

2. FINANCIAMENTO DO ESTADO

2.1. ESTRATÉGIA DE FINANCIAMENTO

A gestão do financiamento e da dívida pública está subordinada aos princípios definidos na Lei Quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro), devendo assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental, de forma a minimizar os custos diretos e indiretos numa perspetiva de longo prazo e a garantir a sua distribuição de forma equilibrada pelos vários orçamentos anuais, evitando uma excessiva concentração temporal das amortizações e uma exposição a riscos excessivos.

Em 2017, as necessidades líquidas de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria ascenderam a EUR 9,9 mil milhões, o que representa um aumento de aproximadamente EUR 1,7 mil milhões comparativamente a 2016. Este aumento é explicado pelo montante utilizado na capitalização da CGD que ascendeu a EUR 2,5 mil milhões de euros. Excluindo este valor, as necessidades líquidas de financiamento do Estado em 2017 teriam diminuído aproximadamente EUR 0,8 mil milhões face a 2016 (ver Anexo 1).

Como se pode observar no quadro seguinte, as necessidades líquidas de financiamento ficaram cerca de EUR 2,5 mil milhões abaixo do previsto inicialmente, uma folga que foi aproveitada para amortizar antecipadamente uma parte substancial do empréstimo do FMI, conforme explicado abaixo.

Quadro 1 – Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2017

(EUR milhões)	Prog Fin	Execução	Diferença
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	20,338	27,961	7,624
Necessidades líquidas de financiamento	12,432	9,946	-2,486
Défice orçamental do Estado	6,639	4,786	-1,853
Capitalização CGD	2,700	2,500	-200
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado	3,093	2,660	-433
Amortizações de dívida MLP	7,906	18,015	10,110
Amortizações OT (valor desembolsado; excl operação de troca)	6,443	7,718	1,275
Amortizações FMI	1,460	10,013	8,553
Outras amortizações de dívida MLP	2	284	282
FONTES DE FINANCIAMENTO	20,338	27,961	7,624
Utilização de depósitos (excl contas margem)	3,838	423	-3,414
Emissões OT (valor de encaixe; excl operação de troca)	15,000	15,095	95
Emissões OTRV	500	3,500	3,000
Outras emissões de dívida MLP	0	2,329	2,329
Emissões líquidas BT (excluindo títulos detidos pelo FRDP)	0	323	323
Emissões líquidas CA/CTPM	1,000	2,835	1,835
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado	0	3,457	3,457
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	6,399	9,819	3,420

Ver anexo 1 para uma decomposição mais detalhada e uma comparação entre a ótica de contabilidade pública orçamental e a ótica de tesouraria aqui apresentada.

Fonte: IGCP

A estratégia para o ano de 2017 contemplava a emissão de um novo *benchmark* a 10 anos e a reabertura de diferentes linhas de OT através de leilão, com o objetivo de fornecer liquidez ao longo da curva, antecipando-se um volume de emissões brutas de OT de EUR 15 mil milhões, que se veio a concretizar (excluindo operações de troca).

Por outro lado, admitia-se a possibilidade de emissão de novas séries de OTRV, de modo a prosseguir a dinamização deste mercado, que se iniciou pela primeira vez em 2016. Tal como no

ano anterior, a procura do mercado doméstico por estes títulos voltou a revelar-se robusta, o que permitiu a abertura de três novas linhas, para um montante total de emissões de EUR 3,5 mil milhões, bem acima do plano inicial de EUR 500 milhões. Adicionalmente, as subscrições líquidas de CA/CT excederam também as expectativas, superando em mais de EUR 1,8 mil milhões a previsão inicial de EUR 1.000 milhões, assim como as emissões de outros instrumentos de médio e longo prazo, com um volume de EUR 2,3 mil milhões, decorrente sobretudo de um empréstimo concedido pelo BST no âmbito do acordo alcançado sobre um conjunto de operações de derivados contratadas entre o BST e algumas empresas públicas.

Esta estratégia permitiu a emissão de títulos de dívida pública de forma regular e previsível ao longo do ano, com maior ênfase no mercado do euro, de forma a facilitar a execução do programa de compras de ativos do BCE para Portugal, não descurando a possibilidade de emissão em outras moedas ou formatos.

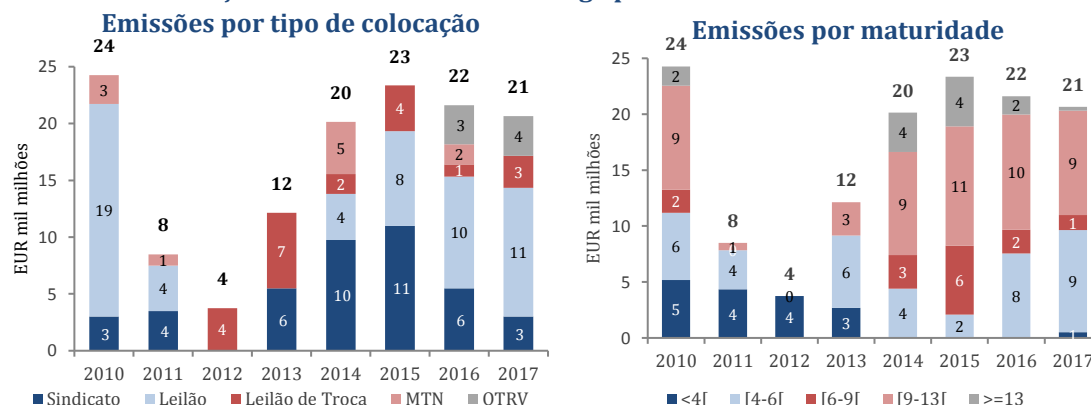
O IGCP intensificou a promoção da dívida pública portuguesa junto de intermediários financeiros e investidores internacionais, continuando a disponibilizar informação objetiva e regular ao mercado, com os indicadores económicos e financeiros atualizados, e a realizar inúmeras reuniões com investidores finais e agências de *rating*. O contacto regular com os investidores permitiu antever os primeiros sinais de uma renovada confiança na dívida portuguesa ainda no início do segundo trimestre do ano, à medida que os bons resultados dos dados macroeconómicos e de execução orçamental iam sendo revelados. Estes indicadores transmitiram confiança aos investidores internacionais, pelo que a procura por dívida pública portuguesa aumentou em 2017, sobretudo a partir de abril, facilitando desse modo a execução do programa de financiamento anual. Esta tendência foi reforçada com a saída do Procedimento por Défice Excessivo, em junho, e sobretudo com os dois *upgrades* para nível de investimento por parte das agências *S&P* (em setembro) e *Fitch* (em dezembro), para os níveis BBB- e BBB, respetivamente. Com a decisão da *Fitch*, as obrigações de dívida pública portuguesa voltariam a integrar alguns dos principais índices obrigacionistas de referência, o que se veio a concretizar já em janeiro de 2018, mas teve ainda em 2017 um impacto positivo na procura da dívida pública em mercado, com a recuperação da base mais tradicional de investidores (ver Caixa 2.3).

O programa de compras de ativos do BCE, por seu turno, passou a ter uma menor relevância no mercado, uma vez que as compras de títulos de dívida portuguesa diminuíram para cerca de 50% do montante mensal disponível de acordo com a chave de capital. De qualquer forma, face à boa *performance* da economia portuguesa, este fator acabou por não ter um impacto negativo sobre a procura por dívida portuguesa.

Em 2017, o financiamento de médio e longo prazo em mercado (incluindo operações de troca de OT em agosto e dezembro no valor de EUR 3 mil milhões) ficou perto de EUR 21 mil milhões (valor nominal), tendo EUR 3 mil milhões (15%) sido emitidos através de operações sindicadas de OT, EUR 11 mil milhões (55%) através de leilões de OT (compara com EUR 9,8 mil milhões em 2016) e EUR 3,5 mil milhões através de OTRV. Como habitualmente, embora com uma diminuição do peso face a 2016, o primeiro trimestre teve um peso superior em relação aos restantes, 31% do total emitido, devido principalmente à abertura de um novo título a 10 anos. Nos restantes trimestres o montante emitido foi relativamente constante entre EUR 3,5 e EUR 4 mil milhões.

Em relação ao tipo de colocação, voltou a verificar-se um incremento do peso do financiamento realizado através de leilões, em contraponto com a diminuição do peso das operações sindicadas, uma vez que se realizou apenas a abertura de um novo *benchmark* a 10 anos. O aumento do peso dos leilões no programa de financiamento traduz igualmente uma normalização das condições de acesso a mercado e a necessidade de providenciar liquidez nos pontos mais líquidos da curva de OT, como são os 5 e os 10 anos. Ao longo de 2017, o IGCP continuou com um padrão regular e antecipável de emissões, apontando para a realização de um leilão por mês (exceto nos meses de menor atividade, como agosto e dezembro).

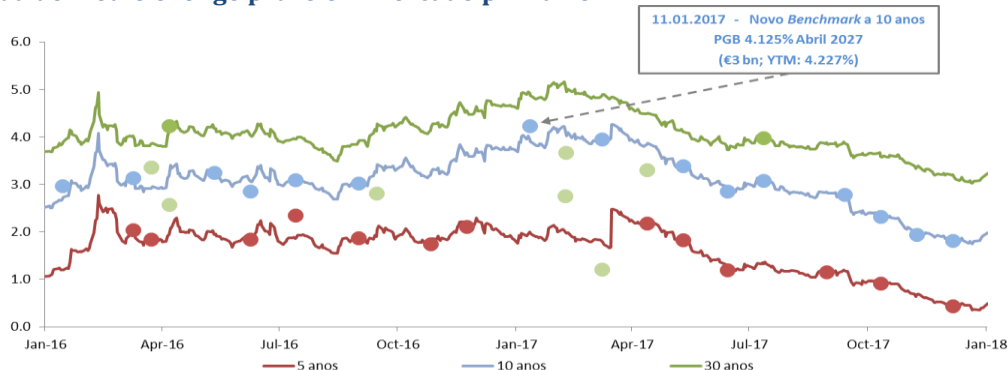
Gráfico 5 – Colocações de dívida de médio e longo prazo



Fonte: IGCP

A melhoria do *rating* teve um impacto positivo na quantidade de investidores interessados em OT, mas principalmente na qualidade destes investidores, com um aumento do peso de investidores *real money*, nomeadamente: seguradoras, fundos de pensões e gestores de ativos (ver Caixa 2.3). Apesar do interesse destes investidores mais tradicionais se situar, tipicamente, na parte mais longa da curva, na maior parte do ano a procura continuou a situar-se nos prazos mais líquidos: 5 e, em particular, 10 anos. Assim, a República optou por orientar a execução do programa de financiamento para as preferências percecionadas dos investidores, seguindo as recomendações emitidas pelos OEVT.

Gráfico 6 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário



Fonte: Bloomberg e IGCP

Assim, apesar da melhoria das condições de mercado verificadas, a maturidade média da dívida emitida foi de 7,8 anos, inferior em 1 ano ao concretizado em 2016. A despeito desta diminuição, a maturidade média do *stock* da dívida manteve-se num nível elevado quando comparado com outros países europeus, com 8,1 anos (incluindo empréstimos oficiais). A maturidade média da dívida excluindo os empréstimos do PAEF baixou ligeiramente, de 6,5 para 6,4 anos.

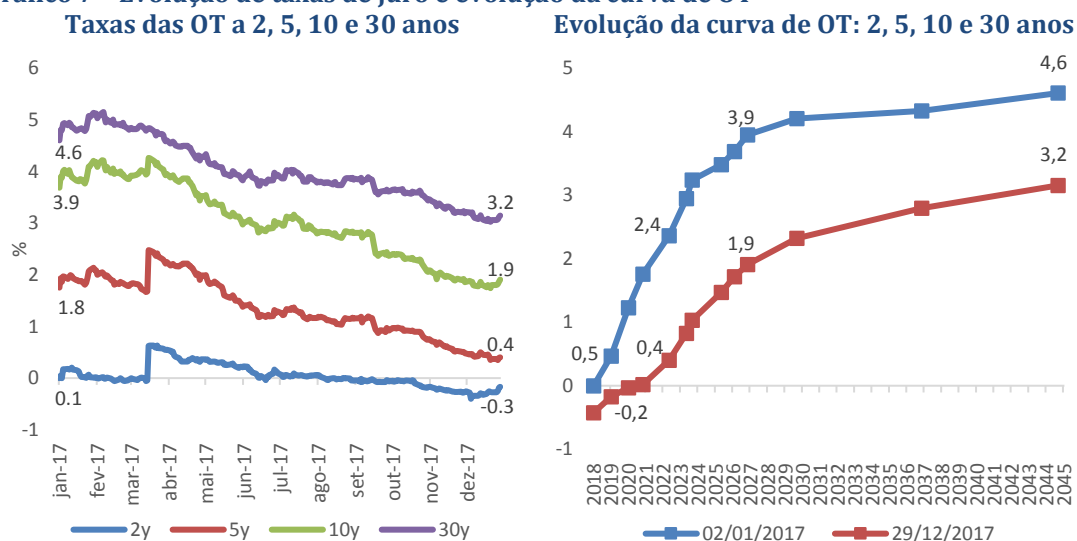
O IGCP voltou a aproveitar o saldo de depósitos relativamente elevado para executar um volume considerável de recompras de dívida, gerindo assim o perfil de reembolsos da carteira de dívida e acomodando eventuais necessidades de financiamento em períodos de maior volatilidade de mercado. Em 2017, o programa de recompras de dívida realizou-se através de transações bilaterais e leilões de recompras, num montante que ascendeu a cerca EUR 11,6 mil milhões, dos quais EUR 1,6 mil milhões em recompras de OT e EUR 10 mil milhões no reembolso antecipado do empréstimo do FMI, correspondente às tranches a vencer entre abril de 2019 e maio de 2021 (ver Caixa 2.1). Estas operações, além de terem proporcionado uma poupança no montante de juros a pagar, permitiram também um alisamento do perfil de amortizações.

2.2. MERCADO SECUNDÁRIO

As taxas de juro da dívida portuguesa em mercado secundário registaram uma evolução muito favorável ao longo de 2017. O início do ano coincidiu com o ponto mais alto das taxas das OT no ano, num período ainda dominado por incerteza relativamente à consistência da recuperação económica e da execução orçamental. No entanto, à medida que os dados divulgados foram excedendo as expectativas, seja no que respeita ao cenário macroeconómico, com o PIB a crescer ao ritmo mais elevado em mais de 15 anos, seja em relação à execução orçamental, com a confirmação de um défice de apenas 2% do PIB em 2016, mais baixo em mais de 40 anos, o mercado começou a exigir um menor prémio de risco e as taxas das OT entraram numa trajetória descendente a partir de abril. Esta boa *performance* da curva portuguesa foi posteriormente suportada pela saída do Procedimento por Déficit Excessivo em junho e principalmente pelas duas subidas de *rating* por parte das agências S&P e Fitch, para nível de investimento.

Assim, ao longo do ano as taxas da curva portuguesa baixaram de forma significativa e o diferencial face aos comparáveis na área do euro também diminuiu assinalavelmente. A taxa de juro no prazo de referência a 10 anos, diminuiu de 3,9% no final do ano anterior (e de um pico de 4,25% em março), para 1,9% no final de 2017. A tendência foi comum aos diferentes pontos da curva, mas foi menos acentuada nas extremidades da curva, tendo-se assistido por isso a uma redução da inclinação entre os 2 e os 10 anos e a um ligeiro aumento entre os 10 e os 30 anos.

Gráfico 7 – Evolução de taxas de juro e evolução da curva de OT

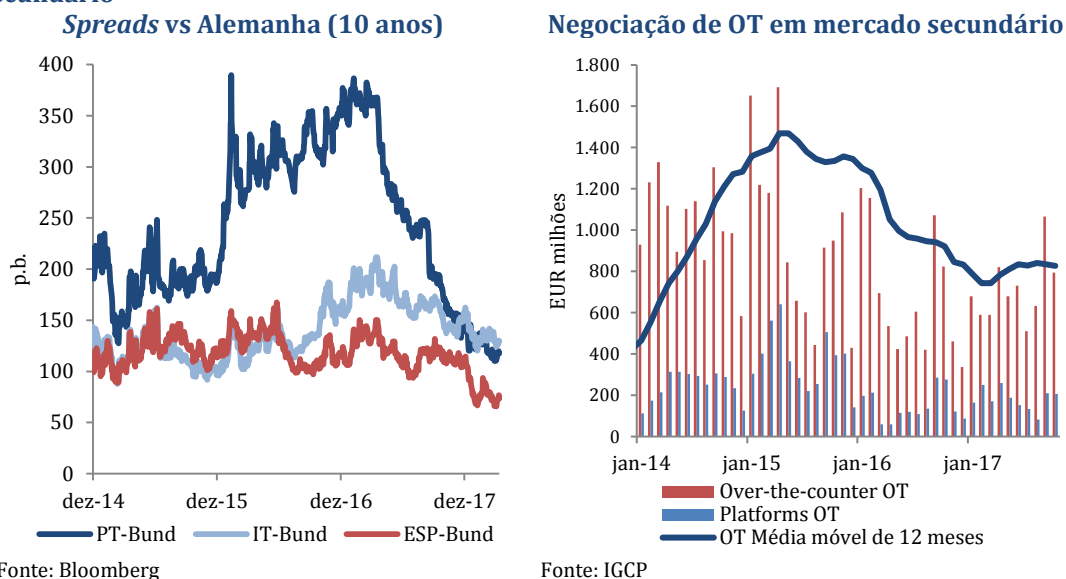


Fonte: Bloomberg

O diferencial face à Alemanha no prazo de referência a 10 anos terminou, em 2017, num valor em torno da 145p.b., que compara com 350p.b. no final de 2016, ilustrando bem a compressão do prémio de risco de Portugal face ao *benchmark* para a área do euro. Relativamente ao diferencial face a Espanha e Itália na mesma maturidade, a tendência foi também de estreitamento em relação a 2016. Face a Itália, as OT a 10 anos estreitaram cerca de 200p.b., fixando-se em -10p.b. no final de 2017 (ou seja, a taxa Portuguesa a 10 anos fixou-se num nível inferior ao de Itália para o mesmo prazo), ao passo que em relação a Espanha se registou igualmente um estreitamento de 200p.b., para 35p.b. no final do ano.

No que concerne à liquidez do mercado secundário, após o decréscimo verificado em 2016, observou-se um aumento dos volumes médios diários transacionados de OT entre plataformas e mercado *over-the-counter*, no ano de 2017. Este fenómeno foi principalmente evidente na segunda parte do ano, com a diminuição do prémio de risco atribuído a Portugal e com a entrada de novos investidores, em resultado da classificação de Portugal em grau de investimento pelas agências S&P e Fitch como referido anteriormente.

Gráfico 8 – Spreads de países da área do euro vs Alemanha e transações de OT em mercado secundário



A concentração do fluxo no mercado secundário é ainda significativa, dado que os cinco maiores OEVT detiveram em 2017 uma quota de mercado de 53%, tendo decrescido 1p.p. face a 2016. No entanto, mantém-se a tendência decrescente iniciada em 2012 quando a concentração atingiu 73%, encontrando-se cada vez mais próxima dos níveis pré-crise, em torno dos 50%.

No que diz respeito às transações de BT em mercado secundário, as transações médias diárias diminuíram de EUR 440 milhões diários em 2016 para EUR 360 milhões em 2017. Em todo o caso, as taxas de emissão de BT foram-se reduzindo gradualmente ao longo do ano, tendo o custo médio de emissão anual sido pela primeira vez negativo: -0,23% em 2017, o que compara com 0,02% em 2016.

Em 2017, continuou-se a estratégia de emissão de BT iniciada em 2015, concentrando as emissões em apenas seis linhas, abrindo apenas uma nova linha a cada dois meses. Esta alteração de política de emissões permitiu um acréscimo de saldo vivo por linha. Embora sem reflexo nos volumes de transação médio diários, constata-se que o comportamento do mercado *OTC* intensificou-se.

2.3. DÍVIDA DIRETA DO ESTADO E ENCARGOS

Em 31 de dezembro de 2017, o saldo da dívida direta do Estado⁹ avaliado ao câmbio de final de período cifrou-se em EUR 238,3 mil milhões (ver quadro 25, no anexo 5), o que representa um aumento de EUR 2,0 mil milhões face ao observado no final de 2016.

O financiamento líquido da República concentrou-se na emissão de dívida de médio e longo prazo, o que se refletiu num aumento do peso relativo das OT no *stock* de dívida total, de 46,6% para

⁹ A dívida direta do Estado é um conceito que difere da dívida pública compilada pelo Banco de Portugal para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (dívida de *Maastricht*, apresentada no gráfico 3) em vários aspetos, entre os quais se destaca: (i) diferenças de delimitação do setor – a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de *Maastricht* se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor institucional das administrações públicas; (ii) efeitos de consolidação – a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de *Maastricht* é consolidada, isto é, excluem-se os ativos das administrações públicas em passivos emitidos pelas próprias administrações públicas; (iii) capitalização dos certificados de aforro – a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de *Maastricht*.

49,0%. Juntando as OTRV e os MTN em euros, o peso relativo da dívida transacionável de médio e longo prazo emitida em euros aumentou para 53,0% (face a 49,1% no final de 2016).

O peso dos instrumentos tradicionais de retalho (CA e CT) também voltou a aumentar, ao passar de 10,2% para 11,3%, atingindo o valor mais elevado desde 2009. Destaque ainda para o aumento do peso de Outros instrumentos não transacionáveis em euros (de 0,5 para 1,5%), decorrente sobretudo da contratação de um empréstimo a 15 anos junto do BST, no valor de EUR 2,3 mil milhões.¹⁰

Em contrapartida, registou-se uma redução do peso dos empréstimos do PAEF (de 28,8 para 23,9%), em virtude do pagamento antecipado de uma parte substancial do empréstimo do FMI (no montante de DSE¹¹ 8,2 mil milhões, o equivalente a EUR 10,0 mil milhões), assim como uma redução do peso dos instrumentos de curto prazo (CEDIC e contas-margem) e da dívida denominada em moedas não euro, que beneficiou da apreciação do euro (sobretudo face ao dólar norte-americano).

Após cobertura de derivados, o saldo da dívida direta do Estado registou um acréscimo mais acentuado face a 2016, de EUR 3,7 mil milhões, uma vez que o efeito favorável das coberturas cambiais se reduziu, compensando os ganhos cambiais observados nos instrumentos de dívida em moedas não euro.

Encargos correntes da dívida

Em 2017, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em EUR 7.123 milhões, denotando uma redução de EUR 256 milhões face ao ano anterior, uma evolução favorável que, pela sua magnitude, não tem paralelo no histórico recente (ver quadro 26, no anexo 6).

As OT continuaram a ser o instrumento com maior representatividade, atingindo um volume de juros de EUR 4.599 milhões, um incremento de EUR 55 milhões face ao ano precedente, explicado pelo aumento do saldo deste instrumento nos últimos anos. Este aumento foi compensado por uma redução substancial dos juros com os empréstimos obtidos no âmbito do PAEF (em cerca de EUR 278 milhões), decorrente das amortizações parciais antecipadas do empréstimo FMI concretizadas desde 2015. Destaque ainda para a redução dos juros dos CA em mais de EUR 120 milhões, em resultado do final do prémio extraordinário pago nas séries B e C, que esteve em vigor entre setembro de 2012 e o final de 2016.

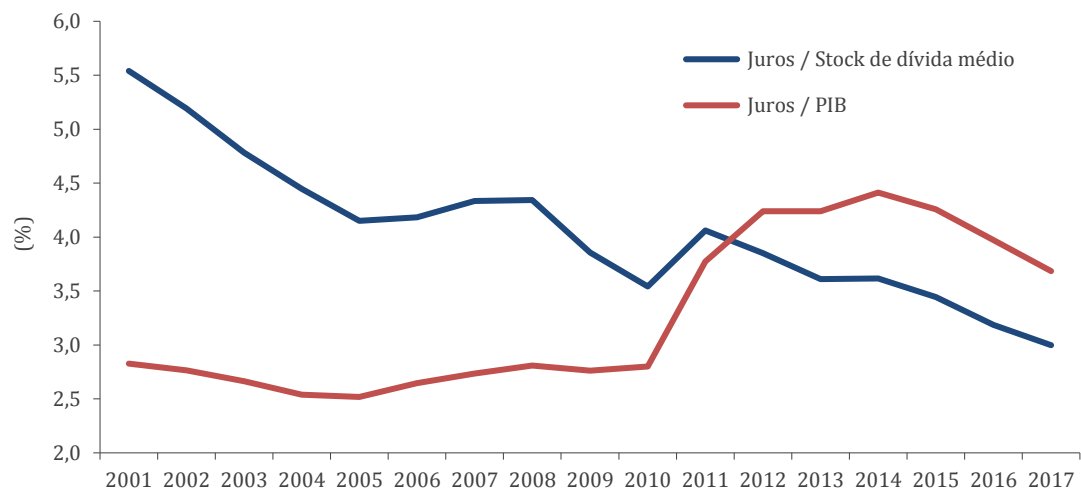
Em 2017, o valor dos juros da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais fixou-se em EUR 7.110 milhões, registando uma redução assinalável pelo segundo ano consecutivo (ver quadro 27, no anexo 6). Com efeito, os juros pagos diminuíram cerca de EUR 255 milhões em 2017 (depois de já se terem reduzido em EUR 285 milhões no ano anterior), uma variação explicada pela melhoria do efeito preço (redução da taxa de juro implícita). Este efeito favorável foi parcialmente compensado por um efeito de sinal contrário decorrente do aumento do *stock* de dívida, que ainda assim foi o menor desde pelo menos 2001, ano em que se iniciou o cálculo desta série histórica (ver quadro 28, no anexo 6).

Assim, manteve-se a tendência de redução da taxa de juro implícita, que se fixou num novo mínimo histórico de 3,0%, e do rácio dos juros no PIB de 4,0% para 3,7%.

¹⁰ Este empréstimo está associado ao acordo estabelecido entre o Estado e o BST sobre um conjunto de operações de derivados contratadas entre o BST e algumas empresas públicas.

¹¹ Cabaz composto por USD, EUR, GBP, JPY, e CNY.

**Gráfico 9 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado
(ótica de Contas Nacionais)**



Fonte: IGCP