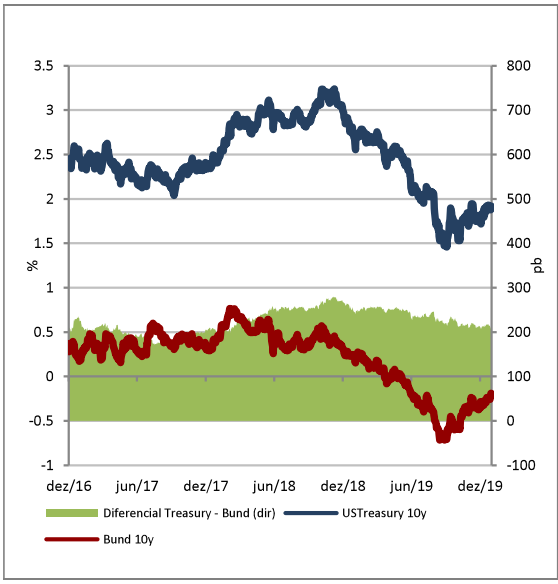
**Gráfico 7 – Taxas de juro de longo prazo**

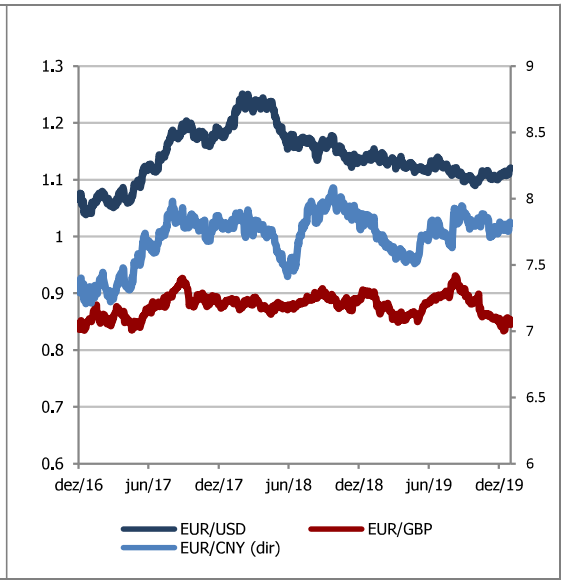
(%, esq) (p.b., dir)




Fonte: Bloomberg

**Gráfico 8 – Taxas de câmbio**

(moedas contra o euro)




Fonte: Bloomberg

# 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 2019 as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a EUR 9,5 mil milhões, o que representa um aumento de aproximadamente EUR 2 mil milhões comparativamente a 2018. Este aumento é explicado maioritariamente pelo montante utilizado na aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações) que aumentou em EUR 1,5 mil milhões de euros.

Comparando com a previsão inicial, as necessidades líquidas de financiamento foram superiores em cerca de EUR 890 milhões. Contudo, este acréscimo foi acomodado pelo aumento das fontes de financiamento em relação ao previsto em mais de EUR 2,8 mil milhões. Este excedente resultou de uma execução mais favorável de emissões líquidas de CA/CT (EUR 1,8 mil milhões), de uma maior utilização de depósitos face ao esperado (EUR 2,3 mil milhões) e de ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado, incluindo via emissões de CEDIC e CEDIM (EUR 2,4 mil milhões acima do previsto). O aumento do financiamento em 2019 e a contenção das necessidades líquidas de financiamento possibilitaram a amortização de EUR 2 mil milhões de dívida à Facilidade Europeia de Estabilidade Financeira (FEEF) (cf. Caixa 2).

**Quadro 1 – Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2019**

| (EUR milhões) | Prog Fin | Execução (P) | Diferença |
|---|---|---|---|
| **NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO** | **16.871** | **19.726** | **2.855** |
| **Necessidades líquidas de financiamento** | **8.638** | **9.528** | **890** |
| Défice orçamental do Estado | 3.638 | 3.969 | 331 |
| Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações) | 5.000 | 5.559 | 559 |
| Operações pontuais | 0 | 0 | 0 |
| **Amortizações de dívida MLP** | **8.233** | **10.198** | **1.965** |
| Amortizações OT (excl operação de troca) | 8.143 | 8.143 | 0 |
| Amortizações empréstimos PAEF | 0 | 2.000 | 2.000 |
| Outras amortizações de dívida MLP | 90 | 55 | -35 |
| **FONTES DE FINANCIAMENTO** | **16.871** | **19.726** | **2.855** |
| Utilização de depósitos (excl contas margem) | 128 | 2.508 | 2.380 |
| Emissões empréstimos PAEF | 0 | 0 | 0 |
| Emissões OT e MTN (excl operação de troca) | 16.429 | 15.663 | -766 |
| Emissões OTRV | 1.000 | 0 | -1.000 |
| Outras emissões de dívida MLP | 0 | 64 | 64 |
| Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP) | 650 | -1.415 | -2.065 |
| Emissões líquidas CA/CTPM | -1.000 | 780 | 1.780 |
| Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem) | -336 | 2.126 | 2.462 |
| **Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)** | **9.195** | **6.821** | **-2.374** |
| Saldo de contas-margem no final do ano | 442 | 624 | 182 |
| **Saldo total de depósitos no final do ano** | **9.637** | **7.445** | **-2.192** |

Notas: (a) Os valores relativos à execução de 2019 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2019. (b) O Anexo 1 apresenta uma decomposição mais detalhada das necessidades e fontes de financiamento do Estado, assim como uma comparação entre a ótica de contabilidade pública (orçamental) e a ótica de tesouraria (apresentada *supra*).

Fonte: IGCP

A estratégia para o ano de 2019 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 16,4 mil milhões. Devido ao aumento de outras fontes de financiamento – pelas razões acima referidas – o volume efetivo de emissões brutas fixou-se em EUR 15,7 mil milhões. Pelo mesmo motivo, o volume de emissões brutas de BT foi reduzido face ao inicialmente programado em cerca de EUR 2 mil milhões. Mediante a execução do programa de financiamento, foi ainda suprimida a emissão prevista de EUR 1.000 milhões em OTRV.

A execução bem-sucedida do programa de financiamento assenta na emissão regular e previsível de títulos de dívida pública ao longo do ano, com enfâse no mercado do euro, de forma a providenciar liquidez às linhas de OT, reduzir a volatilidade na proximidade das janelas de emissão e aproveitar a procura crescente dos investidores por dívida pública portuguesa. Beneficia ainda da promoção da dívida pública portuguesa junto de intermediários financeiros e investidores internacionais: em 2019, o IGCP prosseguiu a disponibilização frequente de informação ao mercado, nomeadamente em inúmeras reuniões com investidores finais e agências de *rating*, e manteve o aconselhamento e contacto regular com os operadores especializados de mercado (OEVT e EBT).

A interação com investidores ao longo de 2019 evidenciou a confiança mantida na dívida portuguesa, nomeadamente face ao comportamento favorável e consistente dos dados macroeconómicos e orçamentais. A credibilidade acrescida traduziu-se no aumento da procura por dívida pública portuguesa, sendo reforçada com o *upgrade* para o nível BBB por parte da agência *S&P*.

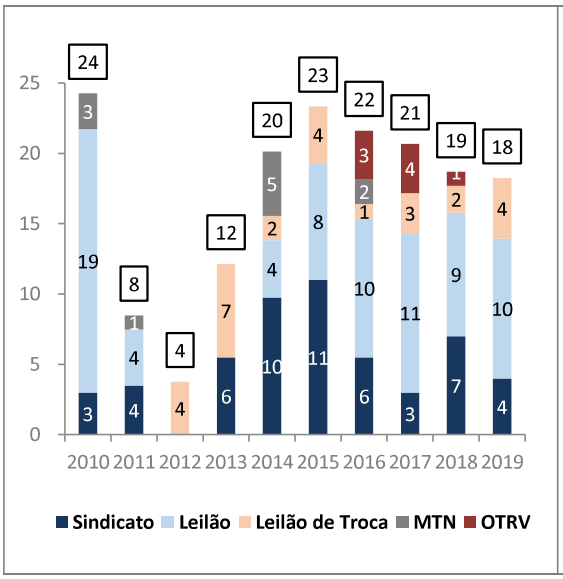
Em 2019, o financiamento de médio e longo prazo em mercado em moeda nacional ascendeu a sensivelmente EUR 18 mil milhões (valor nominal), tendo EUR 4 mil milhões (22%) sido emitidos através de operações sindicadas de OT, EUR 10 mil milhões (54%) através de leilões de OT, EUR 4,3 mil milhões (24%) através de operações de troca de OT. Realizou-se ainda uma emissão de obrigações em CNY, denominadas *Panda Bonds*, no montante de CNY 2 mil milhões (aproximadamente EUR 260 milhões) (cf. Caixa 1). A título de referência, em 2018 as emissões de OT através de emissões sindicadas e de leilões ascenderam, respetivamente, a EUR 7 mil milhões e EUR 8,8 mil milhões, e as emissões de OTRV ascenderam a EUR 1.000 milhões (em valor nominal).

Como habitualmente, o primeiro trimestre teve um peso superior em relação aos restantes (41% do total emitido), devido principalmente à abertura de um novo título a 10 anos, no montante de EUR 4 mil milhões. Face a 2018, houve uma diminuição do peso relativo do segundo trimestre (28% vs. 31%, do total emitido em 2019 e 2018, respetivamente), devido à abertura da OT 2034 no montante de EUR 3 mil milhões em abril de 2018. Nos restantes trimestres de 2019, o montante emitido foi relativamente constante (aproximadamente EUR 2,4 mil milhões), num total de EUR 4,8 mil milhões.

Em relação ao tipo de colocação, verificou-se uma diminuição do peso do financiamento realizado através de operações sindicadas, em contraponto com o incremento do peso dos leilões regulares, uma vez que se realizou a abertura de dois novos títulos em 2018 e apenas um em 2019, mas também de um peso maior dos leilões de trocas. Com efeito, em 2019, inaugurou-se uma nova abordagem às trocas com o objetivo de alisar o perfil de amortizações. Realizaram-se operações regulares ao longo do ano, num total de seis trocas envolvendo nove linhas de OT, o que compara com a realização de apenas uma troca com duas linhas em 2018. Em consonância com a estratégica adotada nos últimos anos, o IGCP manteve em 2019 um padrão regular e antecipável de emissões, materializada na realização de um leilão mensal (exceto nos meses de menor atividade, como agosto e dezembro), passível de substituição por uma operação sindicada, no caso de se verificarem condições de mercado favoráveis, sobretudo quando se justifica introduzir uma nova linha – como se veio a verificar em janeiro com a emissão a 10 anos.

**Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação**

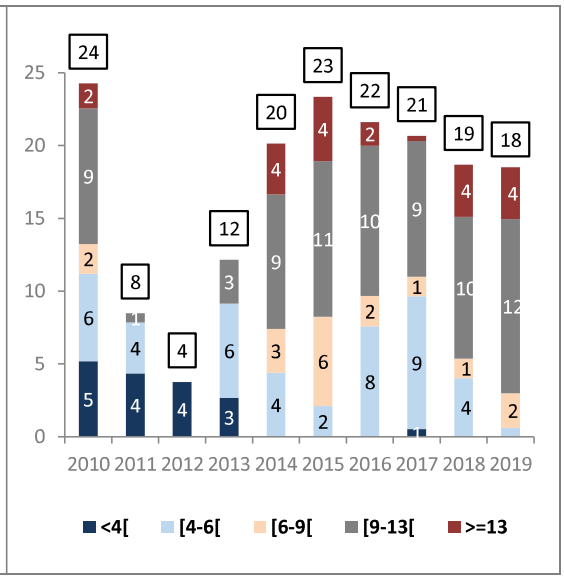
(EUR mil milhões)




Fonte: IGCP

**Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade**

(EUR mil milhões)




Fonte: IGCP

A tendência de melhoria do *rating* da República Portuguesa, bem como a normalização das condições de mercado, teve um impacto positivo na quantidade e, sobretudo, na qualidade de investidores interessados em OT, registando-se um aumento do peso de investidores, tipificados como mais convencionais, nomeadamente seguradoras, fundos de pensões e gestores de ativos, destacando-se igualmente os investidores do Reino Unido, de França, Itália e Benelux. A apetência destes investidores mais tradicionais caracteriza-se por preferência pela parte longa da curva e por maior estabilidade na detenção das posições de investimento. A procura continuou a concentrar-se nos prazos mais líquidos: em particular nos 10 anos, embora se tenha verificado aumento de interesse este ano nos 15 anos.

O aumento da procura nos 15 anos, em detrimento dos típicos 5 anos, decorre do registo de taxas de juro negativas na parte curta da curva, com a maioria dos investidores a estender maturidade durante todo o ano de 2019. Assim, a República optou por orientar a execução do programa de financiamento para as preferências percecionadas dos investidores, seguindo as recomendações dos OEVT. As emissões a mais de 9 anos representaram 84% do total emitido (EUR 16 mil milhões), que compara com uma parcela de 71% em 2018. Em contraste, no curto prazo (inferior a 6 anos) emitiu-se apenas 3% do total, que compara com 21% das emissões de 2018. A emissão em moeda chinesa (*Panda Bonds*) com uma maturidade de 3 anos (prazo típico neste formato de emissões) foi uma das operações nesta parte da curva, com o intuito de diversificar a base de investidores e entrar num dos maiores mercados de obrigações do mundo (cf. Caixa 1), onde a procura se concentra em maturidades inferiores ou iguais a três anos.

Em paralelo, e apesar do interregno das compras líquidas de ativos pelo BCE entre janeiro e outubro de 2019, a dívida pública portuguesa continuou a beneficiar do programa do Eurosistema, através das dinâmicas de reinvestimento e rebalanceamento para a chave de capital. Contudo, o ritmo do montante de compras líquidas de dívida pública portuguesa pelo BCE registou uma redução ligeira, com um montante líquido médio mensal em 2019 no valor de EUR 362 milhões (EUR 481 milhões em 2018). No total do ano, o montante de compras líquidas de dívida pública portuguesa ascendeu a EUR 4,3 mil milhões, o que compara com EUR 5,8 mil milhões em 2018.

**Gráfico 11 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário**

(%)

Fonte: IGCP

A maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida ao longo de 2019 situou-se –se em 10,7 anos, superior em 0,4 anos ao concretizado em 2018. Apesar deste aumento, a maturidade média do *stock* da dívida desceu ligeiramente, para 7,5 anos (incluindo empréstimos oficiais).

A estratégia ativa de gestão de dívida beneficiou ainda da manutenção de reservas de liquidez relativamente elevadas, o que não só reduz o risco de refinanciamento em períodos de maior volatilidade de mercado, como também possibilita a execução de recompras de dívida com vista ao alisamento do perfil de reembolsos da carteira. Em 2019, prosseguiu-se a estratégia de alisamento do perfil de amortizações, com foco no ano de 2021, contribuindo para a redução do risco de refinanciamento. Ao longo do ano realizaram-se recompras de dívida, através de transações bilaterais e leilões de troca, num montante que ascendeu a cerca EUR 6,3 mil milhões, dos quais cerca de EUR 4,3 mil milhões de OT em leilões de troca (cf. Quadro 15, no Anexo 2) e EUR 2 mil milhões no reembolso antecipado do empréstimo à FEEF (cf. Caixa 2).

## Caixa 1 | Primeira emissão de *Panda Bonds*

Em 30 de maio de 2019, a República Portuguesa emitiu pela primeira vez obrigações em moeda chinesa, o *Renminbi* (obrigações *Panda*).

O objetivo desta transação foi diversificar a base de investidores e ganhar notoriedade pelo facto de Portugal se tornar num dos primeiros emitentes europeus (mais concretamente o primeiro da área do euro) a entrar no terceiro maior mercado de obrigações do mundo, podendo constituir uma vantagem futura aquando da internacionalização destes mesmos investidores para outros mercados.

O anúncio ao mercado foi feito no dia 21 de maio após as autoridades chinesas aprovarem um programa de emissão de dívida em *Renminbi onshore* (CNY) até ao máximo de CNY 5 mil milhões (o "Programa"), mediante o qual a República Portuguesa obteve permissão para emitir valores mobiliários representativos de dívida em CNY (os "Títulos"), e, bem assim, concretizar uma primeira emissão de Títulos ao abrigo do Programa no montante máximo total de CNY 2 mil milhões ("Títulos (Série 1)").

O prazo de emissão escolhido para o novo título foi de 3 anos (junho de 2022) e o montante nominal de CNY 2 mil milhões (equivalente em euros a 259 milhões, à data da transação).

**Quadro 2 – Resumo da emissão**

| Panda Bonds | |
|---|---|
| Procura | CNY 6.330 milhões |
| Alocação | CNY 2.070 milhões |
| *Bid-to-Cover* | 3,06 |
| Taxa de Corte | 4,09% |
| Taxa Mínima Recebida | 3,90% |
| Taxa Máxima Recebida | 4,50% |

Fonte: IGCP

A operação de emissão de obrigações *Panda* (série 1) PORTUG 4,09% junho 2022, realizou-se sob a forma de oferta pública através de um sistema centralizado de *bookbuilding* – plataforma

operacional disponibilizada pela *National Association of Financial Market Institutional Investors* (NAFMII).

No dia 28 de maio foi comunicado ao mercado o *price guidance* indicativo entre 3,9% e 4,5%, e confirmado o intervalo no dia seguinte.

O *bookbuilding* e o *pricing* da operação tiveram lugar no dia 30 de maio, com a abertura dos livros pelas 9h00 e fecho às 18h00 (hora de Pequim), conforme previsto.

Às 14h30, o livro apresentava mais de CNY 4,3 mil milhões de ordens, sinalizando uma forte procura, tendo sido anunciado ao mercado que o cupão se encontrava em 4,35%. Às 16h00 com um livro de mais CNY 4,6 mil milhões de ordens, o preço foi revisto para 4,3%. Devido ao elevado interesse registado, refletido num livro de mais de CNY 6,6 mil milhões, pelas 17h30 foi decidido comunicar novamente ao mercado que o preço se encontrava em 4,20%. Ainda antes do fecho dos livros, e mediante ordens superiores a CNY 6,3 mil milhões, pelas 17h45 foi feito novo anúncio ao mercado a comunicar que o cupão se encontrava em 4,09%.

Após os quatro anúncios ao mercado (e três revisões de preço), o livro foi fechado às 18h00 (CST), com o cupão fixado nos 4,09%, o que permitiu à República Portuguesa emitir com um nível próximo do limite inferior do intervalo de referência, reflexo da elevada procura registada. Com efeito, o total de ordens excedeu CNY 6,3 mil milhões (procura 3,165 vezes superior à oferta), vindas de 6 bancos, evidenciando o forte suporte que o mercado tinha dado a esta operação.

O risco cambial e de taxa de juro desta operação foi totalmente coberto com um *cross-currency swap*, fixando-se um custo em euros dado por Euribor 3 meses + 91,35 p.b. (equivalente a uma taxa fixa em euros de 0,62%).

## 2.2. Mercado Secundário

As taxas de juro da dívida portuguesa em mercado secundário registaram uma evolução favorável ao longo de 2019. No início do ano, as taxas de juro das OT continuaram a tendência de descida registada desde 2017, beneficiando da divulgação de dados macroeconómicos e orçamentais benignos relativos a 2018. Como referido na secção 1.2, estes resultados suportaram também uma evolução positiva do *rating* da República, reforçando a melhoria das condições de financiamento.

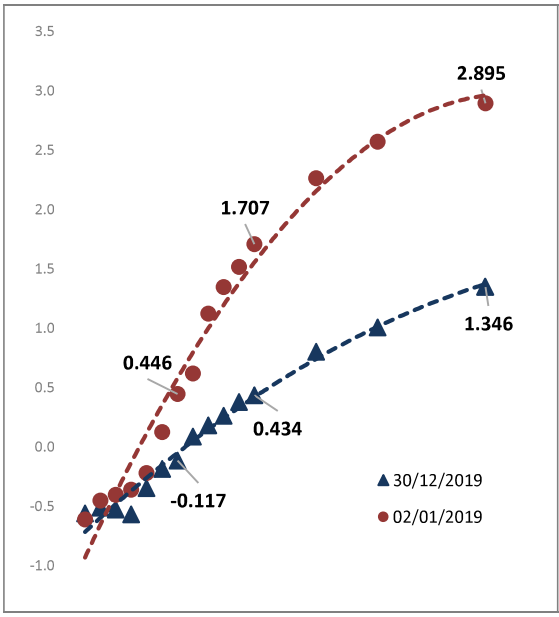
A nível global, o início de 2019 foi marcado pela expectativa do aumento de taxas de juro nos Estados Unidos e na área do euro. Contudo, a incerteza relativamente ao crescimento económico mundial, mediante sinais mistos, e as tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China levaram à inversão do rumo por parte dos bancos centrais. Conforme detalhado na secção 1.3, em 2019, a Reserva Federal norte-americana desceu as taxas de juro por três vezes e o BCE reduziu por uma vez, dando ainda reinício às compras líquidas no âmbito do programa de compra de ativos. Estas decisões terão estado na origem da queda significativa nas taxas de juro a nível global, e em particular na área do euro. Em meados de agosto, as taxas de juro na Europa atingiram mínimos históricos na maturidade a 10 anos, com os títulos alemães a transacionarem a -0,72% e os portugueses a 0,06%. Os elevados níveis de incerteza ao longo de 2019 decorreram também do *Brexit*, com sucessivas reprovações de um acordo de saída da União Europeia no parlamento britânico. Após três extensões do processo de negociações

com a Europa e novas eleições para o parlamento britânico, a data de saída acordada para o dia 31 de janeiro de 2020, com uma fase de transição até ao final do ano, viria efetivamente a confirmar-se.

Em termos relativos, a dívida pública portuguesa estreitou o diferencial face aos comparáveis na área do euro ao longo do ano e passou a registar um *spread* negativo face à Espanha a partir do mês de outubro. A taxa de juro da dívida pública portuguesa no prazo de referência a 10 anos desceu de 1,82% no final de 2018 para 0,43% em dezembro de 2019. A tendência foi comum aos restantes pontos da curva, mas mais acentuada na parte longa, tendo-se observado uma redução da inclinação.

**Gráfico 12 – Evolução da curva de OT**

(%)




Fonte: Bloomberg

**Gráfico 13 – Taxas das OT a 2, 5, 10, 30 anos**

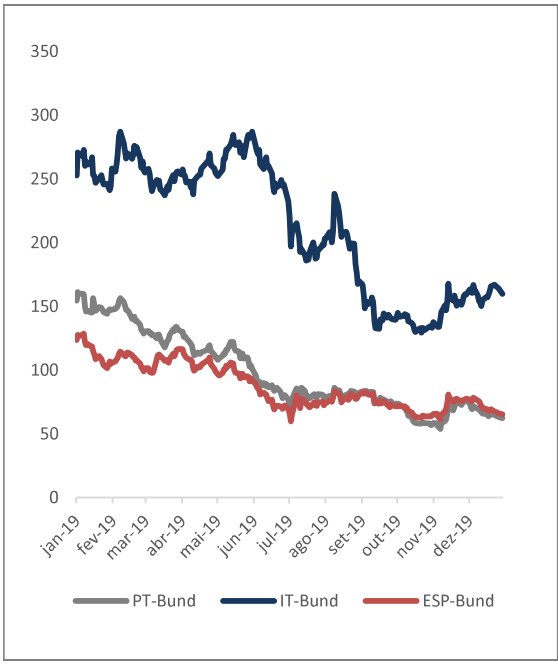
(%)

Fonte: Bloomberg

O diferencial face à Alemanha no prazo de referência a 10 anos terminou 2019 num valor em torno dos 62 p.b., significativamente abaixo do nível do final de 2018 (148 p.b.), o que expressa bem a compressão do prémio de risco de Portugal face ao *benchmark* da área do euro. Relativamente ao diferencial face a Itália na maturidade a 10 anos, a taxa de juro das OT estreitou ligeiramente (5 p.b.), fixando-se em -98 p.b. no final de 2019 (ou seja, a taxa portuguesa a 10 anos fixou-se num nível inferior à italiana para o mesmo prazo). Em relação a Espanha, houve um estreitamento de cerca de 33 p.b., situando-se o diferencial em -3 p.b. no final do ano (passando a ser negativo desde outubro, como referido em cima).

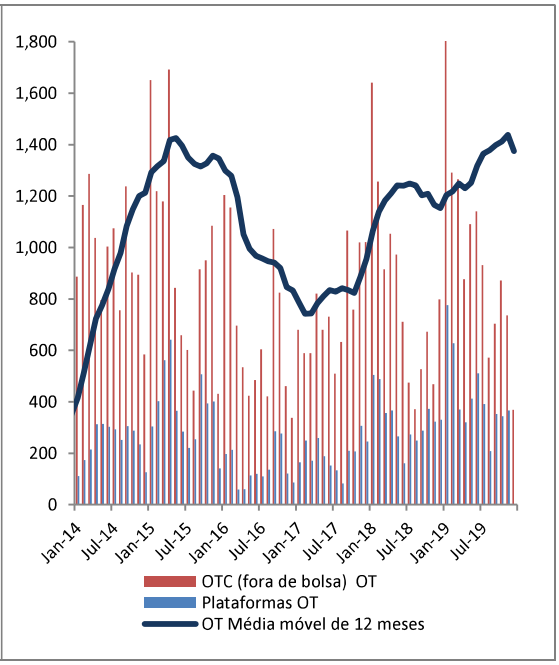
No que concerne à liquidez do mercado secundário, acentuou-se em 2019 a tendência de aumento dos volumes médios diários transacionados de OT entre plataformas e mercado *over-the-counter*, já verificada em 2017 (EUR 956 milhões) e 2018 (EUR 1.153 milhões). Este acréscimo foi principalmente evidente na primeira parte do ano, impulsionado pelo forte interesse dos investidores na nova OT a 10 anos. Em 2019, os volumes médios diários atingiram, assim, o nível máximo desde 2014 (EUR 1.386 milhões). O mês de janeiro, que por norma é o mês com maior volume, apresentou volume médio diário de EUR 2.747 milhões, um máximo mensal desde 2014.

**Gráfico 14 – *Spreads* vs Alemanha (10 anos)**
(p.b.)




Fonte: Bloomberg

**Gráfico 15 – Negociação de OT em mercado secundário**
(EUR milhões)




Fonte: IGCP

A concentração do fluxo no mercado secundário é ainda significativa, dado que os cinco maiores OEVT detiveram em 2019 uma quota de mercado de 46%. Mantém-se, porém, uma tendência de descida: este valor é bastante menor do que em 2012 (quando a concentração atingiu 73%) e encontrando-se já abaixo dos níveis pré-crise (em torno dos 50%).

No que diz respeito às transações de BT em mercado secundário, as transações médias diárias também aumentaram de EUR 353 milhões em 2018 para EUR 398 milhões em 2019. Analisando as transações nas plataformas, o volume médio diário aumentou de EUR 191 milhões em 2018 para EUR 216 milhões em 2019.

As taxas de emissão de BT continuaram a trajetória descendente de 2018 devido à diminuição da taxa diretora por parte do BCE e o reinício do programa de compras de ativos (com prazo superior a um ano) do banco central. O custo médio de emissão anual correspondeu a -0,41% em 2019, que contrasta com -0,34% em 2018.

No que respeita à estratégia de emissão de BT, manteve-se em 2019 a política de emissões iniciada em 2015, ou seja, concentrando as emissões em apenas seis linhas e abrindo apenas uma nova linha a cada dois meses, o que permite um acréscimo de saldo vivo por linha. Devido ao elevado excedente de tesouraria observado, no último trimestre do ano, foi suprimido o leilão de novembro, o que levou o programa de BT a contemplar apenas 5 linhas, no início de 2020.