

A transição do estatuto não teve impacto no regular funcionamento dos leilões ou emissões sindicadas, não comprometendo em qualquer momento a atividade destes bancos junto do IGCP.

A saída do Reino Unido da UE motivou também a transferência da documentação legal de suporte à contratação de instrumentos financeiros derivados para as entidades bancárias que passaram a assegurar a prestação de serviços na Área do Euro. Esta transferência, necessária para assegurar a continuidade do negócio, foi concretizada através da negociação/replicação bilateral de contratos ISDA.

Por fim, com o objetivo de limitar a exposição ao risco de crédito, as posições em instrumentos financeiros derivados com estas contrapartes foram também transferidas para as entidades da UE através da celebração de acordos de novação.

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 2020, devido ao impacto da pandemia provocada pela COVID-19, houve a necessidade de ajustar o Orçamento do Estado para 2020 (OE 2020) por via de um Orçamento do Estado Suplementar (OS 2020). O Orçamento Suplementar previa necessidades líquidas de financiamento de EUR 20,3 mil milhões, o que traduzia um aumento de EUR 10,7 mil milhões face à projeção do OE 2020 (que serviu de base ao programa de financiamento inicial). Este aumento era explicado essencialmente pelo défice orçamental (mais EUR 9 mil milhões), como reflexo das medidas de combate à crise sanitária e de apoio à economia motivadas pela pandemia, mas também pelo aumento da aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (mais EUR 1,7 mil milhões).

Estes desenvolvimentos motivaram uma revisão significativa do programa de financiamento anual, comunicada ao mercado em junho. Destaca-se as emissões previstas de Obrigações do Tesouro (OT), líquidas de trocas, revistas para cerca de EUR 29,3 mil milhões, o que significava um acréscimo de EUR 12,6 mil milhões face à estimativa original. O financiamento líquido através da emissão de Bilhetes de Tesouro (BT), também foi revisto, apontando na altura para um incremento de EUR 3,2 mil milhões, que compara com uma variação líquida projetada inicialmente de EUR 1,3 mil milhões.

Findo o ano de 2020, as necessidades líquidas de financiamento ascenderam efetivamente a EUR 16,8 mil milhões¹⁸, o que representa um aumento de aproximadamente EUR 7,3 mil milhões face a 2019.

¹⁸ Os valores relativos à execução orçamental assumem natureza provisória até à publicação da Conta Geral do Estado de 2020.

Comparando com a previsão do OS 2020, as necessidades líquidas de financiamento foram inferiores em cerca de EUR 3,4 mil milhões. Esta diminuição decorre de uma execução orçamental mais favorável do que o previsto, ao nível do défice orçamental (menos EUR 2,6 mil milhões) e da aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (menos EUR 0,8 mil milhões).

Quadro 2 – Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2020

(EUR milhões)	Programa Financiamento OE 2020	Programa Financiamento OS 2020	Execução ^(P)	Execução vs. Programa
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	17.596	28.281	24.899	-3.382
Necessidades líquidas de financiamento	9.577	20.262	16.827	-3.434
Défice orçamental do Estado	5.874	14.846	12.242	-2.604
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	3.703	5.416	4.585	-830
Operações pontuais	0	0	0	0
Amortizações de dívida MLP	8.019	8.019	8.072	53
Amortizações OT (excl operação de troca)	8.019	8.019	8.019	0
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE)	0	0	0	0
Outras amortizações de dívida MLP	0	0	53	53
FONTES DE FINANCIAMENTO	17.596	28.281	24.899	-3.382
Utilização de depósitos (excl contas margem)	-2.073	-2.687	-10.226	-7.539
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE)	0	0	3.045	3.045
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	16.712	29.333	27.157	-2.176
Emissões OTRV	0	1.000	0	-1.000
Outras emissões de dívida MLP	0	0	16	16
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	1.323	3.242	-530	-3.772
Emissões líquidas CA/CTPM	149	149	711	562
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	1.485	-2.756	4.726	7.482
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	8.894	9.509	17.047	7.538
Saldo de contas-margem no final do ano	619	978	415	-563
Saldo total de depósitos no final do ano	9.513	10.486	17.462	6.975

Notas: (a) Os valores relativos à execução de 2020 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2020. (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

Devido à crise pandémica e em consonância com o Orçamento Suplementar, a estratégia de financiamento definida contemplava a emissão de três novos *benchmarks* (7, 10 e 15 anos, cf. anexos A2 e A4) e a reabertura de diferentes linhas de OT através de leilão, com o objetivo de fornecer liquidez ao longo da curva, antecipando um volume de emissões brutas de OT de EUR 29,3 mil milhões. Devido à redução das necessidades líquidas de financiamento (percecionada a partir do final do verão mediante os dados da execução orçamental) e à materialização de fontes de financiamento adicionais (desembolso de EUR 3 mil milhões por via de empréstimo ao abrigo do instrumento europeu SURE, cf. Caixa 2), o volume efetivo de emissões brutas de OT (excluindo trocas) fixou-se em EUR 27,2 mil milhões. Pelos mesmos motivos, o volume de emissões líquidas de BT foi reduzido face ao programado no OS 2020 em cerca de EUR 3,8 mil milhões e a emissão prevista de EUR 1.000 milhões em OTRV foi suprimida.

Apesar da elevada volatilidade sentida no mercado em 2020, em particular no primeiro semestre, a execução bem-sucedida do programa de financiamento assentou na emissão regular e previsível de títulos de dívida pública ao longo do ano, com ênfase no mercado do euro, de forma a providenciar liquidez às linhas de OT, reduzir a volatilidade na proximidade das janelas de emissão, aproveitar a

procura crescente dos investidores pela dívida pública portuguesa e facilitar a execução dos programas de compras de ativos do Eurosistema para Portugal (PSPP e PEPP). Durante o ano de 2020, a ação do BCE refletiu-se em compras líquidas de ativos de aproximadamente EUR 1,7 mil milhões por mês¹⁹. No total do ano, o montante de compras líquidas de dívida pública portuguesa por parte do BCE ascendeu a EUR 20,8 milhões, o que compara com EUR 4,3 mil milhões em 2019 (apenas no âmbito do PSPP). A procura por dívida pública portuguesa beneficiou ainda da promoção junto de intermediários financeiros e investidores internacionais: em 2020, o IGCP prosseguiu a disponibilização frequente de informação ao mercado, aos investidores finais e às agências de *rating*, e manteve o aconselhamento e contacto regular com os operadores especializados de mercado (OEVT e EBT). Tendo presente as restrições sociais à escala mundial no quadro da pandemia, a generalidade dos contactos ocorreu por via virtual, resultando de um esforço concertado da comunidade financeira na adaptação aos meios digitais e no indissociável reforço dos parâmetros de segurança subjacentes.

Em 2020, o financiamento bruto de médio e longo prazo em mercado ascendeu sensivelmente a EUR 28 mil milhões (valor nominal), tendo EUR 13 mil milhões (47%) sido emitidos através de operações sindicadas de OT, EUR 12 mil milhões (45%) através de leilões de OT e EUR 2,3 mil milhões (8%) através de operações de troca de OT. A título de referência, em 2019 as emissões de OT (em valor nominal) através de emissões sindicadas, de leilões regulares e de leilões de troca ascenderam a EUR 4 mil milhões (22%), EUR 10 mil milhões (54%) e EUR 4,3 mil milhões (24%), respetivamente.

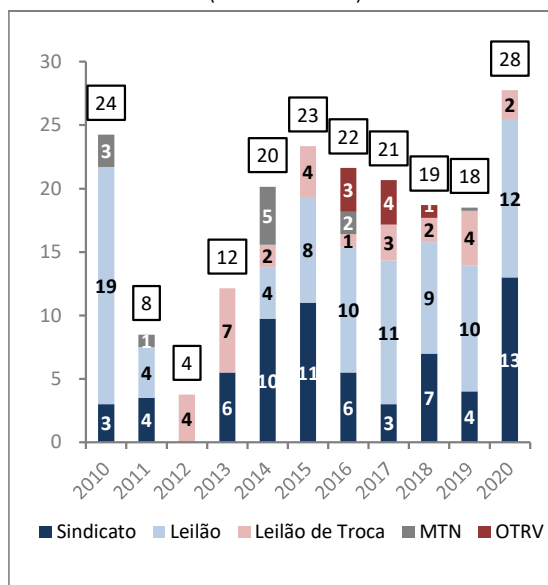
Em relação ao tipo de colocação, verificou-se um aumento do peso do financiamento realizado através de operações sindicadas, em contraponto com a redução do peso dos leilões regulares, uma vez que se realizou a abertura de três novos títulos em 2020 e apenas um em 2019. Contudo, o montante emitido em leilões no ano de 2020 foi superior ao de 2019. Apesar das condicionantes verificadas em 2020, o IGCP manteve um padrão regular de emissão, apontando para a realização de uma emissão por mês, mas com a necessidade de utilizar simultaneamente a segunda janela de leilão, como foi o caso, nos meses de abril e julho. A segunda janela de leilão foi também utilizada em agosto, tradicionalmente um mês em que não se efetua emissões de OT, embora neste caso com ausência de recurso à primeira janela.

Como habitualmente, o primeiro semestre teve um peso superior na angariação do financiamento anual, correspondendo a 62% do total emitido contabilizando as ofertas de troca de OT (64% sem contabilização das ofertas de troca), devido principalmente ao lançamento de dois novos títulos a 10 e 7 anos em janeiro e abril, respetivamente, através de sindicato. O terceiro trimestre também contribuiu significativamente para o montante emitido, correspondendo a 30% do total, devido essencialmente ao lançamento de um novo título a 15 anos em julho. No quarto trimestre, o montante emitido foi apenas de EUR 2 mil milhões, incluindo o montante emitido através de uma oferta de troca em dezembro.

¹⁹ Uma vez que a desagregação dos dados relativos às compras líquidas do PEPP apenas ocorre para um período de dois meses, admite-se no presente relatório que as compras de títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo do PEPP em dezembro de 2020 corresponde a 50% das compras no período composto por dezembro de 2020 e janeiro de 2021.

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

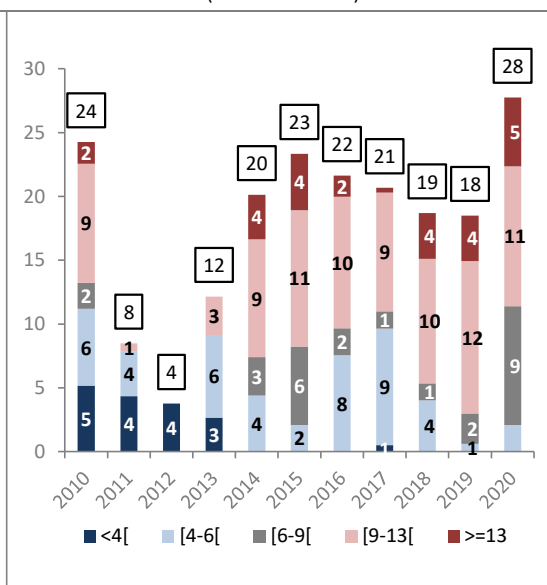
(EUR mil milhões)



Fonte: IGCP

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

(EUR mil milhões)

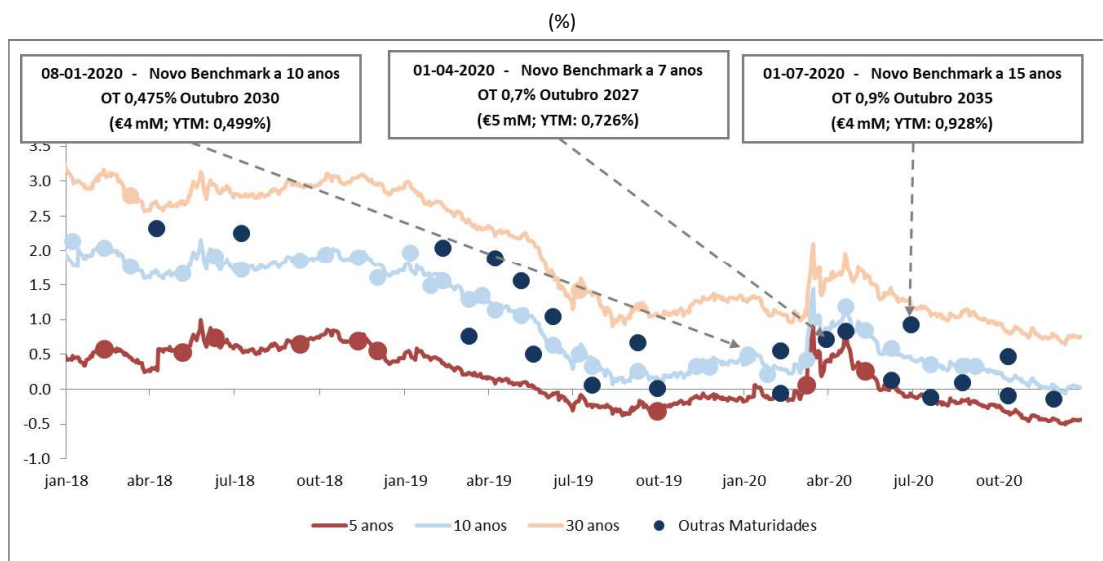


Fonte: IGCP

As ações do BCE, através dos programas de compras de ativos PSPP e PEPP, tiveram um impacto positivo no mercado de OT e BT ao contribuir para eliminar a volatilidade e melhorar os níveis de liquidez. Após um pico de incerteza mediante o agravamento da situação sanitária na Europa no final do inverno, os investidores voltaram a estar interessados no mercado europeu de dívida, e em particular nas OT. Assim, em 2020 registou-se um aumento do peso de investidores *real money*, nomeadamente seguradoras, fundos de pensões, bancos centrais (excluindo o BCE) e outras entidades públicas, destacando-se igualmente os investidores de Itália, Espanha, Alemanha, Benelux e Ásia. O interesse destes investidores situou-se tipicamente na parte mais longa da curva, criando oportunidades de emissão nestes prazos. A restante procura continuou a concentrar-se nos prazos mais líquidos: em particular nos 7 e 10 anos.

O aumento da procura nos 7 anos em 2020 deveu-se à volatilidade sentida entre o final de março e início de junho, com este prazo a registar taxas de juro positivas durante este período. Na segunda parte do ano, com condições financeiras significativamente mais favoráveis, a maioria dos investidores retomou estratégias de extensão da maturidade das suas carteiras, em particular no final do ano de 2020. Assim, como tradicionalmente, a República alinhou a execução do programa de financiamento com as preferências percecionadas dos investidores, conciliando a otimização de custo *versus* risco com as recomendações dos OEVT. As emissões com mais de 9 anos representaram 59% do total emitido (EUR 16 mil milhões), que compara com uma parcela de 84% em 2019. Em contraste, na parte média da curva (entre 6 e 9 anos) emitiu-se 34% do total, que compara com 13% nas emissões de 2019.

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 em 2020 foi de 10 anos, inferior ao registado em 2019 (10,7 anos). Com desta diminuição, a maturidade média do *stock* da dívida desceu ligeiramente, para 7,4 anos em dezembro de 2020 (incluindo empréstimos oficiais).

No que respeita à estratégia de emissão de BT, manteve-se em 2020 a política de emissões iniciada em 2015, ou seja, concentrar as emissões em seis linhas e abrir apenas uma nova linha a cada dois meses, o que permite um acréscimo de saldo vivo por linha. Devido ao crescimento das reservas de liquidez do Tesouro no último trimestre do ano, suprimiu-se os leilões de outubro e novembro, o que levou o programa de BT a ter apenas cinco linhas a transitar para 2021 (à semelhança de 2019).

As taxas de emissão de BT tiveram uma trajetória semelhante às das OT, com elevada volatilidade entre março e abril, e uma trajetória descendente até ao final do ano. O custo médio de emissão anual de BT correspondeu a -0,38% em 2020, que contrasta com -0,41% em 2019.

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 2020, prosseguiu-se a estratégia de alisamento do perfil de amortizações, com ênfase nos anos de 2021 e 2022, contribuindo para a redução do risco de refinanciamento. Ao longo do ano realizaram-se recompras de dívida, através de leilões de troca, num montante que ascendeu a cerca EUR 2,3 mil milhões (cf. Quadro 16).

2.2. Mercado Secundário

O ano de 2020 ficou marcado pela propagação global do vírus SARS-CoV-2, afetando o normal funcionamento da economia mundial, com a maioria dos indicadores macroeconómicos com tendência negativa. Verificou-se um aumento da volatilidade em todos os mercados, perspetivando-se uma crise económica sem precedentes. Porém, em contraste com recessões anteriores, a resposta de política foi célere, robusta e concertada entre os vários decisores, em particular nas economias avançadas que

dispõem de maior poder de atuação. Conforme descrito na secção 1.3, os estímulos por via da política monetária foram significativos, destacando-se o seu reforço ao longo do ano em resultado da avaliação da evolução da situação.

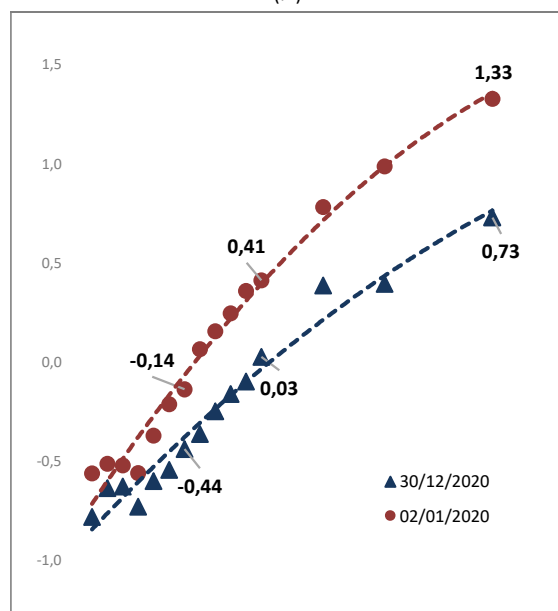
O final de março foi o período de maior volatilidade, conforme observado no comportamento do VIX (medidor de volatilidade do S&P 500), que atingiu nesse momento o nível mais elevado desde a crise financeira de 2008. Em meados de abril, o contrato de petróleo de maio (WTI) fechou a USD -37 por barril. As taxas de juro europeias refletiram a volatilidade sentida no mercado com as taxas a subirem em março e a manterem-se elevadas até ao início de junho, quando o BCE anunciou o primeiro reforço do envelope do PEPP (de EUR 750 mil milhões para EUR 1.350 mil milhões).

As taxas de juro da dívida portuguesa em mercado secundário registaram uma subida significativa em meados de março, com a taxa de juro a 10 anos a atingir 1,5%, quando tinha registado 0,27% no final de janeiro. Durante os meses de março e abril – no período de maior incerteza – as taxas de juro portuguesas mantiveram-se elevadas e os *bid-offer spreads* alargaram abruptamente. Após esse período, as taxas de juro desceram gradualmente até atingirem os níveis pré-pandemia no final de setembro, com a redução dos *bid-offer spreads* a acompanharem este movimento. O último trimestre foi bastante favorável para as taxas de juro portuguesas, tendo sido alcançado um mínimo histórico de -0,05% em meados de dezembro na maturidade a 10 anos.

Considerando a totalidade do ano, a taxa de juro da dívida pública portuguesa no prazo de referência a 10 anos desceu de 0,43% no final de 2019 para 0,03% no final de 2020, apesar da volatilidade verificada. A tendência foi comum aos restantes pontos da curva, mas foi 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

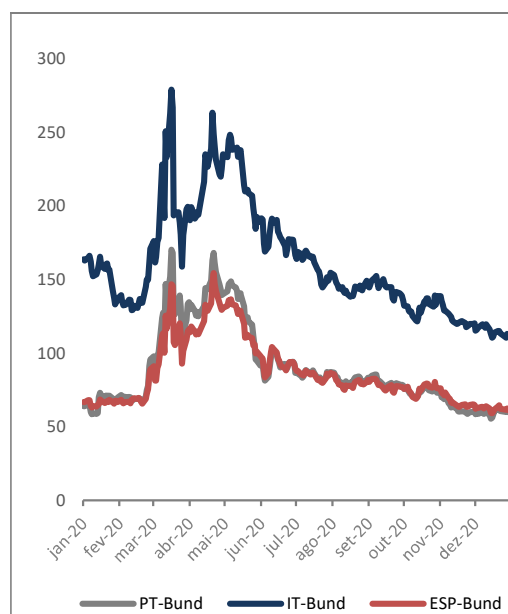
Em termos relativos, o diferencial de custo da dívida pública portuguesa face à Alemanha atingiu um máximo dos últimos dois anos durante o período de maior incerteza, mas manteve-se sempre em linha com os comparáveis na Área do Euro. Após esse período, o diferencial teve um comportamento

semelhante às taxas de juro, com uma descida gradual que permitiu regressar a níveis muito próximos dos mínimos verificados em 2019.

O diferencial face à Alemanha, no prazo de referência a 10 anos, terminou 2020 (+60 p.b.) num nível ligeiramente abaixo ao verificado no final de 2019 (+62 p.b.). O diferencial face à Itália para a mesma maturidade estreitou 46 p.b., fixando-se em -52 p.b. no final de 2020 (ou seja, a diferença entre os dois soberanos diminuiu ao longo do ano, mas em dezembro a taxa portuguesa a 10 anos persistia num nível consideravelmente inferior à italiana). Em relação a Espanha, o diferencial manteve-se praticamente inalterado entre o final de 2019 (-3 p.b.) e o final de 2020 (-2 p.b.) – um comportamento notório num ano de volatilidade acrescida, e em marcado contraste com a evolução ocorrida na crise anterior.

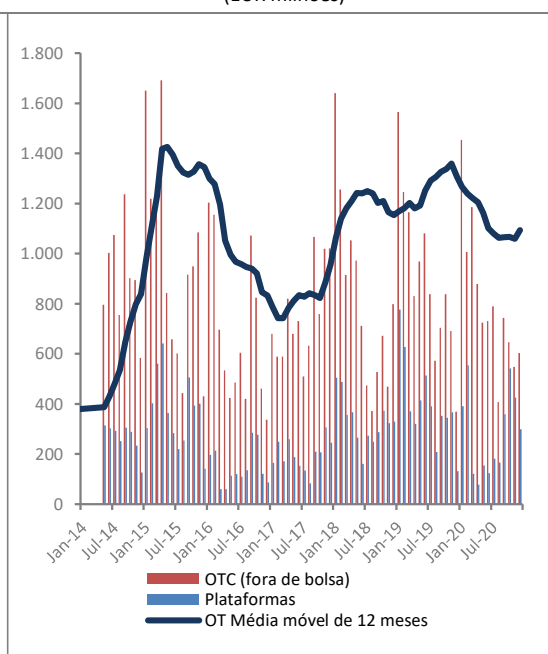
Por sua vez, verificou-se uma diminuição dos volumes médios diários transacionados de OT entre plataformas e mercado *over-the-counter*, revertendo a tendência de melhoria de liquidez no mercado secundário que se vinha a registar até ao início do ano. Esta diminuição deveu-se essencialmente à crise provocada pela pandemia. Em 2020, os volumes médios diários atingiram o nível de EUR 1.093 milhões, o que contrasta com EUR 1.307 milhões registados em 2019. O mês de janeiro, que por norma é o mês de maior volume, apresentou um volume médio diário de EUR 1.846 milhões (compara com EUR 2.341 milhões em janeiro de 2019).

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 2020 uma quota de mercado de 48%. Este registo representa uma inversão da tendência descendente verificada nos anos anteriores, com uma subida ligeira face a 2019 (46%). Contudo, o valor de 2020 permaneceu bastante inferior ao verificado em 2012 (quando a concentração atingiu 73%) e manteve-se abaixo dos níveis pré-crise da dívida soberana (em torno dos 50%).

No que diz respeito às transações de BT em mercado secundário, as transações médias diárias também diminuíram, de EUR 353 milhões em 2019, para EUR 276 milhões em 2020. Analisando as transações nas plataformas, o volume médio diário diminuiu de EUR 216 milhões em 2019, para EUR 166 milhões em 2020.

3. Ativos e Passivos do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos

Em 31 de dezembro de 2020, o saldo da dívida direta do Estado²⁰, avaliado ao câmbio de final de período, cifrou-se em EUR 268,3 mil milhões (cf. Quadro 21), o que representa um aumento de EUR 17,3 mil milhões face ao verificado em 2019 (6,9%). A variação anual decorre essencialmente do aumento do saldo de OT (contributo de 6,9 p.p.) e do empréstimo ao abrigo do instrumento europeu SURE (1,2 p.p.) (cf. Caixa 2), parcialmente compensados pelo decréscimo no saldo de CEDIC (-1,1 p.p.).

Em 2020, e à semelhança do observado desde 2015, a principal fonte de financiamento líquido da República foi a emissão de dívida de médio e longo prazo. As emissões brutas de OT, avaliadas ao valor de encaixe, fixaram-se em EUR 29,9 mil milhões, traduzindo-se numa emissão líquida positiva de EUR 19,4 mil milhões e resultando num aumento do peso relativo das OT no *stock* de dívida (valor nominal), de 52,1% em 2019 para 55,3% no final de 2020. Incorporando na análise o saldo de OTRV e de MTN em euros, o peso relativo da dívida transacionável de médio e longo prazo emitida em euros fixou-se em 59,1% (que compara com 56,2% em 2019).

O peso dos instrumentos de retalho (CA e CT) registou um decréscimo ligeiro, ao passar de 11,6% para 11,1%, refletindo essencialmente o comportamento de outros instrumentos de dívida, que aumentaram em valor absoluto, diminuindo assim o peso dos instrumentos de retalho.

No que respeita à dívida de curto prazo (em euros), observou-se uma diminuição de cerca de EUR 3,4 mil milhões em 2020, explicado sobretudo pela evolução de CEDIC (cujas amortizações superaram as emissões em EUR 2,7 mil milhões). No mesmo sentido, verificou-se uma redução no *stock* de BT (de aproximadamente EUR 0,5 mil milhões) e nas contas-margem recebidas no âmbito de operações de derivados para cobertura de risco de taxa de juro e cambial (cerca de EUR 0,2 mil milhões). O peso relativo dos instrumentos de dívida de curto prazo diminuiu 1,9 p.p., para 7,0% no final de 2020.

O peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo empréstimos oficiais) diminuiu ligeiramente em 2020 (passando de 1,7% para 1,5% do total).

Por seu turno, os empréstimos do PAEF registaram nova diminuição no peso relativo no *stock* da dívida, de 19,8% em 2019 para 18,5% no final de 2020. A evolução deriva do aumento de outros instrumentos de dívida, que tornaram o peso do PAEF inferior. Ainda assim, com o primeiro desembolso do empréstimo ao abrigo do instrumento SURE em 2020 (EUR 3 mil milhões), o peso global dos

²⁰ 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 5) 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.