

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 Estado<sup>20</sup>, 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

---

<sup>20</sup> 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.

empréstimos oficiais no *stock* de dívida manteve-se sensivelmente inalterado, fixando-se em 19,6% (-0,2 p.p. face a 2019, quando o agregado incluía apenas os empréstimos do PAEF).

O efeito cambial favorável de cobertura de derivados (líquido) foi menor em 2020, totalizando EUR 0,3 mil milhões (contra EUR 0,6 mil milhões em 2019). Após cobertura de derivados, o saldo da dívida direta do Estado fixou-se em EUR 268,0 mil milhões, registando assim um acréscimo de EUR 17,6 mil milhões face a 2019.

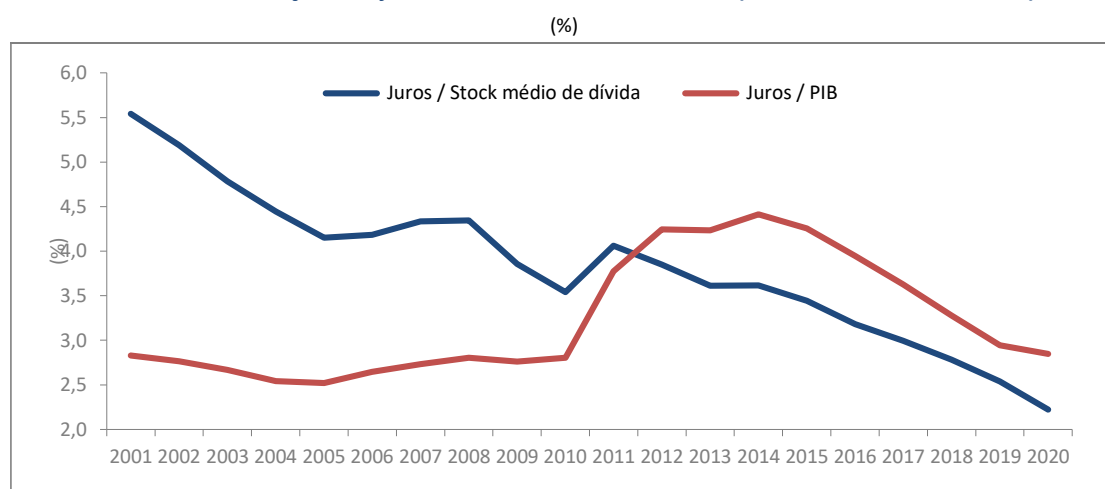
### Encargos correntes da dívida

Em 2020, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em EUR 6,9 mil milhões (em termos líquidos), denotando uma redução de EUR 243 milhões face ao ano precedente (cf. Quadro 22).

As OT continuaram a ser o instrumento com maior representatividade no total de juros da dívida, num montante de EUR 4.716 milhões em 2020. Este valor denota uma diminuição de EUR 142 milhões face ao ano anterior, para a qual contribuiu, essencialmente, a amortização da OT 4,75% junho 2019, mas também o efeito da redução do saldo vivo da OT 3,85% abril 2021 (em consequência das operações de recompra efetuadas). Os juros dos empréstimos oficiais (englobando PAEF e SURE) diminuíram em EUR 68 milhões em termos homólogos, refletindo, em particular, a redução da taxa de juro associada ao empréstimo do FEEF. Os juros dos CA e CT reduziram-se em cerca de EUR 65 milhões, atento o decréscimo na componente dos CTPM, que por sua vez decorre, essencialmente, do menor prémio associado ao crescimento do PIB. Os juros de BT prosseguiram uma evolução favorável, embora menos relevante que em anos anteriores, continuando o instrumento a beneficiar de taxas de juro de emissão negativas.

Em 2020, os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais fixaram-se em EUR 5,8 mil milhões, registando uma redução significativa pelo quinto ano consecutivo. A diminuição anual, que ascendeu a EUR 535 milhões, refletiu a evolução favorável e particularmente expressiva do efeito preço (redução da taxa de juro implícita), que mais do que compensou o aumento do saldo vivo da dívida (cf. Quadro 24). Com efeito, a taxa de juro implícita prossegue uma tendência de descida consistente, tendo atingido um novo mínimo histórico de 2,2% em 2020. O peso dos juros no PIB também registou uma evolução favorável, passando de 2,9% em 2019 para 2,8% em 2020.

**Gráfico 16 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais)**



Fonte: IGCP

## Caixa 2 | Empréstimo oficial ao abrigo do instrumento SURE

SURE é a designação do instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (correspondendo à sigla inglesa para *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). É um elemento crucial da estratégia da UE para mitigar as repercussões socioeconómicas da crise pandémica, atuando como segunda linha de defesa no combate ao risco de desemprego e perda de rendimento.

Em concreto, o SURE é um instrumento através do qual a União Europeia concede empréstimos aos Estados-Membros, para financiar medidas nacionais de apoio à manutenção dos contratos de trabalho e outra despesa relativa à saúde no trabalho, no âmbito da resposta à crise da COVID-19. Os fundos emprestados aos Estados-Membros são angariados em mercado pela Comissão Europeia (em nome da União Europeia) para efeitos deste instrumento específico, que beneficia de um sistema de garantias voluntárias dos Estados-Membros. Tal permite que os empréstimos ao abrigo do SURE sejam concedidos em condições favoráveis, contribuindo diretamente para cobrir os custos de programas nacionais dirigidos à preservação do emprego. O programa SURE tem um montante máximo de EUR 100 mil milhões à escala europeia e estão aprovadas verbas para 18 países no valor de EUR 90,6 mil milhões<sup>21</sup>. Em 2020, a União Europeia emitiu obrigações de dívida num total de EUR 39,5 mil milhões ao abrigo deste programa.

Portugal é um dos beneficiários do SURE, podendo receber um financiamento global máximo de EUR 5,9 mil milhões. A primeira tranche do empréstimo à República Portuguesa foi desembolsada em dezembro de 2020, num montante de 3 mil milhões de euros, com uma maturidade de 15 anos. Este montante fora previamente angariado pela Comissão Europeia, na terceira emissão de dívida em mercado ao abrigo do SURE, correspondente a uma emissão *single-tranche* a 15 anos (conforme detalhado no Quadro 3). A emissão teve uma procura superior a EUR 114 mil milhões e o montante emitido foi de EUR 8,5 mil milhões. O *spread* foi fixado em *Mid Swap* (MS) menos 5 pontos base (p.b.) e uma *reoffer yield* de -0,102%.

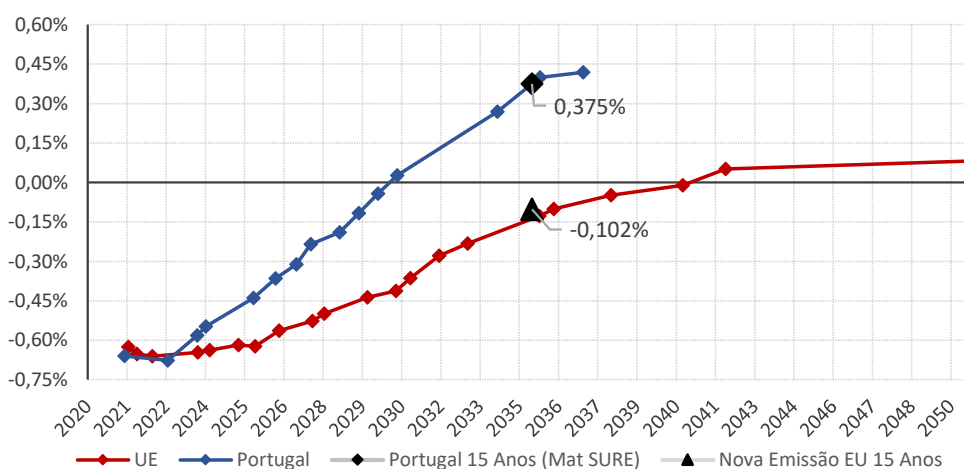
**Quadro 3 – Detalhes da emissão UE JUL 2035**

Detalhes da transação	
<b>Emitente</b>	União Europeia
<b>Maturidade</b>	04/07/2035
<b>Prazo</b>	15 anos
<b>Montante Emitido (EUR mM)</b>	8.5
<b>Procura (EUR mM)</b>	114
<b>Cupão</b>	0
<b>Spread</b>	MS-5 pb
<b>Re-offer Yield</b>	-0.102%
<b>Re-offer Price</b>	101.50%
<b>New Issue Premium</b>	1-4 pb
<b>Indicação Inicial</b>	MS-2 pb
<b>Spread para Alemanha</b>	26.9 pb

<sup>21</sup> Informação à data de referência do presente relatório (31 de março de 2021).

O custo base do empréstimo (estimado pela *re-offer yield* da transação) foi de -0,102%, ao qual acrescem custos de transação e os custos operacionais. Se Portugal decidisse emitir no mesmo dia uma obrigação com a mesma maturidade, a *re-offer yield* estimada seria de 0,375%, o que representa um diferencial de +48 p.b. face à emissão da UE. Assumindo, como hipótese simplificadora, que este diferencial entre as curvas de rendimento de Portugal e da UE é indicativo da diferença de custo entre o financiamento que Portugal executaria em mercado e o desembolso de EUR 3 mil milhões que obteve por via deste empréstimo, pode estimar-se poupanças na ordem de EUR 14 a 15 milhões por ano (ou entre EUR 204 e 219 milhões no total da vida do empréstimo).

Gráfico 17 – Curva de rendimentos (PT e UE)



### 3.2. Tesouraria do Estado

#### Disponibilidades da Tesouraria do Estado

A repartição das disponibilidades da tesouraria do Estado, no biénio de 2019-2020, é a apresentada no Quadro 4.

Quadro 4 – Contas de Disponibilidades

(EUR milhões)	dez/19	dez/20
Contas no BdP	6.695	17.162
Apli. Financeiras nas IC	750	300
Contas em Divisas	8	1
Outras Contas Bancárias	1	1
Contas RCE (Bancos, CTT, SIBS, IRN e Caixas do Tesouro)	269	439
Depósitos Externos nas IC	20	8
Cheques a Cobrar	1	1
<b>TOTAL</b>	<b>7.744</b>	<b>17.912</b>

Fonte: IGCP

Pela análise do quadro *supra*, constata-se que as disponibilidades da tesouraria do Estado, no final de 2020, apresentaram um aumento de cerca de EUR 10 mil milhões, face ao ano transato, sendo que 96% das mesmas se encontravam depositadas em contas no Banco de Portugal (BdP).

No final do ano de 2020, a posição de tesouraria do Estado equivalia a 17,0 mil milhões de euros, que compara com um valor de 6,8 mil milhões de euros no final do ano anterior<sup>22</sup>. A posição em dezembro de 2020 superou as projeções, na medida em que a execução orçamental se revelou mais favorável que as estimativas iniciais (sobretudo a partir do verão, com a recuperação da atividade económica) e o esforço de centralização da tesouraria do Estado continuou a registar progressos. Por essa razão, e conforme descrito na secção 2.1, também o financiamento realizado no último trimestre de 2020 foi reduzido face ao programa definido. De qualquer modo, devido à maturidade da OT em abril de 2021 (em contraste com os anos mais recentes em que o vencimento ocorria em junho), o pré-financiamento deste reembolso implicaria que, tudo o resto constante, o excedente de tesouraria do Estado no final do ano de 2020 seria mais elevado que em anos anteriores. Acresce que as necessidades líquidas de financiamento em 2021 se mantêm exigentes no contexto da pandemia COVID-19 e que os vencimentos de dívida de médio e longo prazo em 2021 são também superiores aos montantes de 2019 e 2020. Com efeito, a posição de tesouraria do Estado deve ser avaliada em comparação com as necessidades de financiamento previstas para os 12 meses seguintes (medidas em termos brutos, ou seja, considerando as necessidades subjacentes ao Orçamento e também o pagamento da dívida que vence nesse período).

#### **Unidade da Tesouraria do Estado**

O regime da tesouraria do Estado (RTE), estabelecido pelo Decreto-Lei nº 191/99, de 5 de junho e reforçado anualmente, pela Lei do Orçamento do Estado (LOE), veio definir o princípio de unidade da tesouraria do Estado (UTE), segundo o qual toda a movimentação de fundos públicos deve ser centralizada em contas bancárias no IGCP. A UTE é, pois, um instrumento fundamental para a otimização da gestão da liquidez e do financiamento do Estado.

A distribuição dos fundos dos serviços e entidades públicas, centralizados na tesouraria do Estado, pode ser observada no Quadro 2, tendo como referência o universo dos serviços e entidades públicas que utilizam o *Internet Banking*, a aplicação que funciona como o suporte informático privilegiado para o adequado cumprimento da UTE.

---

<sup>22</sup> Entende-se por posição de tesouraria o saldo de depósitos no BdP e nas IC, excluindo contas-margem (cf. Quadro 12).

**Quadro 5 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas**

Tipo Cliente	Disponibilidades (EUR milhões)							
	Dep. Ordem		CEDIC		CEDIM		TOTAL	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
ONSUTE	2.829	6.298	4.477	2.995	0	0	7.306	9.293
SEE	1.098	2.149	1.099	887	45	25	2.241	3.061
SFA	4.599	6.548	4.145	3.163	909	909	9.653	10.620
SI	1.236	1.784	0	0	0	0	1.236	1.784
<b>TOTAL</b>	<b>9.762</b>	<b>16.779</b>	<b>9.720</b>	<b>7.046</b>	<b>953</b>	<b>934</b>	<b>20.436</b>	<b>24.759</b>

Nota: ONSUTE - Organismos Não Sujeitos à Unidade da Tesouraria do Estado; SEE - Setor Empresarial do Estado; SFA - Serviços e Fundos Autónomos; SI - Serviços Integrados.

Fonte: IGCP

Considerando o valor das disponibilidades dos serviços e entidades públicas na tesouraria do Estado, verificou-se um acréscimo de EUR 4.323 milhões, entre 2019 e 2020. Esta variação resulta essencialmente, do acréscimo de cerca de 72% dos valores à ordem.

Nas aplicações financeiras, as subscrições em CEDIC voltam a apresentar em 2020 valores similares aos atingidos em 2018, na medida em que sofreram um decréscimo de 28%, de 2019 para 2020. Por sua vez, as subscrições em CEDIM sofreram um ligeiro decréscimo em 2020 (2%).

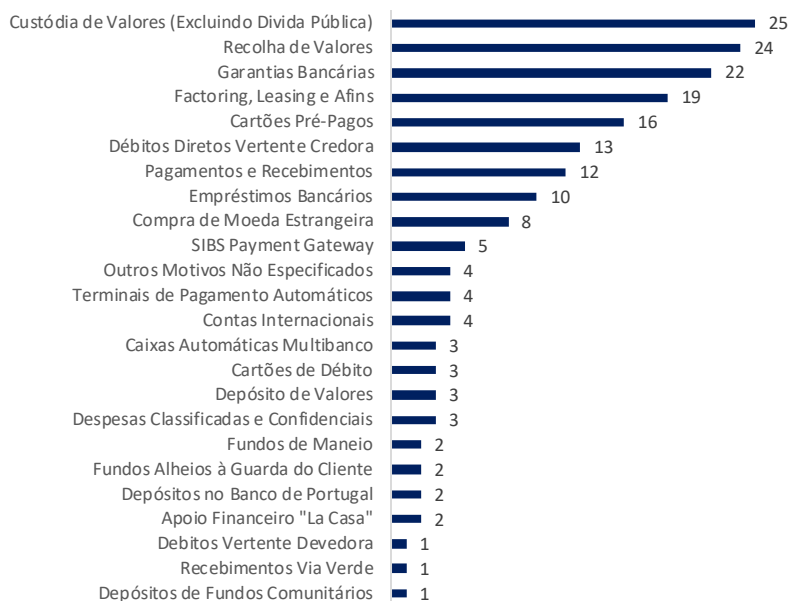
#### **Dispensa do Cumprimento da Unidade da Tesouraria do Estado**

Nos termos do nº 5, do artigo 160º, da Lei nº 2/2020, 31 de março, os serviços e entidades públicas podem ser dispensados do cumprimento da unidade da tesouraria do Estado (UTE). Cumulativamente, pelo nº 5, do artigo 115º, do DL nº 84/2019, de 28 de julho, pode o IGCP, em situações excecionais devidamente fundamentadas, autorizar a dispensa do cumprimento desse princípio, pelo prazo máximo de dois anos.

Para o período 2020-2021, foram apresentados ao IGCP 102 pedidos de isenção do cumprimento da UTE, 59% dos quais foram formulados por entidades do setor empresarial do Estado. É ainda de realçar que, dos pedidos apresentados para apreciação, 26% respeitaram a serviços do Ministério da Saúde, 17% do Ministério do Ambiente e Ação Climática e 16% do Ministério das Finanças.

O Gráfico 18 ilustra os motivos apresentados pelos serviços e entidades públicas, para sustentar os pedidos de dispensa solicitados. Destaque-se os três motivos mais frequentemente invocados: Custódia de Títulos, Recolha de Valores e Garantias Bancárias.

**Gráfico 18 – Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE**

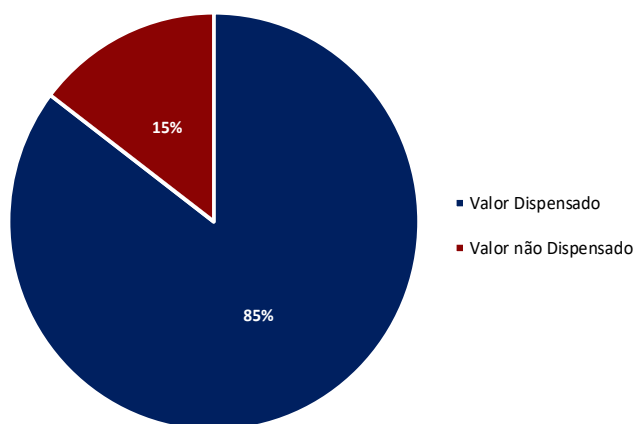


Fonte: IGCP.

Em face dos montantes apresentados nos pedidos de isenção e de acordo com a interpretação que foi possível fazer dos mesmos, estima-se que foram dispensados da UTE, valores que rondam os EUR 459 milhões. Deste valor, 71% respeitam a depósitos no BdP dos Fundos por ele geridos e 17% a serviços bancários que o IGCP não pode disponibilizar, por não ter enquadramento legal para o efeito, como, os empréstimos e garantias bancárias e as operações de *leasing*, *factoring* e afins.

Considerando o referido na parágrafo anterior e o facto de o IGCP não dispor de meios para validar a informação prestada pelos serviços e entidades públicas, estima-se que não obtiveram parecer favorável, ao pedido de isenção apresentado, cerca de EUR 79 milhões.

**Gráfico 19 – Valor Dispensado vs. Valor Não Dispensado da UTE**



Fonte: IGCP