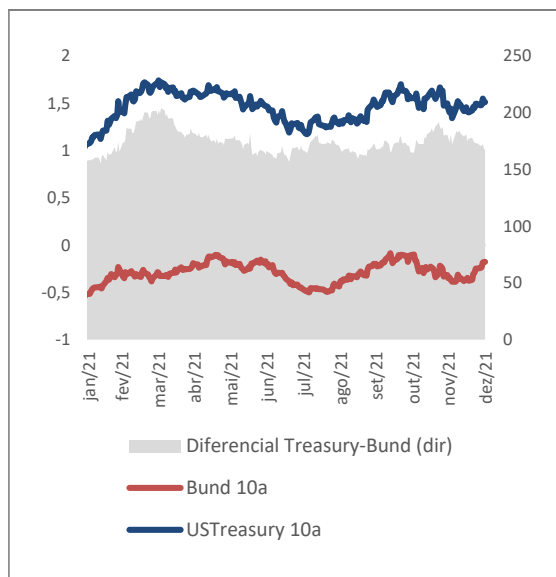


Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo

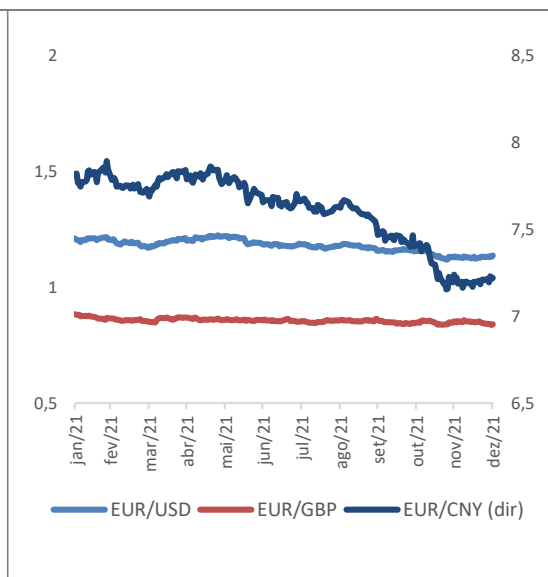
(%, esq) (p.b., dir)



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 2021, as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a EUR 13,8 mil milhões, o que representa uma diminuição de EUR 3,1 mil milhões comparativamente a 2020. Esta diminuição é explicada maioritariamente pelo impacto da pandemia provocado pelo COVID-19 e pela necessidade de ajustar o Orçamento do Estado de 2020 (OE 2020) por via de um Orçamento do Estado Suplementar (OS2020).

Comparando com a previsão inicial, as necessidades brutas de financiamento foram superiores em EUR 1,3 mil milhões, explicadas pela realização de 2 leilões de recompra da OT em dólares, no valor de aproximadamente EUR 1,5 mil milhões (registado em outras amortizações de dívida MLP) – ver caixa 1. Por outro lado, as necessidades líquidas de financiamento foram inferiores em cerca de EUR 227 milhões, devido essencialmente a uma melhor execução orçamental, que resultou num défice abaixo do estimado inicialmente. O aumento das necessidades brutas de financiamento foi financiado pelo uso dos depósitos, reduzindo o saldo total de depósitos no final do ano face ao esperado, de EUR 10,8 mil milhões para EUR 9,3 mil milhões.

A estratégia de financiamento definida para 2021 contemplava a emissão de 2 novos *benchmarks* (10 e 30 anos, ver anexos A2 e A4) e a reabertura de diferentes linhas de OT através de leilão, com o objetivo de providenciar liquidez ao longo da curva, antecipando um volume de emissões brutas de OT de aproximadamente EUR 15 mil milhões (excluindo trocas). Contudo, devido a ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado, no valor de EUR 3,8 mil milhões, a um aumento acima do estimado inicialmente do montante de financiamento proveniente dos empréstimos oficiais, no valor de EUR 0,7 mil milhões, e ao aumento das emissões líquidas de CA/CTPC, no valor de cerca de EUR 0,5 mil milhões, existiu a necessidade de diminuir: (i) o programa de BT em cerca de EUR 4,8 mil milhões, suprimindo os leilões de agosto, setembro, outubro e novembro e reduzindo o montante do leilão de julho (onde apenas foi emitida uma linha em vez das duas como estava inicialmente programado), e (ii) o programa de OT em EUR 0,4 mil milhões.

Os empréstimos oficiais ao abrigo dos programas SURE e PRR, contribuíram com EUR 2,4 mil milhões e EUR 0,4 mil milhões, respetivamente, para as fontes de financiamento do Estado em 2021.

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2021

(EUR milhões)	Prog Fin OE2021	Execução ^(P)	Diferença
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	25,585	26,904	1,319
Necessidades líquidas de financiamento	14,000	13,773	-227
Défice orçamental do Estado	10,000	9,471	-529
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	4,000	4,301	301
Operações pontuais	0	0	0
Amortizações de dívida MLP	11,585	13,131	1,546
Amortizações OT (excl operação de troca)	8,035	8,035	0
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	0	0	0
Outras amortizações de dívida MLP	3,550	5,096	1,546
FONTES DE FINANCIAMENTO	25,585	26,904	1,319
Utilização de depósitos (excl contas margem)	6,658	8,281	1,623
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	2,934	3,593	659
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	15,000	14,559	-441
Emissões OTRV	0	0	0
Outras emissões de dívida MLP	0	0	0
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	0	-4,760	-4,760
Emissões líquidas CA/CTPC	-11	536	547
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	1,004	4,695	3,691
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	10,389	8,766	-1,623
Saldo de contas-margem no final do ano	415	540	125
Saldo total de depósitos no final do ano	10,804	9,306	-1,498

Nota: 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

O 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, e facilitar a execução dos programas de compras de ativos do Eurosistema para Portugal (PSPP e PEPP). Durante o ano de 2021, a ação do BCE refletiu-se em compras líquidas de ativos de aproximadamente EUR 1,9 mil milhões por mês⁹. No total do ano, o montante de compras líquidas de dívida pública portuguesa por parte do BCE ascendeu a cerca de

⁹ 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 2021 corresponde a 50% das compras no período composto por dezembro de 2021 e janeiro de 2022.

EUR 22,6 milhões, o que compara com EUR 20,7 mil milhões em 2020. Estes programas de compras de ativos por parte do BCE continuaram a ter um impacto positivo, principalmente no mercado de OT, contribuindo para diminuir a volatilidade e manter o dinamismo vindo do final de 2020 num mercado que tinha afetado pela crise pandémica.

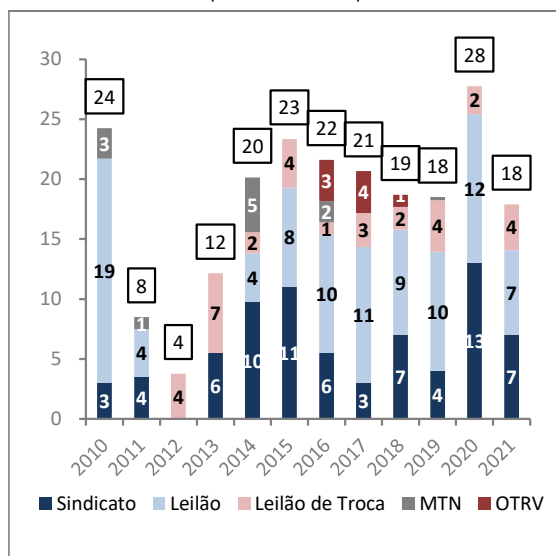
As condições de acesso ao mercado foram genericamente favoráveis durante todo ano, em particular quando comparado com 2020. A procura por dívida pública portuguesa beneficiou ainda de ações de promoção por parte da Agência junto de intermediários financeiros e investidores internacionais. Em 2021, o IGCP prosseguiu a disponibilização frequente de informação ao mercado, aos investidores finais, às agências de *rating*, e manteve o 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 2021, o financiamento bruto de médio e longo prazo em mercado ascendeu sensivelmente a EUR 18 mil milhões (valor nominal), tendo EUR 7 mil milhões (39%) sido emitidos através de operações sindicadas de OT, EUR 7 mil milhões (39%) através de leilões de OT e EUR 4 mil milhões (22%) através de operações de troca de OT. A título de referência, em 2020 as emissões de OT (em valor nominal) através de emissões sindicadas, de leilões regulares e de leilões de troca ascenderam a EUR 13 mil milhões (47%), EUR 12 mil milhões (45%) e EUR 2 mil milhões (8%), respetivamente.

Devido a uma melhor execução orçamental que o antecipado no Orçamento de Estado, foram suprimidos os leilões de setembro e outubro e substituídos por leilões de troca de forma a manter um padrão regular de emissão, apontando para a realização de uma emissão por mês. Observou-se, assim, uma diminuição do peso do financiamento realizado através de operações sindicadas e leilões regulares, em contraponto com um aumento do peso dos leilões de troca, uma vez que se realizaram 4 leilões de troca em 2021 e apenas 2 em 2020.

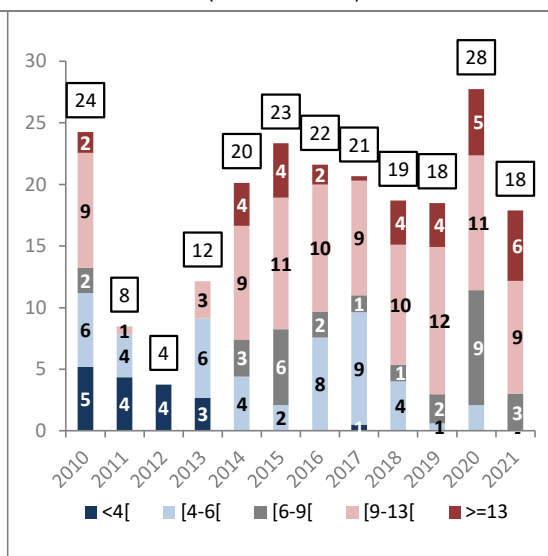
Como habitualmente, o primeiro semestre teve um peso superior na angariação do financiamento anual, correspondendo a 73% do total emitido contabilizando as ofertas de troca de OT (ou 85% excluindo ofertas de troca), devido principalmente ao lançamento de dois novos títulos a 30 e 10 anos em fevereiro e abril, respetivamente, através de sindicato bancário. No terceiro trimestre, o montante emitido foi de EUR 3 mil milhões, incluindo duas ofertas de troca em agosto e setembro. No quarto trimestre, o montante emitido atingiu apenas EUR 2 mil milhões, incluindo uma oferta de troca em outubro.

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)

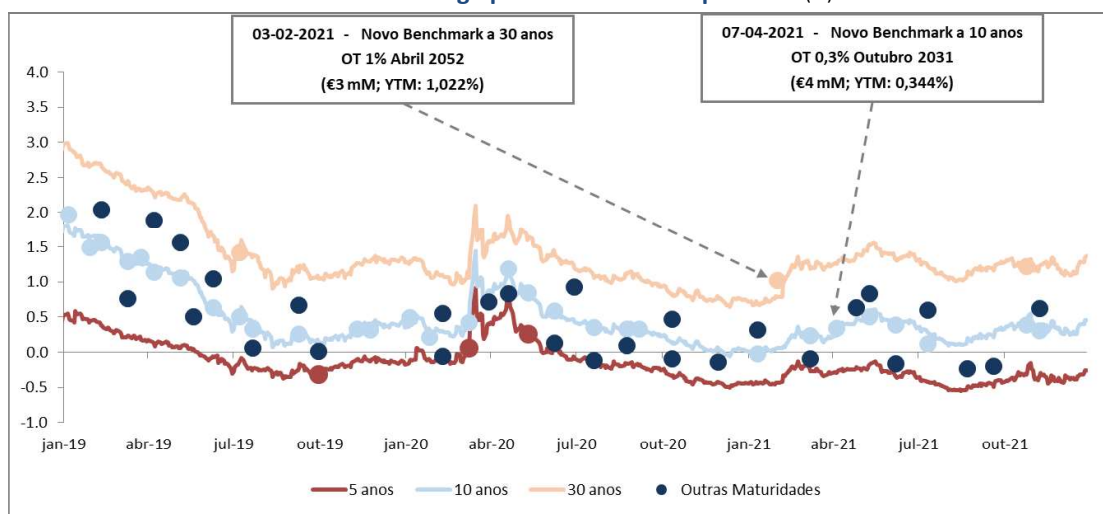


Fonte: IGCP

Em 2021, o interesse de investidores *real money*, nomeadamente seguradoras, fundos de pensões, bancos centrais (excluindo o BCE e o Banco de Portugal) e outras entidades públicas manteve-se inalterado face a 2020. Geograficamente, destacam-se igualmente os investidores de Itália e Espanha. O interesse destes investidores situou-se tipicamente na parte mais longa da curva, criando condições para a abertura de uma nova linha a 30 anos, em fevereiro, oportunidade que não era explorada desde 2015. A restante procura continuou a concentrar-se nos prazos mais líquidos, em particular nos 10 anos.

As emissões com mais de 9 anos representaram 83% do total emitido, que compara com uma parcela de 59% em 2020. Em contraste, na parte média da curva (entre os 6 e os 9 anos) emituiu-se 17% do total, que compara com 34% nas emissões de 2020.

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



A maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2021 situou-se em 14,2 anos, superior ao registado em 2020 (10,0 anos). Com este aumento, a maturidade média do *stock* da dívida subiu ligeiramente, para 7,7 anos em dezembro de 2021 (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 2021, prosseguiu-se a estratégia de alisamento do perfil de amortizações, com foco nos anos de 2022, 2023 e 2024, contribuindo para a redução do risco de refinanciamento. Ao longo do ano realizaram-se recompras de dívida, através de leilões de troca de OT, leilões de recompra do título em dólares (PORTUG 5,125% out/2024), e executadas operações bilaterais quando considerado adequado face às condições e procura de mercado, num montante total que ascendeu a cerca EUR 4,1 mil milhões de OT (valor nominal) e cerca de USD 1,4 mil milhões (valor nominal).

Caixa 1 | Operações de recompra pública de obrigações emitidas em USD

Em 2021, foram efetuadas duas operações públicas de recompra das obrigações emitidas em USD pela República Portuguesa em 2014 (“PORTUG 5,125% out/2024”), com um montante nominal de USD 4,5 mil milhões, com o objetivo de reduzir o risco de refinanciamento e de permitir uma aplicação eficiente de excedentes de tesouraria.

A recompra da PORTUG 5.125% out/2024 aumenta a vida média da carteira de dívida e tem impacto na redução das amortizações no ano de 2024. Entre 2023 e 2025 o perfil de amortizações é particularmente exigente, em especial entre outubro de 2023 e outubro de 2024, quando a OT 4,95 out/2023, a OT 5,65 fev/2024 e a PORTUG 5,125% out/2024, amortizam.

A recompra foi realizada através de leilão invertido competitivo, num processo idêntico às recompras de OT. Esta opção permitiu que a dinâmica de preço fosse competitiva e poupar os custos de comissões que seriam aplicáveis em caso de uma transação sindicada.

O facto de a PORTUG 5,125% out/2024 não ser elegível para os programas de compras de ativos do BCE, em conjunto com a sua menor liquidez, tem contribuído para a existência de um diferencial de *spreads* entre estes títulos e as OT de maturidades próximas. Este diferencial atribui uma vantagem financeira à recompra da PORTUG 5,125% out/2024, por oposição à recompra de OT de maturidade equivalente.

As operações foram anunciadas ao mercado a 12 de julho e 19 de outubro, tendo sido executadas no dia seguinte através de um leilão pelo método de preço único. Estas recompras permitiram que o IGCP antecipasse o reembolso de cerca de USD 1,4 mil milhões, inicialmente contratualizado para 2024 (ano de maturidade das obrigações).

As obrigações foram recompradas com taxas de juro de 0,74% e 0,87%, respetivamente, o que se traduziu em taxas em euros de -0,37% e -0,39% após a utilização de instrumentos financeiros contratados pelo IGCP para cobertura do risco de mercado. Estas taxas comparam

com um custo de financiamento da República em mercado em torno de -0,57%, obtido a partir de interpolação linear da curva de rendimentos das Obrigações do Tesouro.

Quadro 2 – Leilões recompra PORTUG 5,125% out/2024

Data da operação	Montante nominal (milhões USD)	Procura total (milhões USD)	Yield de recompra	Yield convertida para EUR	Taxa OT interpolada
13-07-2021	1.124,0	1.580,0	0,74%	-0,37%	-0,57%
20-10-2021	268,0	425,0	0,87%	-0,39%	-0,57%
Total	1.392,0	2.005,0			

2.2. Mercado Secundário

No mercado secundário soberano, as taxas de juro da dívida portuguesa oscilaram ao longo do ano, apresentando níveis mais elevados nos segundo¹⁰ e quatro trimestres (sobretudo nas maturidades 10 e 30 anos), períodos em que se observou igualmente uma maior inclinação da curva. O prémio de risco permaneceu estável ao longo do ano (no prazo de referência a 10 anos), tendo estreitado ligeiramente nas referências para as maturidades mais reduzidas. Os *bid-offer spreads* melhoraram após a crise pandémica e permaneceram historicamente baixos até ao início do quarto trimestre, período após o qual se assistiu a um alargamento dos *bid-offer spreads* e a uma ligeira deterioração das condições de liquidez. A taxa de juro da dívida pública portuguesa no prazo de referência a 10 anos subiu de 0,03% no final de 2020 para 0,46% no final de 2021, uma referência acima da média anual, mas em linha com os valores pré-pandémicos, apesar da volatilidade verificada. A tendência foi comum aos restantes pontos da curva, embora tenha sido mais acentuada na parte longa, tendo-se observado um aumento da inclinação face ao período homólogo.

Em termos relativos, o diferencial de custo da dívida pública portuguesa face à Alemanha manteve-se sempre em linha com os comparáveis na área do euro, atingindo níveis muito próximos dos mínimos verificados em 2019. No prazo de referência a 10 anos, terminou 2021 (+64 p.b.) num nível em linha com o verificado no final de 2020 (+62 p.b.). O diferencial face a Itália para a mesma maturidade alargou cerca de 20 p.b, fixando-se em -71 p.b. no final de 2021 (ou seja, a diferença entre os dois soberanos aumentou ao longo do ano, com a curva portuguesa num nível consideravelmente inferior à italiana). Em relação a Espanha, o diferencial registou um ténue aumento entre o final de 2020 (-2 p.b) e o final de 2021 (-10 p.b.).

No que respeita à liquidez do mercado secundário observou-se uma ligeira deterioração na segunda metade do ano, com a diminuição dos volumes médios diários transacionados de OT entre plataformas e mercado *over-the-counter* e um aumento dos *bid-offer spreads* nos últimos dois meses do ano. Esta diminuição deveu-se essencialmente ao aumento da incerteza sobre a manutenção de uma política

¹⁰ Foi igualmente neste período que observou o registo mais elevado do ano na taxa de juro a 10 anos (+0,61% em maio).

monetária acomodatória por parte do BCE, em 2022. Em 2021, os volumes médios diários atingiram o nível de EUR 1.024 milhões, o que contrasta com EUR 1.136 milhões registados em 2020.

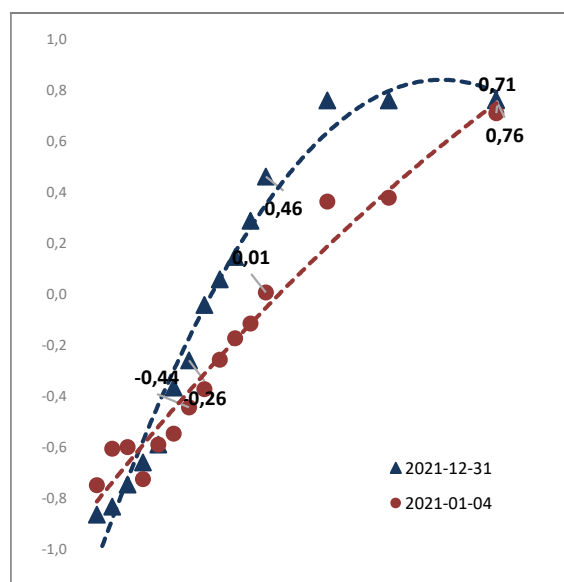
A concentração do fluxo no mercado secundário é ainda significativa, dado que os cinco maiores OEVT detiveram em 2021 uma quota de mercado de 48%. Este registo representa uma inversão da tendência descendente verificada nos últimos anos, com uma subida significativa face a 2020 (43%). Contudo, o valor de 2021 permanece bastante inferior ao verificado em 2012 (quando a concentração atingiu 73%) e mantém-se abaixo dos níveis pré-pandemia (em torno dos 50%).

No que diz respeito às transações de BT em mercado secundário, as transações médias diárias aumentaram, de EUR 296 milhões em 2020 para EUR 511 milhões em 2021. Analisando as transações nas plataformas, a tendência foi igualmente de subida, com o volume médio diário a aumentar de EUR 187 milhões em 2020, para EUR 389 milhões em 2021.

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 -0,55% em 2021, inferior quer à referência homóloga quer ao observado em 2019 (-0,39% e -0,41%, respetivamente).

No que respeita à estratégia de emissão de BT, manteve-se em 2021 a política de emissões iniciada em 2015, ou seja, concentrar as emissões em apenas 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 na segunda metade do ano, suprimiu-se os leilões de agosto, setembro e novembro, o que levou o programa de BT a ter apenas 4 linhas a transitar para 2022 (menos uma do que em 2020).

Gráfico 12 – Evolução da curva de OT (%)



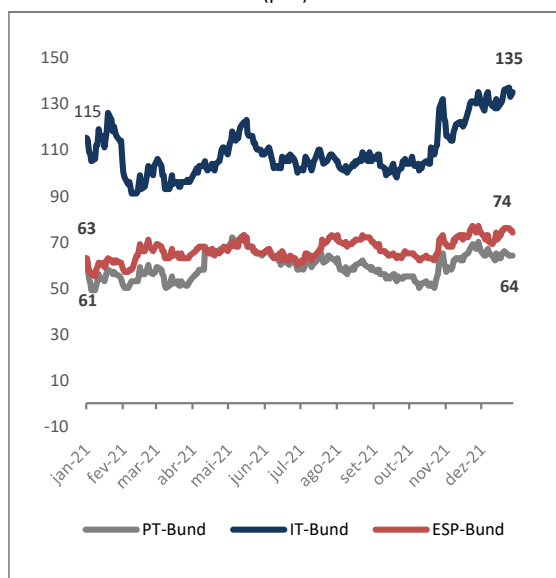
Fonte: Bloomberg

Gráfico 13 – Taxas das OT a 2, 5, 10, 30 anos (%)



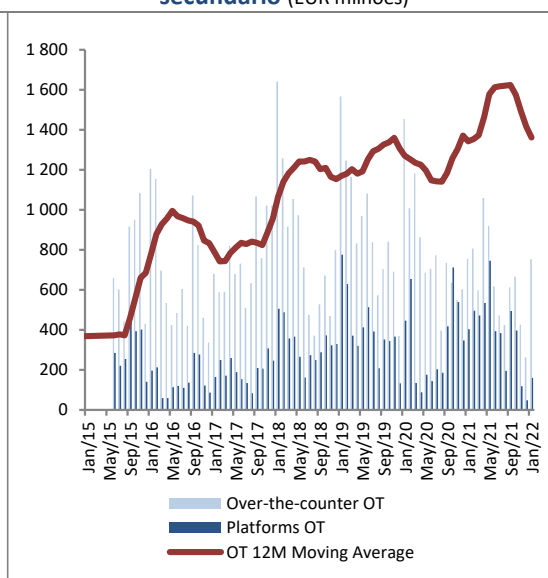
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

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



Fonte: IGCP

3. Ativos e Passivos do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos

Em 31 de dezembro de 2021, o saldo da dívida direta do Estado¹¹ avaliado ao câmbio de final de período cifrou-se em EUR 278,5 mil milhões (ver quadro 20, no Anexo 5), o que representa um aumento de EUR 10,2 mil milhões face ao verificado em 2020 (3,8%). A variação anual decorre essencialmente do aumento do saldo de CEDIC (contributo de 3,9 p.p.) e de OT (contributo de 2,3 p.p.), parcialmente compensados pelo decréscimo no saldo de BT (-1,9 p.p.) e OTRV (-1,3 p.p.).

Em 2021, a emissão de dívida de médio e longo prazo manteve-se como uma importante fonte de financiamento líquido da República. As emissões brutas de OT, avaliadas ao valor de encaixe, fixaram-se em EUR 19,4 mil milhões, traduzindo-se numa emissão líquida positiva de EUR 6,8 mil milhões e resultando num aumento do peso relativo das OT no stock de dívida (valor nominal), de 55,3% em 2020 para 55,5% no final de 2021. Incorporando na análise o saldo de OTRV e de obrigações emitidas em moeda estrangeira, convertidas para euros (com emissões líquidas de EUR -3,5 mil milhões e EUR -0,2 mil milhões, respetivamente), o peso relativo da dívida transacionável de médio e longo prazo emitida em euros fixou-se em 57,8% (que compara com 59,1% em 2020).

¹¹ 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.