



6421454367744958005734787462354327290498547563443573
6354542576125423467876590867634865445787682357458974
3573635454257612542346787659086763486544578768235745
8974370398356378356458005734787462354327290498547563
4435736354542576125423467876590867634865445787682357
4589743703983563783564214543677449580057347874623543
498547541 **Gestão da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública** 75
0867634865445787682357458974370398356378356421454367
7449580078765908676348654457876823574589743703983563
7835642145436774495800573478746235432729049854756344
357363545425761254234378356378341 **Relatório Anual 2019** 88
7458974370398356378356421454367744958005734787462354
3272904985475634435736354542576125423467876590867634
8654457876823574589743703983563783564214543677449580
0573478746235432729049854756344357363545425761254234
6787659086763486544578768235745897437039835637835642
1454367744958005734787462354327290498547563443573635
4542576125423467876590867634865445787682357458974370
3983563783564214543677449580057347874623543272904985
4756344357363545425761254234678765908676348654457876
8235745897437039835637835642145436774495800573478746
2354327290498547563443573635454257612542348654457876
8235745897437039835637835642145436774495800573478746
2354327290498547563443573635454257612535432729049854
7563443573633543272904985475634435736363486544578768
2357458974370398356378356421454363574589743703983535
7458974370398353574589743703983535745897437039836421
4543677449580057347874623543272904985475634435736354
5425761254234678765908676348654457876823574589743703
9835637835642145436774495800787659086763486544578768
2357458974370398356378356421454367744958005734787462
3543272904929049854756344357363545425761254235454257
6125423703954457876823574589743703983563783564580057

ÍNDICE

Apresentação	6
Órgãos Estatutários do IGCP, E.P.E.	8
Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2019	9
Principais Destaques	10
1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS	13
1.1. Contexto Macroeconómico Internacional	13
1.2. Economia Portuguesa	15
1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros	17
2. Financiamento do Estado	18
2.1. Estratégia de Financiamento	18
Caixa 1 Primeira emissão de Panda Bonds	22
2.2. Mercado Secundário	23
3. Ativos e Passivos do Estado	26
3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos	26
Caixa 2 Reembolso antecipado de empréstimos da FEEF	28
3.2. Tesouraria do Estado	29
4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco	31
4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado	31
4.2. Carteira de Derivados das EPR	31
4.3. Gestão da Tesouraria	32
4.4. Indicadores de Custo	33
4.5. Indicadores de Risco	34
Anexos	37
A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2019	37
A2. Composição do Financiamento em 2019	38
A3. Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa	42
A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT	43
A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado	44
A6. Custo da Dívida Direta do Estado	45

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial	14
Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional	14
Gráfico 3 – Crescimento económico, Portugal	15
Gráfico 4 – Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu	15
Gráfico 5 – Dívida das Administrações Públicas segundo a ótica de Maastricht, Portugal	16
Gráfico 6 – Saldos Orçamentais, Portugal	16
Gráfico 7 – Taxas de juro de longo prazo.....	18
Gráfico 8 – Taxas de câmbio	18
Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação	20
Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade	20
Gráfico 11 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário	21
Gráfico 12 – Evolução da curva de OT	24
Gráfico 13 – Taxas das OT a 2, 5, 10, 30 anos	24
Gráfico 14 – <i>Spreads</i> vs Alemanha (10 anos).....	25
Gráfico 15 – Negociação de OT em mercado secundário.....	25
Gráfico 16 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais)	27
Gráfico 17 – Perfil de reembolsos do empréstimo da FEEF (31/dez/2019).....	28
Gráfico 18 – Calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazo (31/dez/2019).....	29
Gráfico 19 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado	32
Gráfico 20 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2019	35
Gráfico 21 – Perfil de refixing no final de 2019	35
Gráfico 22 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2019: Novo <i>Benchmark</i> a 10 anos	43

Índice de Quadros

Quadro 1 – Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2019	19
Quadro 2 – Resumo da emissão	22
Quadro 3 – Contas de Disponibilidades	29
Quadro 4 – Disponibilidades de Clientes	30
Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados	31
Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR	32
Quadro 7 – Estimativa do custo da posição de tesouraria	33
Quadro 8 – Indicadores de custo em fim de ano	33
Quadro 9 – Indicadores de risco em fim de ano	36
Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública	37
Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria	38
Quadro 12 – Composição do financiamento	38
Quadro 13 – Emissões de OT via sindicato	39
Quadro 14 – Emissões de OT via leilão	39
Quadro 15 – Ofertas de troca de OT	40
Quadro 16 – Leilões de BT	41
Quadro 17 – CEDIC/CEDIM	41
Quadro 18 – OEVT com melhor desempenho em 2019	42
Quadro 19 – EBT com melhor desempenho em 2019	42
Quadro 20 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	44
Quadro 21 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	45
Quadro 22 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	45
Quadro 23 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	46

Siglas e Abreviaturas

BdP	Banco de Portugal
BCE	Banco Central Europeu
BT	Bilhetes do Tesouro
CA	Certificados de Aforro
CGE	Conta Geral do Estado
CCIRS	<i>Cross Currency Interest Rate Swap</i>
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida Pública
CEDIM	Certificados Especiais de Dívida de Médio e Longo Prazo
CNY	<i>Chinese Yuan</i> (Yuan Chinês)
CSA	<i>Credit Support Annex</i>
CT	Certificados do Tesouro
CTPC	Certificados do Tesouro Poupança Crescimento
CTPM	Certificados do Tesouro Poupança Mais
CTT	Correios de Portugal
DUC	Documento Único de Cobrança
EBT	Especialista em Bilhetes do Tesouro
EPR	Empresas Públicas Reclassificadas
EUA	Estados Unidos da América
EUR	Euro
FEEF	Facilidade Europeia de Estabilidade Financeira
FMI	Fundo Monetário Internacional
FRDP	Fundo de Regularização da Dívida Pública
GBP	<i>Great British Pound</i> (Libra esterlina)
HB	Sistema <i>Homebanking</i> do IGCP
IB	Sistema <i>Internet Banking</i> do IGCP
IC	Instituições de Crédito
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E.P.E.
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRN	Instituto dos Registos e Notariado
IRS	<i>Interest rate swap</i>
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
MLP	Médio e Longo Prazo
MTN	<i>Medium Term Notes</i>
NAFMII	<i>National Association of Financial Market Institutional Investors</i>
OEVT	Operadores Especializados em Valores do Tesouro
OMP	Operadores do Mercado Primário
ONSUTE	Organismos Não Sujeitos à Unidade da Tesouraria do Estado
OT	Obrigações do Tesouro
OTC	<i>Over-the-Counter</i>
OTRV	Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
p.b.	pontos base
PDE	Procedimento dos Défices Excessivos
PIB	Produto Interno Bruto
p.p.	pontos percentuais
RCE	Rede de Cobranças do Estado
Repos	Reportes (Acordos de Recompra)
RTE	Regime da Tesouraria do Estado
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
SEE	Setor Empresarial do Estado
SI	Serviços Integrados
SFA	Serviços e Fundos Autónomos
TLTRO-III	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations, series III</i>
TPA	Terminal de Pagamento Automático
tvh	taxa de variação homóloga
UE	União Europeia
USD	<i>United States Dollar</i> (Dólar norte-americano)
UTE	Unidade da Tesouraria do Estado

Apresentação

2019 representou um importante ano de consolidação para Portugal.

O desempenho da economia permitiu alongar para 25 trimestres o maior ciclo de expansão desde a criação da moeda única, a par de uma contínua redução da taxa de desemprego – uma evolução com relevância acrescida num quadro de desaceleração na economia e no comércio a nível mundial. Portugal alcançou ainda o primeiro excedente orçamental em período de democracia (0,2% do PIB), beneficiando desta dinâmica económica, bem como da disciplina na gestão das finanças públicas. O rácio da dívida pública atingiu 117,7 % do PIB no final de 2019, perfazendo uma redução acumulada de 15,2 p.p. em 5 anos.

A estratégia de gestão da dívida pública manteve-se ativa e pautada pela previsibilidade, transparência e flexibilidade. Os bons resultados da economia portuguesa, num contexto global de estabilidade financeira e taxas de juro historicamente baixas, suportaram uma melhoria significativa das condições de financiamento da República Portuguesa ao longo de 2019 – quer em termos absolutos, quer em comparação com os pares europeus. A execução do programa de financiamento foi bem-sucedida, cumprindo o objetivo central de minimização de custos numa perspetiva de longo prazo, evitando uma excessiva concentração temporal das amortizações e uma exposição a riscos excessivos.

Destacam-se, como resultados relevantes da estratégia de gestão de dívida em 2019, a consagração de Portugal como primeiro soberano da área do euro a emitir obrigações em moeda chinesa (*Panda Bonds*) e a execução de um reembolso parcial à FEEF, colocando o saldo em dívida do PAEF abaixo de EUR 50 mil milhões e prosseguindo o alisamento do perfil de amortizações da República.

A pandemia COVID-19 alterou de forma súbita e profunda as relações sociais e económicas.

A crise sanitária originada pelo surto de COVID-19 desencadeou uma crise económica de proporções inéditas. Em março de 2020, a velocidade da propagação do vírus elevou os níveis de incerteza e de aversão ao risco à escala global. No continente europeu, a primavera foi marcada por medidas extremas para contenção do vírus, incluindo o encerramento de atividades económicas, a restauração de controlos fronteiriços e uma recomendação de recolhimento à generalidade da população. Em paralelo, as autoridades nacionais e europeias encetaram apoios de liquidez às famílias e empresas, por forma a mitigar os efeitos económicos e sociais de uma quebra significativa da atividade. Ainda assim, não se conseguirá evitar uma das maiores recessões da era moderna.

Para as agências de gestão de dívida pública, a repercussão mais imediata da pandemia foi um aumento marcado das necessidades de financiamento, devido à atuação dos estabilizadores automáticos num quadro recessivo e ao impacto orçamental das medidas de política para combater a propagação do vírus e apoiar o Estado social. Consequentemente, a generalidade dos soberanos da área do euro reviu em alta os respetivos programas de financiamento para 2020, comunicando em simultâneo que revisões posteriores não seriam de excluir, atenta a evolução incerta da situação epidemiológica.

Estes desenvolvimentos não se repercutiram numa deterioração marcada das condições de mercado devido, em grande parte, à intervenção tempestiva das instituições europeias. Destaca-se o reforço dos programas de compras de ativos do Eurosistema, que permitiu estabilizar o mercado de dívida soberana

após os primeiros sinais de volatilidade e tem mantido os níveis de incerteza contidos¹. Numa fase posterior, tanto as três redes de segurança acordadas no Eurogrupo², como as decisões do Conselho Europeu quanto ao fundo de recuperação europeu e ao orçamento da União Europeia³ reforçaram os níveis de confiança, ao comprovarem o empenho dos Estados-Membros em torno do projeto europeu.

A resiliência que Portugal construiu após a crise financeira global será um ativo decisivo para enfrentar a crise pandémica

Desde a Crise Financeira Global, Portugal centrou os esforços na transformação estrutural da economia, abrindo caminho a um ciclo virtuoso de correção de desequilíbrios, dinamismo económico e criação de riqueza. O país que agora enfrenta a crise pandémica é um país mais bem preparado do que aquele que ultrapassou a crise financeira precedente: as contas externas encontram-se globalmente equilibradas; a estabilidade financeira é reforçada pela maior solvabilidade dos bancos e pelo menor endividamento das famílias e empresas; a gestão das finanças públicas é norteadada pela disciplina orçamental, que permitiu a acumulação de excedentes primários em fase de recuperação económica, e pelo reforço da sustentabilidade da dívida. Estes resultados contribuirão ainda para o reforço da credibilidade da República no plano internacional, traduzindo-se na melhoria do *rating*, no alargamento da base de investidores em dívida pública portuguesa e na consolidação de uma presença regular no mercado.

A continuidade de acesso ao mercado é crítica em 2020, atento o aumento súbito das necessidades de financiamento da República no atual contexto de incerteza económica. As disposições do Orçamento Suplementar apontam para um volume de necessidades de financiamento líquidas de EUR 20,3 mil milhões, o que traduz um aumento de EUR 10,7 mil milhões face à projeção inicial. Estes desenvolvimentos motivaram uma revisão significativa do programa de financiamento anual, comunicada ao mercado em junho, destacando-se as emissões previstas de Obrigações do Tesouro, líquidas de trocas, que atingirão EUR 29,3 mil milhões, o que significa um acréscimo de EUR 12,6 mil milhões face à estimativa original. O financiamento líquido através da emissão de Bilhetes de Tesouro registará um incremento de EUR 3,2 mil milhões, que compara com uma variação líquida projetada inicialmente de EUR 1,3 mil milhões. Beneficiando da solidez da economia portuguesa e da credibilidade da República, em 30 de junho de 2020, o grau de execução do programa de financiamento de médio e longo prazo ascendia a 56%.

¹ Decisões de 12 março 2020 (<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.en.html>), de 18 março 2020 (https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html) e de 4 junho 2020 (<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.en.html>).

² Acordo sobre redes de de segurança para os trabalhadores (SURE - instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência), para as empresas em dificuldades (*Pan-European Guarantee Fund*, do Banco Europeu de Investimento) e para os soberanos (*Pandemic Crisis Support*, do Mecanismo Europeu de Estabilidade), comunicado pelo Eurogrupo a 9 abril 2020 (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/04/09/remarks-by-mario-centeno-following-the-eurogroup-videoconference-of-9-april-2020/>).

³ Conclusões do Conselho Europeu, 17-21 julho 2020 (<https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>).

Órgãos Estatutários do IGCP, E.P.E.⁴

Conselho de Administração

Cristina Maria Nunes da Veiga Casalinho (Presidente)⁵

António Abel Sancho Pontes Correia (Vogal)⁶

Maria Rita Gomes Granger (Vogal)³

Conselho Consultivo

Cristina Maria Nunes da Veiga Casalinho (Presidente)

Alberto Manuel Sarmento Azevedo Soares⁷

Daniel Bessa Fernandes Coelho⁸

Hélder Manuel Sebastião Rosalino⁹

Maria Teodora Osório Pereira Cardoso⁵

Sérgio Tavares Rebelo⁵

Vasco Manuel da Silva Pereira⁴

Vítor Augusto Brinquete Bento⁴

Fiscal único¹⁰

Sociedade JM Ribeiro da Cunha & Associados, SROC, Lda

⁴ À data da publicação do Relatório.

⁵ Nomeada Presidente do Conselho de Administração do IGCP, E.P.E. pela Resolução 24/2019 de 1 de fevereiro.

⁶ Nomeado Vogal do Conselho de Administração do IGCP, E.P.E. pela Resolução 24/2019 de 1 de fevereiro.

⁷ Membro do Conselho Consultivo do IGCP, E.P.E. por ter concluído pelo menos um mandato como Presidente do Conselho de Administração do IGCP, E.P.E. (conforme previsto no art.º 16.º dos Estatutos do IGCP, E.P.E.).

⁸ Nomeado para o Conselho Consultivo por Despacho da Secretária de Estado do Tesouro 7106/2015 de 18 de junho.

⁹ Membro do Conselho de Administração do Banco de Portugal por este indicado.

¹⁰ Nomeado pelo Secretário de Estado Adjunto e das Finanças para o mandato 2018-2020.

Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2019¹¹

OT – Obrigações do Tesouro

OEVT – Operadores Especializados em Valores do Tesouro	OMP – Operadores de Mercado Primário
Banco Santander, S.A. Barclays Bank, Plc BBVA BNP Paribas CaixaBank, S.A. Caixa Banco de Investimento, S.A. Citigroup Global Markets Limited Crédit Agricole CIB Deutsche Bank, AG Goldman Sachs International Bank HSBC France Jefferies International Limited J.P. Morgan Securities, Plc Morgan Stanley & Co International Natwest Markets, Plc Nomura International, Plc Novo Banco, S.A. Société Générale	Millennium bcp

BT – Bilhetes do Tesouro

EBT – Especialistas em Bilhetes do Tesouro
Banco Santander, S.A. Barclays Bank, Plc BBVA BNP Paribas CaixaBank, S.A. Caixa Geral de Depósitos Citigroup Global Markets Limited Crédit Agricole CIB Deutsche Bank, AG Goldman Sachs International Bank HSBC France Jefferies International Limited J.P. Morgan Securities, Plc Millenniumbcp Morgan Stanley & Co International Natwest Markets, Plc Nomura International, Plc Novo Banco, S.A. Société Générale

¹¹ À data de 30 de novembro de 2019.

Principais Destaques

As necessidades líquidas de financiamento do Estado em 2019 terão atingido EUR 9,5 mil milhões, repartindo-se por um défice orçamental em torno de EUR 4 mil milhões e outras necessidades de EUR 5,6 mil milhões. O valor global foi superior ao registado em 2018 devido a esta última componente, essencialmente dirigida à cobertura de necessidades de financiamento de EPR.

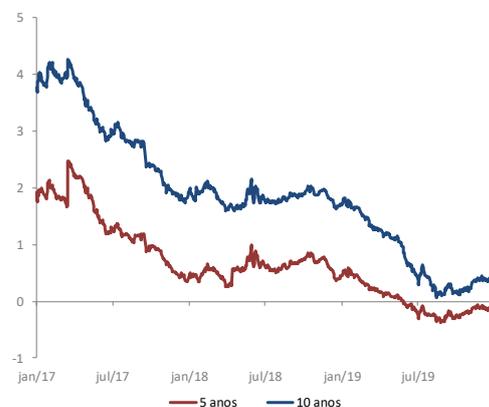
Necessidades e fontes de financiamento em 2019 (EUR milhões)	
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	19.726
Défice orçamental do Estado	3.969
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado	5.559
Amortizações OT (excl operação de troca)	8.143
Amortizações empréstimos PAEF	2.000
Outras amortizações de dívida MLP	55
FONTES DE FINANCIAMENTO	19.726
Utilização de depósitos (excl contas margem)	2.508
Emissões empréstimos PAEF	0
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	15.663
Emissões OTRV	0
Outras emissões de dívida MLP	64
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	-1.415
Emissões líquidas CA/CTPM	780
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado	2.126
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	6.821
Saldo de contas-margem no final do ano	624
Saldo total de depósitos no final do ano	7.445

Em linha com o período recente, a larga maioria do financiamento foi garantido por emissões de OT, com um valor de encaixe de EUR 15,4 mil milhões (a que acresce EUR 5,1 mil milhões de operações de troca). Merece ainda destaque, pelo simbolismo da operação, a primeira emissão de *Panda Bonds*. O contributo líquido de CEDIC/CEDIM atingiu um montante relevante pelo segundo ano consecutivo (EUR 2,1 mil milhões).

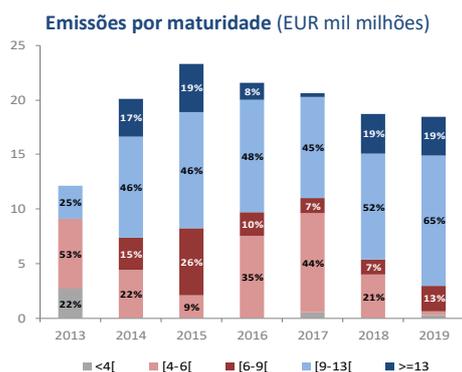
Operações de financiamento em mercado em 2019			
	Valor nominal (EUR milhões)	Maturidade residual (anos)	Taxa média de emissão (%)
EMISSÕES SINDICADAS DE OT			
OT 1,95% jun 2029	4.000	10	1,98%
LEILÕES DE OT			
OT 2,875% jul 2026	388	7	0,76%
OT 1,95% jun 2029	6.157	10	0,83%
OT 2,25% abr 2034	2.666	15	1,02%
OT 4,1% abr 2037	432	18	1,90%
OT 4,1% fev 2045	293	26	1,43%
OPERAÇÕES DE TROCA DE OT			
OT 4,95% out 2023	350	4	-0,31%
OT 2,875% jul 2026	1.063	7	0,38%
OT 4,125% abr 2027	560	8	0,02%
OT 2,125% out 2028	1.538	9	0,86%
OT 3,875% fev 2030	619	11	1,35%
OT 2,25% abr 2034	172	15	0,76%
EMISSÕES DE OUTROS TÍTULOS DE MÉDIO E LONGO PRAZO			
<i>Panda Bond</i>	259	3	0,62%
LEILÕES DE BT (emissões brutas)			
3 meses	1.300	0,25	-0,46%
6 meses	2.169	0,50	-0,42%
11 meses	4.542	0,92	-0,42%
12 meses	5.604	1,00	-0,39%

Num quadro global de estabilidade financeira e política monetária acomodatória, o desempenho positivo da economia portuguesa traduziu-se na melhoria substancial das condições de financiamento da República. Em mercado secundário, a taxa das OT a 10 anos diminuiu 139 p.b. ao longo de 2019. No prazo de 5 anos, a taxa das OT permaneceu em território negativo desde o final de maio.

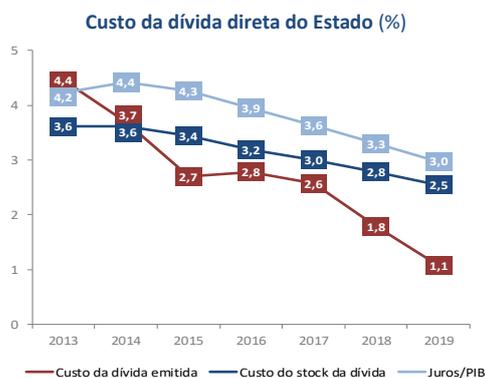
Taxas de juro das OT em mercado secundário (%)



O ambiente de baixas taxas de juro continuou a sustentar o aumento da procura por maturidades mais longas. A maioria das emissões de dívida de médio e longo prazo centrou-se na maturidade de referência de 10 anos (65% do total) e apenas um valor residual foi colocado em prazos inferiores a 6 anos (3%). No final do ano, a maturidade média da dívida permanecia em torno de 8 anos.

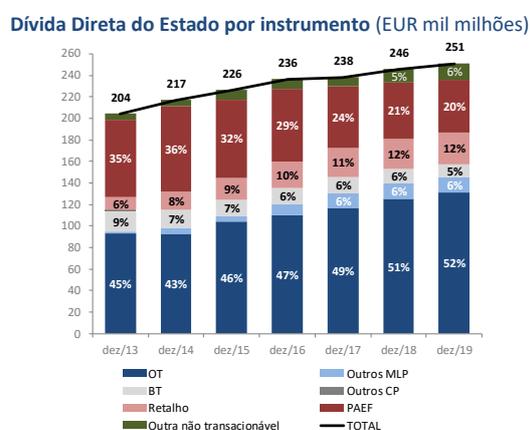


Os indicadores de custo de financiamento atingiram novos mínimos em 2019. A taxa de juro implícita da dívida fixou-se em 2,5%, enquanto o custo marginal de financiamento ponderado por montante e maturidade desceu para 1,1%.



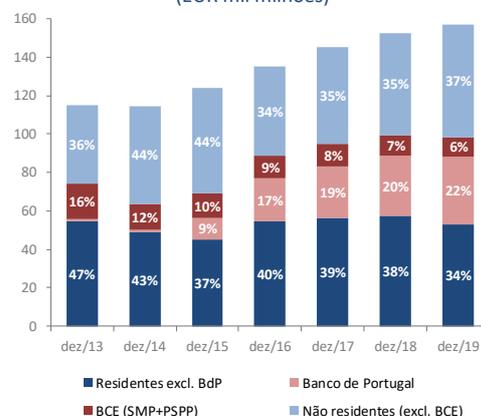
A dívida direta do Estado situou-se em EUR 251 mil milhões no final de 2019. A variação anual de 2,2% representa uma desaceleração face ao ano anterior (3,1% em 2018), sendo motivada essencialmente pelos mesmos fatores: um aumento dos saldos de OT, de CEDIC e de CT, parcialmente compensados pelo decréscimo dos empréstimos do PAEF e do saldo de BT.

A redução do saldo de empréstimos do PAEF, para um montante abaixo do limiar de EUR 50 mil milhões, resultou de um pagamento de EUR 2 mil milhões à FEEF, executado em outubro de 2019.



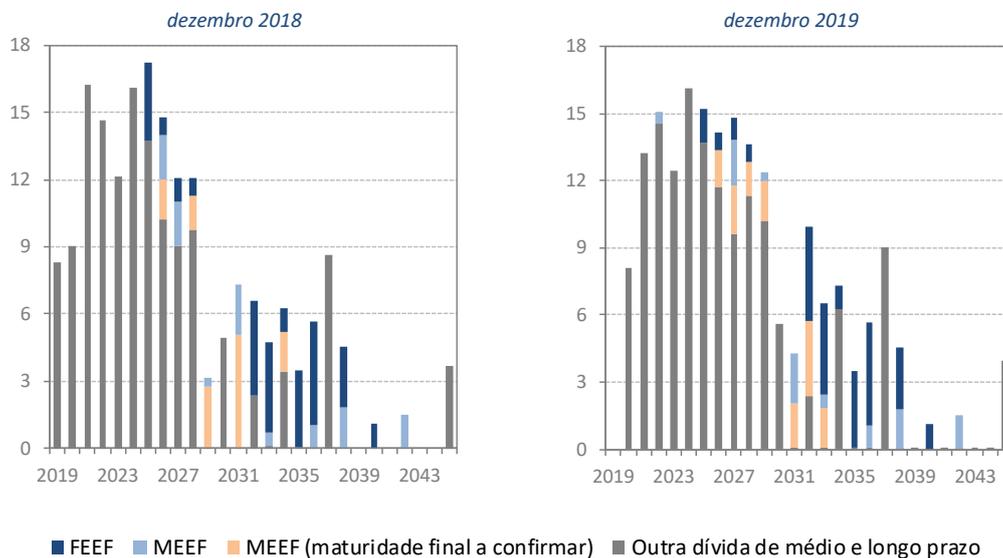
A composição dos detentores de títulos de dívida direta do Estado manteve-se relativamente estável, assinalando-se um ligeiro aumento do peso dos investidores não residentes (excluindo BCE).

Detentores de títulos de dívida direta do Estado (EUR mil milhões)



Para além do reembolso antecipado à FEEF (EUR 2 mil milhões com maturidade em 2025), o IGCP executou seis operações de troca ao longo do ano, a intervalos regulares. No total, estas operações permitiram estender a maturidade de EUR 4,3 mil milhões de OT, cujo vencimento ocorreria entre 2020 e 2022, para o período entre 2023 e 2034. Todas estas iniciativas dão seguimento à estratégia de alisamento do perfil de amortizações da República, com vista à redução do risco de refinanciamento.

Calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazo
(inclui maturidades dos empréstimos do MEEF ainda por definir)



1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

Em 2019, o crescimento mundial abrandou pelo segundo ano consecutivo, registando o valor mais baixo desde a quebra de 2009¹². De acordo com as estimativas do FMI de outubro¹³, a atividade económica mundial cresceu 3% em termos reais em 2019, após um aumento de 3,6% em 2018. Esta evolução reflete uma nova travagem do comércio internacional (1,1% em 2019, após 3,6% em 2018 e 5,7% em 2017) e um aumento contido do investimento¹⁴, que acelerou na área do euro (para 4,3%) mas estabilizou nos EUA (0,8%).

A desaceleração da economia global em 2019 foi transversal às economias avançadas e às economias emergentes: o crescimento real do PIB fixou-se em 2,4% nos EUA (2,9% em 2018), 1,2% na área do euro (1,9% em 2018) e 6,1% na China (6,6% em 2018). A tendência estendeu-se ainda a outras economias, como o Reino Unido, a Índia, a Rússia e o Brasil.

O cariz acomodatório da política monetária na área do euro e nos EUA, num momento em que se antecipava o início da normalização, ajudou a conter o impacto de tensões comerciais, políticas e sociais. Nos EUA, o crescimento foi impulsionado pela procura interna, em particular pelo consumo privado, beneficiando da confiança dos consumidores e da solidez do mercado de trabalho. Na área do euro, a produção industrial manteve-se em território negativo ao longo do ano, refletindo o abrandamento do comércio internacional, mas o dinamismo do setor dos serviços compensou parcialmente este efeito.

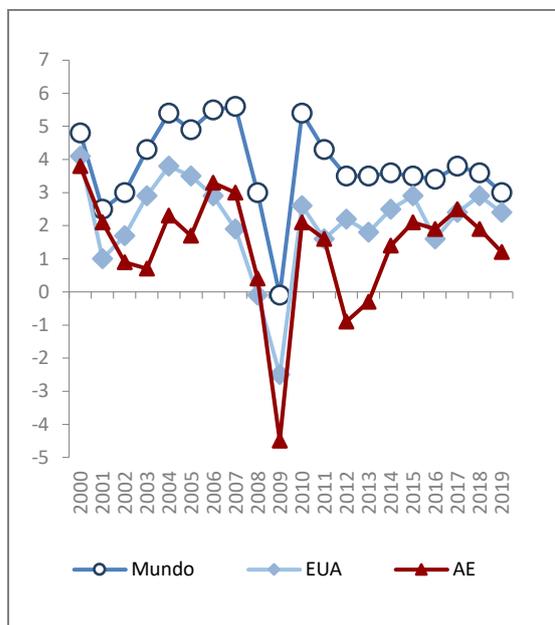
¹² O presente documento considera a informação estatística e as previsões macroeconómicas disponíveis a 31 de março de 2020.

¹³ À data de 31 de março de 2020, a última base de dados completa publicada pelo FMI reportava a outubro de 2019. Em janeiro de 2020, o FMI divulgou uma atualização das previsões do PIB para as principais economias e regiões, sendo de destacar a revisão em baixa do crescimento em 2019 na economia mundial (2,9%) e nos Estados Unidos (2,3%). O FMI reviu também em baixa o crescimento esperado em 2020 na economia mundial e na generalidade das economias avançadas.

¹⁴ Ao longo do documento, as referências ao “investimento” correspondem à componente de formação bruta de capital fixo.

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial

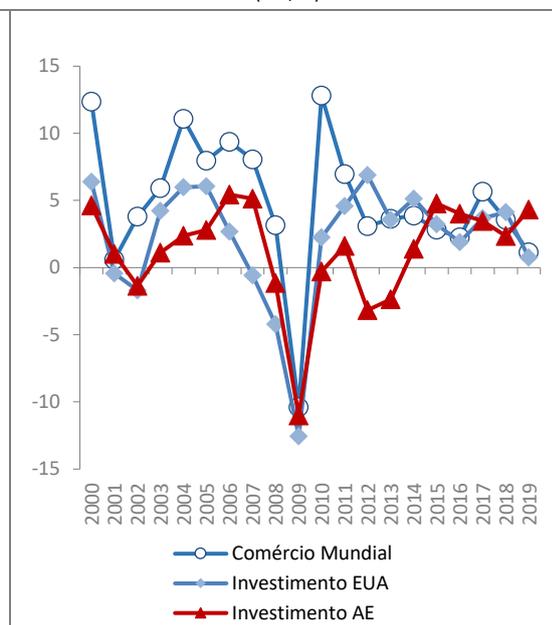
(tvh, %)



Fonte: FMI (outubro 2019).

Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional

(tvh, %)



Fonte: FMI (outubro 2019) e AMECO (novembro 2019).

Apesar da desaceleração do crescimento, as condições no mercado de trabalho mantiveram-se globalmente favoráveis. Nos EUA, a taxa de desemprego reduziu-se para 3,5% da população ativa em dezembro de 2019, continuando a distanciar-se dos 4,5% geralmente apontados como a taxa de desemprego natural, e a criação de emprego prosseguiu a um ritmo muito positivo. Na área do euro, o mercado de trabalho também continuou a evoluir favoravelmente, com a taxa de desemprego a fixar-se em 7,4% em dezembro de 2019 – uma redução homóloga de 0,4 p.p., para o registo mais baixo desde 2008.

No que diz respeito à evolução dos preços nos consumidores, o FMI estima um abrandamento da inflação em 2019, situando-se em 1,5% nas economias avançadas (2,0% em 2018). Na origem deste comportamento estarão duas tendências: uma repercussão incompleta nos preços finais da recuperação dos salários e uma evolução contida dos preços das matérias-primas. De acordo com o FMI, a inflação nos EUA, medida pelo Índice de Preços no Consumidor, fixou-se em 1,8% (2,4% em 2018), e na área do euro em 1,2% (1,8% no ano anterior).

Na vertente das finanças públicas, o FMI admite evoluções díspares na área do euro e nos EUA. Em média, os dezanove países da moeda única terão registado um ligeiro agravamento do saldo orçamental (para um défice de 0,9% em 2019), embora a dívida pública mantenha uma tendência de redução (para 83,9% do PIB, menos 1,5 p.p. do que no ano anterior). Nos EUA, a política orçamental transita para um cariz neutro, resultando na estabilização do défice orçamental (5,6% do PIB em 2019) mas não impedindo novo aumento do stock de dívida, para 106,2% do PIB.

1.2. Economia Portuguesa

A crescente abertura da economia portuguesa torna a sua evolução indissociável da conjuntura internacional. Num contexto global de abrandamento em 2019, o PIB português avançou 2,2% (que compara com 2,6% em 2018). Com o registo do último trimestre do ano (taxa de variação homóloga de 2,2%), o ciclo de expansão económica alargou-se para 25 trimestres consecutivos de crescimento, sendo o mais longo desde a adesão de Portugal à moeda única.

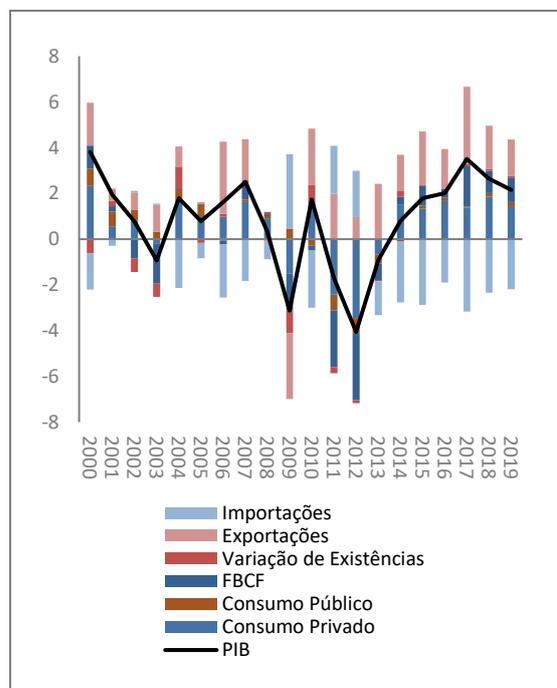
Por componente, o contributo da procura interna manteve-se sólido no ano de 2019, alicerçado no bom desempenho do investimento, uma vez que o consumo privado registou um abrandamento. Em detalhe, o consumo privado avançou 2,2% em 2019 (-0,7 p.p. do que em 2018), beneficiando sobretudo da dinâmica favorável no mercado de trabalho e do aumento do rendimento disponível. Por sua vez, a Formação Bruta de Capital Fixo cresceu 6,3%, acelerando face à taxa de 5,8% no ano transato.

Por outro lado, a procura externa registou uma evolução negativa, em resultado de um abrandamento das exportações (3,7% vs. 4,5% em 2018) superior ao das importações (5,2% vs. 5,7%). No final do ano, porém, a aceleração marcada das exportações de bens sinalizava uma inversão de tendência, tendo suportado um contributo positivo da procura externa para o PIB no último trimestre de 2019 (1,2 p.p.).

Simultaneamente, o mercado de trabalho continuou a exibir um comportamento positivo. De acordo com o INE, a taxa de desemprego fixou-se em 6,5% da população ativa em termos anuais, tendo diminuído 0,5 p.p. relativamente a 2018. A média anual da taxa de desemprego jovem (15-24 anos) atingiu 18,3%, decrescendo 2 p.p. face a 2018. Estes desenvolvimentos beneficiaram de um crescimento anual da população ativa de 0,4%.

Gráfico 3 – Crescimento económico, Portugal

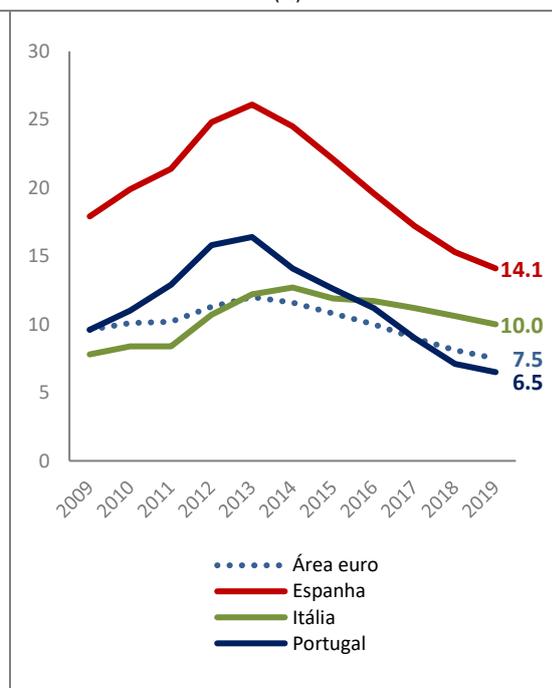
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 – Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu

(%)



Fonte: Eurostat

Em 2019, Portugal registou o primeiro excedente orçamental em período democrático (0,2% do PIB, em contas nacionais). A evolução relativamente a 2018, em que o saldo orçamental se fixou em -0,4% do PIB, resultou de um crescimento da receita corrente superior ao da despesa corrente (3,9% e 2,7%, respetivamente). O comportamento da receita beneficiou da contínua melhoria da atividade económica e da situação no mercado de trabalho. Do lado da despesa, o crescimento das prestações sociais e das despesas com pessoal foi parcialmente compensado por uma diminuição expressiva dos juros (-7,5%). Neste quadro, o saldo primário registou um novo aumento, fixando-se em 3,2% do PIB em 2019 (+0,3 p.p. face ao ano anterior).

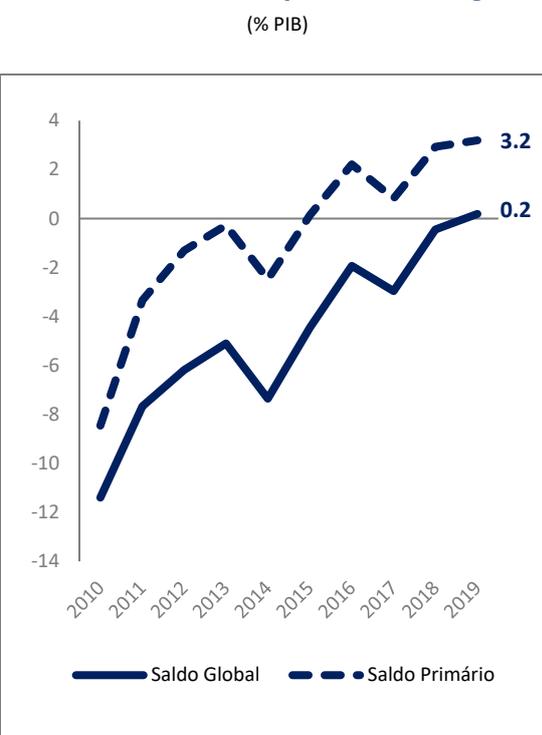
A dívida pública na ótica de Maastricht manteve a trajetória decrescente, fixando-se em 117,7% do PIB no final de 2019. Este valor traduz uma redução anual de 4,3 p.p. do PIB e, importa salientar, uma redução acumulada de 15,2 p.p. face ao pico registado em 2014 (132,9% do PIB). A dinâmica da dívida pública manteve-se assente na evolução positiva do designado “efeito bola de neve” (mediante a robustez do crescimento nominal e a redução da taxa de juro implícita) e na melhoria do saldo orçamental primário.

Gráfico 5 – Dívida das Administrações Públicas segundo a ótica de Maastricht, Portugal



Fonte: Banco de Portugal, INE

Gráfico 6 – Saldos Orçamentais, Portugal



Nota: Os anos de 2014, 2015 e 2017 são marcados por *one-offs* significativos, associados ao apoio ao setor bancário.

Fonte: INE

A manutenção de um crescimento económico sustentado e a melhoria da situação das finanças públicas possibilitaram um ano especialmente favorável para a notação financeira da República Portuguesa, classificada em grau de investimento pelas principais agências desde o final de 2018. A *Standard&Poor's* melhorou o *rating* em um *notch* (BBB- p/ BBB) em março de 2019 e atribuiu um *outlook* positivo na segunda janela do ano, em setembro. A *DBRS* começou por melhorar o *outlook* em abril, elevando a notação num patamar (BBB p/ BBB(high)) em outubro, com *outlook* estável. A *Fitch* melhorou o *outlook* para positivo em maio, mantendo a notação (BBB) e esta perspetiva na avaliação de novembro. A *Moody's* apenas se pronunciou em agosto, conferindo um *outlook* positivo à notação atribuída em 2018

(Baa3). Assim, a República Portuguesa terminou o ano de 2019 com três *outlooks* positivos num total de quatro, sinalizando uma avaliação globalmente favorável das agências de *rating* relativamente à situação e perspetivas da economia portuguesa.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

Os principais bancos centrais prosseguiram uma tendência acomodatória em 2019, contrariando a expectativa de início de normalização da política monetária. Em julho, a Reserva Federal norte-americana determinou o primeiro corte da taxa de juro de referência desde 2008 (25 p.b.). Seguiram-se mais dois cortes nas reuniões de setembro e outubro (também de 25 p.b.), colocando a taxa dos *fed funds* entre 1,5% e 1,75%. Na última reunião do ano, a Reserva Federal decidiu manter o intervalo de referência, em coerência com a evolução positiva da economia (com uma taxa de crescimento moderada e um mercado de trabalho robusto). Também no mês de julho, o Conselho de Governadores do BCE alterou o discurso, sinalizando a iminência de um novo pacote de estímulos, em resposta à persistência de uma inflação contida, à moderação do crescimento económico e ao prolongamento da incerteza a nível global. Esta intenção confirmou-se na reunião de setembro, com um programa de estímulos abrangendo a generalidade das ferramentas ao dispor do BCE: (i) redução da taxa de juro de facilidade de depósito para -0,50%, a par da implementação de um sistema de secções/*tiering* pelo qual apenas parte da liquidez paga aquela taxa; (ii) retoma, a partir de novembro, das compras líquidas de ativos a um ritmo mensal de EUR 20 mil milhões; (iii) eliminação da referência temporal para um primeiro aumento de taxas e para o término das compras líquidas de ativos; (iv) alteração das modalidades da nova série, com início em setembro, de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas trimestrais (ORPA direcionadas III, *TLTRO-III* na sigla inglesa).

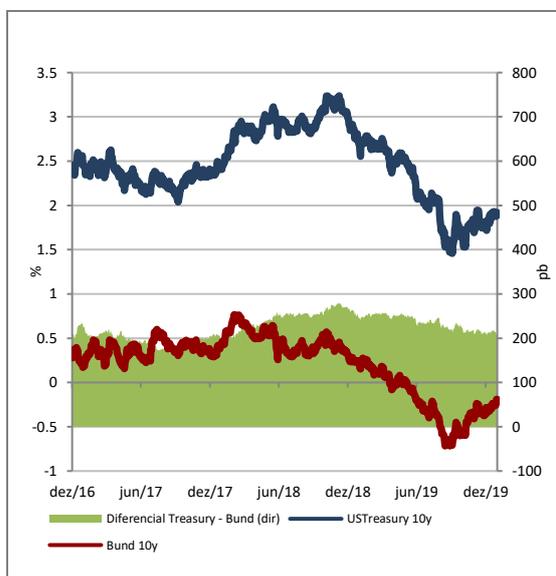
Neste contexto, a *USLibor* a 3 meses registou um decréscimo acentuado, de 2,8% no início de 2019 para 1,9% no mês de outubro, permanecendo em torno desse valor até ao final do ano. A *Euribor* a 3 meses diminuiu de forma mais ténue, oscilando entre -0,3% e -0,4% ao longo do ano 2019.

A tendência das taxas de juro de longo prazo foi similar nestas economias ainda que com um diferencial de cerca de 200 p.b. entre os EUA e a Alemanha, sendo que as taxas registadas no mercado norte-americano permanecem distantes do ambiente de taxas negativas na Europa. Nos Estados Unidos, as taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos registaram uma tendência de decréscimo até setembro, apresentando uma tendência de subida no último trimestre do ano, associada à melhoria das expectativas de crescimento de longo prazo. Na União Europeia, também o *Bund* atingiu valores mínimos no final de agosto, subindo cerca de 50 p.b. no último quadrimestre. A generalidade dos países da área do euro registou uma evolução semelhante nos seus títulos, sendo de destacar – numa perspetiva anual – uma redução relevante dos *spreads* de Portugal, Espanha, Itália e Grécia face à Alemanha.

Relativamente ao mercado cambial, a nota de maior destaque vai para a tendência de depreciação do euro em relação à libra esterlina a partir de agosto de 2019, após a eleição do novo primeiro-ministro britânico, Boris Johnson, invertendo a ligeira desvalorização da libra registada desde o início do ano. Em relação ao *renminbi*, as taxas registadas foram mais instáveis, mantendo-se, no entanto, entre 7,5 e 7,9 CNY. Já em comparação com o dólar, o euro estabilizou ao longo do ano, registando valores entre 1,08 e 1,15 USD.

Gráfico 7 – Taxas de juro de longo prazo

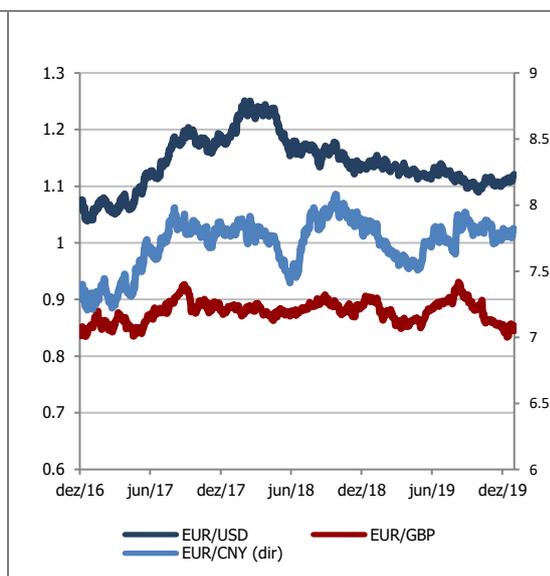
(%, esq) (p.b., dir)



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 (FEFF) (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 ênfase 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.

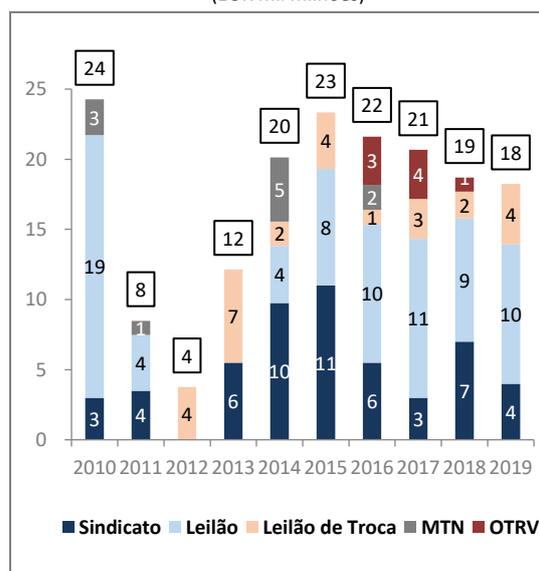
Em 2019, o financiamento de médio e longo prazo em mercado em moeda nacional ascendeu a sensivelmente EUR 18 mil milhões (valor nominal), tendo EUR 4 mil milhões (22%) sido emitidos através de operações sindicadas de OT, EUR 10 mil milhões (54%) através de leilões de OT, EUR 4,3 mil milhões (24%) através 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 estratégia 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

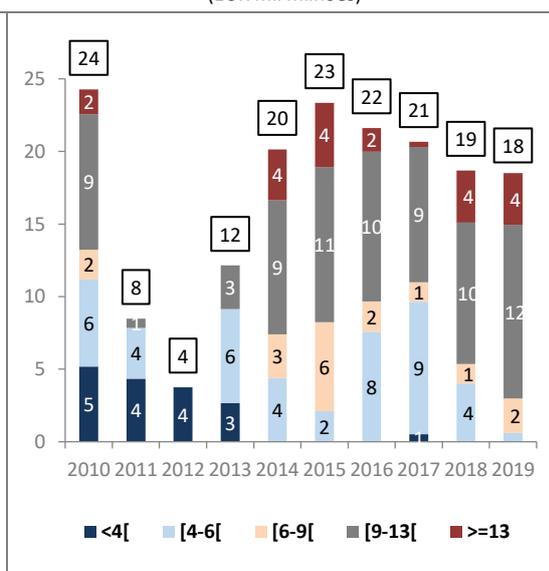
(EUR mil milhões)



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
<i>Bid-to-Cover</i>	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.

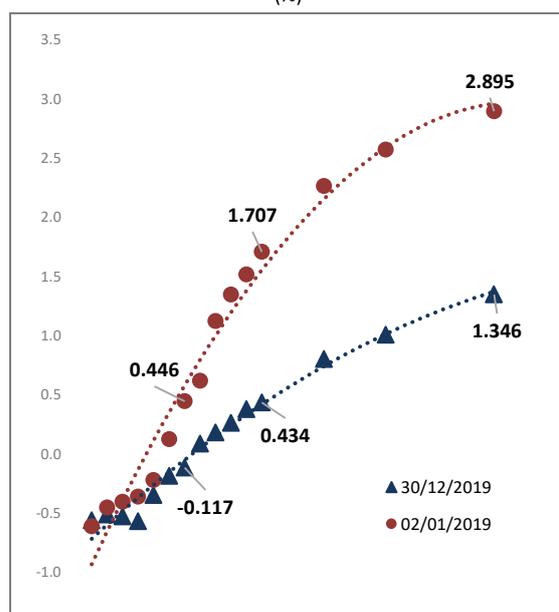
A nível global, o início de 2019 foi marcado pela expectativa do aumento de taxas de juro nos Estados Unidos e na área do euro. Contudo, a incerteza relativamente ao crescimento económico mundial, mediante sinais mistos, e as tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China levaram à inversão do 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

(%)

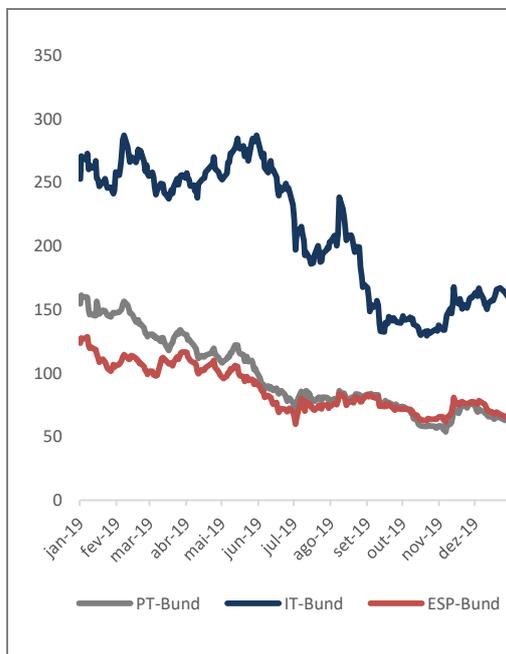


Fonte: Bloomberg

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).

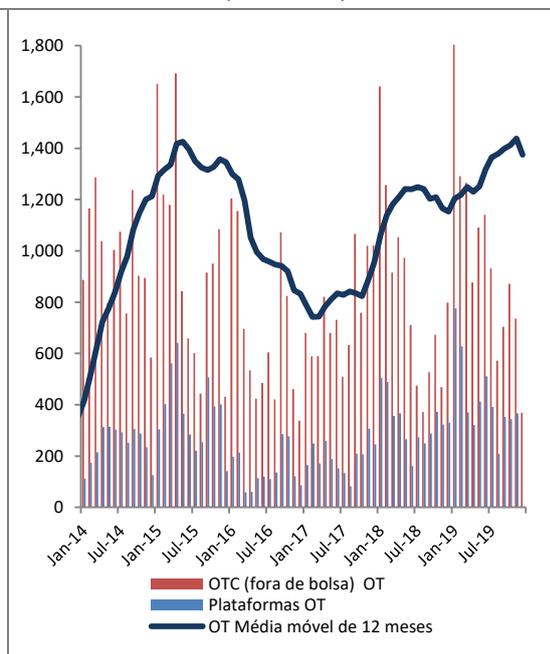
No que concerne à liquidez do mercado secundário, acentuou-se em 2019 a tendência de aumento dos volumes médios diários transacionados de OT entre plataformas e mercado *over-the-counter*, já verificada em 2017 (EUR 956 milhões) e 2018 (EUR 1.153 milhões). Este acréscimo foi principalmente evidente na 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.

3. Ativos e Passivos do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos

Em 31 de dezembro de 2019, o saldo da dívida direta do Estado¹⁵ avaliado ao câmbio de final de período cifrou-se em EUR 251 mil milhões (ver quadro 21, no Anexo 5), o que representa um aumento de EUR 5,5 mil milhões face ao verificado em 2018 (2,2%). A variação anual decorre essencialmente do aumento do saldo de OT (contributo de 2,4 p.p.) e de CEDIC (0,9 p.p.), parcialmente compensados pelo decréscimo dos empréstimos do PAEF (-0,8 p.p.) e do saldo de BT (-0,7 p.p.).

Em 2019, 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 20,5 mil milhões, traduzindo-se numa emissão líquida positiva de EUR 7,7 mil milhões e resultando num aumento do peso relativo das OT no *stock* de dívida (valor nominal), de 50,9% em 2018 para 52,1% no final de 2019. 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 56,2% (que compara com 55,1% em 2018).

O peso dos instrumentos de retalho (CA e CT) registou um incremento ligeiro, ao passar de 11,5% para 11,6%, refletindo essencialmente o comportamento positivo dos CTPC, cujas subscrições se mantiveram em níveis elevados em 2019.

No que respeita à dívida de curto prazo (em euros), observou-se um incremento de cerca de EUR 0,7 mil milhões em 2019, explicado sobretudo pela evolução de CEDIC (cujas emissões líquidas ascenderam a EUR 2,1 mil milhões). Esta evolução, a par do aumento das 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), mais do que compensou a redução ocorrida no *stock* de BT (de aproximadamente EUR 1,7 mil milhões). Neste sentido, o peso relativo dos instrumentos de dívida de curto prazo aumentou apenas 0,1 p.p., para 8,9% no final de 2019.

O peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo ajuda externa) manteve-se relativamente estável em 2019 (passando de 1,6% para 1,7% do total).

Por seu turno, os empréstimos do PAEF registaram nova diminuição no peso relativo no *stock* da dívida, de 21,0% em 2018 para 19,8% no final de 2019. A evolução reflete o pagamento antecipado de EUR 2 mil milhões do empréstimo da FEEF, que baixou o montante total em dívida associada ao PAEF para EUR 49,6 mil milhões.

O efeito cambial favorável de cobertura de derivados (líquido) manteve-se praticamente inalterado face ao ano precedente, totalizando EUR 0,6 milhões. Após cobertura de derivados, o saldo da dívida direta do Estado fixou-se em EUR 250,4 mil milhões registando, assim, um acréscimo de EUR 5,4 mil milhões face a 2018.

¹⁵ 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.

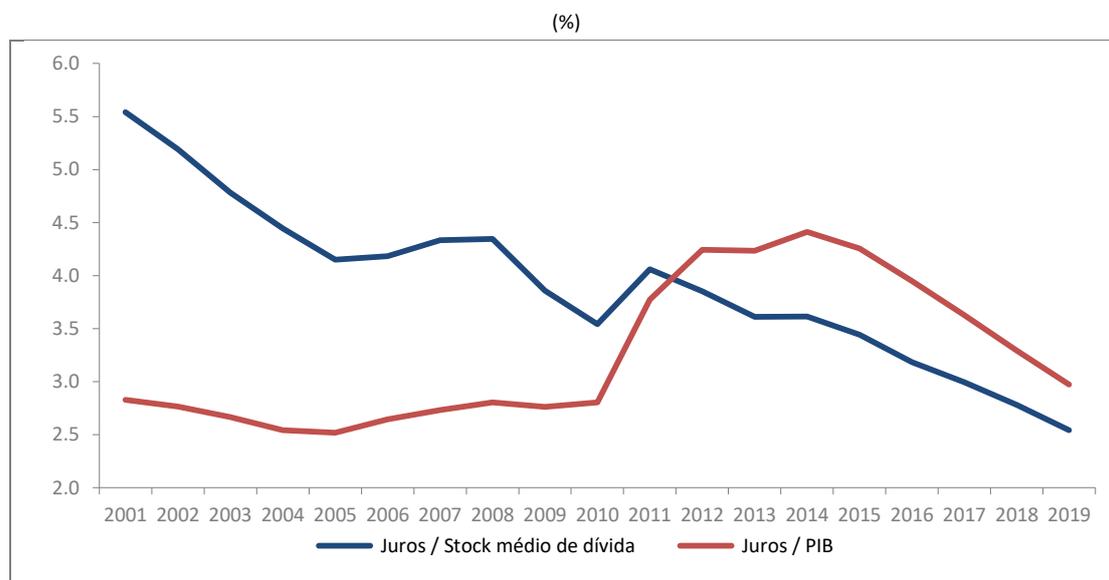
Encargos correntes da dívida

Em 2019, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em EUR 7,2 mil milhões (em termos líquidos), denotando um ligeiro incremento de EUR 22 milhões face ao ano precedente (cf. Quadro 21, no Anexo 6).

As OT continuaram a ser o instrumento com maior representatividade no total de juros da dívida, atingindo o montante de EUR 4.858 milhões, um aumento de EUR 15 milhões face ao ano anterior, explicado pelo aumento do saldo deste instrumento. Os juros de Outros Instrumentos registaram um incremento de EUR 111 milhões comparativamente a 2018, fixando-se em EUR 457 milhões em 2019, em resultado, essencialmente, da redução dos juros recebidos de *swaps*. No mesmo sentido, verificou-se um aumento de juros de CA e CT em cerca de EUR 48 milhões, refletindo, nomeadamente, a existência de um volume significativo de subscrições de CTPM e CTPC que adquiriram o direito ao prémio de permanência. Em sentido contrário, verificou-se uma redução substancial dos juros com os empréstimos do PAEF (EUR 120 milhões), decorrente da amortização antecipada da totalidade do valor em dívida do empréstimo ao FMI ocorrida no final de 2018. De notar que os juros de BT prosseguiram uma evolução favorável, traduzindo o facto de este instrumento beneficiar de taxas de juro de emissão negativas nos últimos três anos.

Em 2019, os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais fixaram-se em EUR 6,3 mil milhões, registando uma redução significativa pelo quarto ano consecutivo. A diminuição anual, que ascendeu a EUR 417 milhões, refletiu a evolução favorável do efeito preço (redução da taxa de juro implícita), que mais do que compensou o aumento do saldo vivo da dívida (cf. Quadro 23, no Anexo 6). Ainda assim, o contributo mais relevante decorre da descida consistente da taxa de juro implícita, que se fixou num novo mínimo histórico de 2,5% em 2019. O peso dos juros no PIB também registou uma evolução favorável, passando de 3,3% em 2018 para 3,0% em 2019.

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



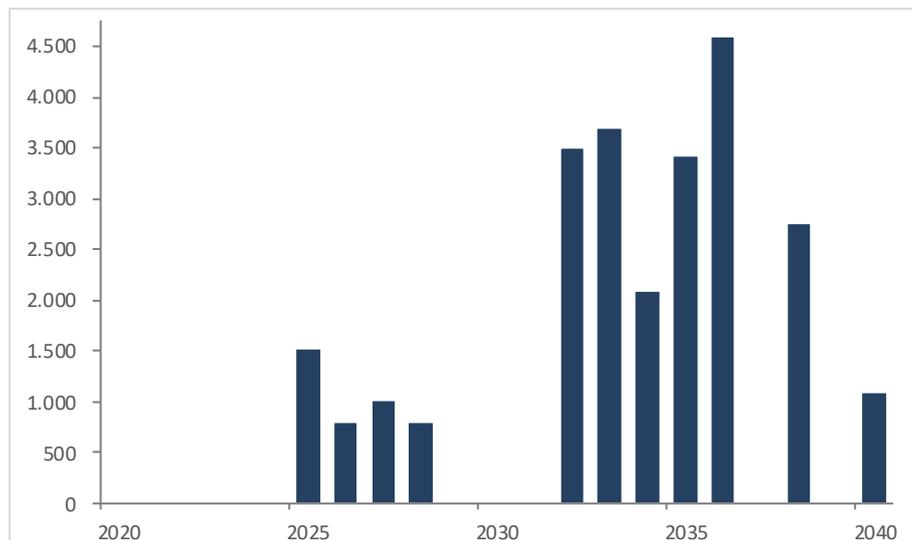
Fonte: IGCP

Caixa 2 | Reembolso antecipado de empréstimos da FEEF

A República Portuguesa efetuou, a 17 de outubro de 2019, o pagamento antecipado de EUR 2 mil milhões do empréstimo contraído junto da Facilidade Europeia de Estabilidade Financeira (FEEF), no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). Este pagamento ocorreu após ter sido pago na totalidade, entre março de 2015 e dezembro de 2018, o empréstimo obtido junto do Fundo Monetário Internacional.

O reembolso à FEEF corresponde ao valor total de uma tranche com maturidade em agosto de 2025 e ao valor parcial de uma tranche com maturidade em dezembro de 2025. Após este reembolso, o capital em dívida junto da FEEF diminuiu para EUR 25,3 mil milhões de euros, cujo perfil de amortizações é ilustrado na figura seguinte.

Gráfico 17 – Perfil de reembolsos do empréstimo da FEEF (31/dez/2019)
(EUR milhões)



Fonte: IGCP.

Este pagamento antecipado foi motivado pela redução sustentada das taxas de juro das Obrigações do Tesouro e pela oportunidade de reduzir o risco de refinanciamento em 2025, que correspondia a pico de amortizações de dívida de médio e longo prazo. Uma vez que o custo de financiamento da República compara favoravelmente com as condições específicas do empréstimo da FEEF, o pagamento antecipado permitiu gerar uma poupança de juros para o Estado Português próxima de EUR 120 milhões.

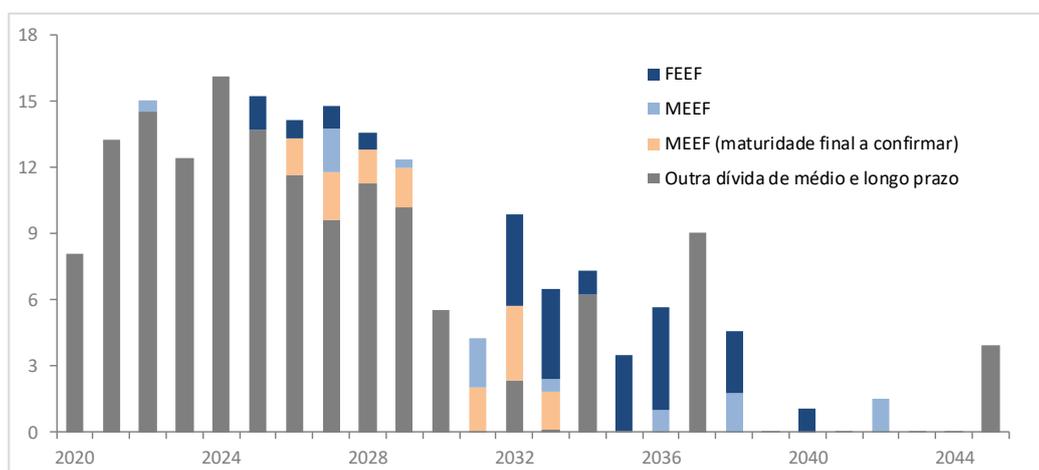
De acordo com uma cláusula constante dos contratos de empréstimo do PAEF, mediante um reembolso antecipado a uma das instituições credoras com crédito em dívida, as outras instituições credoras têm direito a receber um pagamento proporcional. Aquando das amortizações ao FMI, as duas entidades credoras europeias abdicaram do direito subjacente a esta cláusula. Em antecipação do pagamento de outubro de 2019, as autoridades solicitaram à Comissão Europeia, enquanto entidade responsável pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), autorização para proceder apenas ao pagamento de EUR 2 mil

milhões à FEEF. Reconhecendo os benefícios do pagamento para a sustentabilidade da dívida pública portuguesa, a Comissão Europeia abdicou da utilização da referida cláusula no âmbito desta operação, tendo ficado acordado o seguinte: haveria um primeiro pagamento ao MEEF de EUR 500 milhões em 2022; a maturidade das tranches do MEEF que vencem em 2021 (num montante de EUR 6,75 mil milhões) seria efetivamente estendida, contribuindo também para reduzir o risco de refinanciamento nos próximos anos; a operação não teria custos adicionais para o orçamento da UE.

As alterações ao calendário de reembolsos dos empréstimos do PAEF, a par das operações de troca de obrigações conduzidas ao longo do ano pelo IGCP, contribuirão para a suavização do perfil de amortizações de dívida de médio e longo prazo – uma tendência que marca a estratégia de gestão de dívida no período recente.

Gráfico 18 – Calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazo (31/dez/2019)

(EUR mil milhões)



Fonte: IGCP

3.2. Tesouraria do Estado

Disponibilidades da Tesouraria do Estado

A repartição das disponibilidades da tesouraria do Estado, no biénio de 2018-2019, é apresentada no Quadro 3.

Quadro 3 – Contas de Disponibilidades

EUR milhões	dez/18	dez/19
Contas no BdP	9.226	6.695
Apli. Financeiras nas IC	500	750
Contas em Divisas	6	8
Outras Contas Bancárias	0	1
Contas RCE (Bancos, CTT, SIBS, IRN e Caixas do Tesouro)	1	2
Depósitos Externos nas IC	22	20
Cheques a Cobrar	1	1
TOTAL	9.756	7.477

Fonte: IGCP.

Pela análise do quadro *supra*, constata-se que 86% das disponibilidades da tesouraria do Estado se encontravam depositadas em contas no Banco de Portugal (BdP) no final de 2019.

Comparando com o final de 2018, registou-se um decréscimo do saldo global de tesouraria no BdP e nas instituições de crédito. Esta evolução, porém, não deve ser medida apenas em termos absolutos, mas também em comparação com o volume de necessidades de financiamento previstas para o ano seguinte. Excluindo as contas margem associadas a instrumentos derivados, no final de 2019 o saldo global fixou-se em EUR 6,8 mil milhões, correspondendo a 39% das necessidades brutas de financiamento previstas para 2020 no contexto da Proposta de Orçamento do Estado. Por sua vez, o saldo mais elevado no final de 2018 (EUR 9,3 mil milhões, excluindo as referidas contas margem) representa 49% das necessidades brutas de financiamento de 2019. A evolução das disponibilidades da tesouraria do Estado deve ainda ser considerada à luz da melhoria progressiva registada na notação financeira da República Portuguesa, que desde outubro de 2018 é classificada como grau de investimento pelas principais agências de *rating* mundiais.

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 abaixo, tendo como referência o universo de Clientes que utilizam o HomeBanking, a aplicação que funciona como o suporte informático privilegiado para o adequado cumprimento da UTE.

Quadro 4 – Disponibilidades de Clientes

Tipo Cliente	Disponibilidades (EUR milhões)							
	Dep. Ordem		CEDIC		CEDIM		TOTAL	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
ONSUTE	2.255	2.829	4.227	4.477	0	0	6.481	7.306
SEE	1.433	1.098	707	1.099	493	45	2.632	2.241
SFA	4.950	4.599	2.662	4.145	464	909	8.075	9.653
SI	1.513	1.236	0	0	0	0	1.513	1.236
TOTAL	10.150	9.762	7.595	9.720	956	953	18.702	20.436

Fonte: IGCP

Considerando o valor das disponibilidades de Clientes na tesouraria do Estado, verificou-se um acréscimo de EUR 1.734 milhões entre 2018 e 2019. Esta variação resulta essencialmente da componente de CEDIC que registou, no ano em reporte, um aumento de cerca de 28%. Por sua vez, a componente de depósitos à ordem apresentou um decréscimo de cerca de 4%, em relação ao ano transato.

4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco

4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado

As operações de derivativos executadas em 2019 tiveram como principal objetivo assegurar a cobertura cambial da carteira, destacando-se a contratação de um *cross-currency swap* para cobertura das obrigações emitidas na China (cf. Caixa 1).

A carteira de derivativos obteve um resultado líquido de EUR 154,2 milhões ao longo do ano, o que é explicado sobretudo pela depreciação do euro contra o dólar (-2,2%, em termos homólogos). Destacam-se como principais contributos os resultados dos *cross-currency interest rate swaps* (EUR 272,5 milhões) e dos *FX swaps/forwards* (EUR 28,2 milhões) utilizados para cobertura das obrigações emitidas em dólares. Por sua vez, o resultado negativo dos derivativos de taxa de juro está principalmente relacionado com a diminuição das taxas de longo prazo durante o ano.

Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados

(EUR milhões)	Valor de Mercado		Cash-flow no período	Resultado líquido
	31-dez-18	31-dez-19		
Taxa de juro	-158,1	-298,4	-6,2	-146,5
<i>IRS</i>	0,0	1,8	-6,2	-4,5
<i>Swaptions</i>	-158,1	-300,2	0,0	-142,1
Taxa de câmbio	427,4	618,4	109,8	300,8
<i>CCIRS</i>	402,7	611,0	64,2	272,5
<i>Swaps / forwards</i>	24,8	7,4	45,6	28,2
Outros	-0,6	0,0	-0,6	0,0
CARRIS	-0,6	0,0	-0,6	0,0
Total	268,7	320,0	102,9	154,2

Fonte: IGCP

4.2. Carteira de Derivados das EPR

No âmbito da gestão da dívida pública direta do Estado, é competência do IGCP o acompanhamento da carteira de derivados das entidades do setor público empresarial cujo financiamento é assegurado através do Orçamento do Estado (EPR – Empresas Públicas Reclassificadas).

Considerando que as EPR estão impedidas de obter financiamento em mercado, não têm sido contratados novos instrumentos financeiros derivados de cobertura de risco. Ao longo de 2019, as únicas alterações à carteira de derivados justificam-se pelo facto de cinco dos derivativos do Metropolitano de Lisboa terem atingido a maturidade.

Neste contexto, existiam 13 instrumentos derivados nas carteiras das EPR no final de 2019, com um valor de mercado próximo de EUR -645,0 milhões e um valor contratual de EUR 624,2 milhões.

Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR

(EUR milhões)	Nº derivados	Valor contratual	Valor de Mercado		Cash-flow no período	Resultado líquido
			31-dez-18	31-dez-19		
Metropolitano de Lisboa	9	439,6	-402,7	-341,0	-146,1	-84,4
Metro do Porto	4	184,6	-380,6	-304,1	-87,5	-11,0
Total	13	624,2	-783,3	-645,0	-233,6	-95,4

Fonte: Valorização das contrapartes sempre que disponível; caso contrário é apresentada a valorização do IGCP.

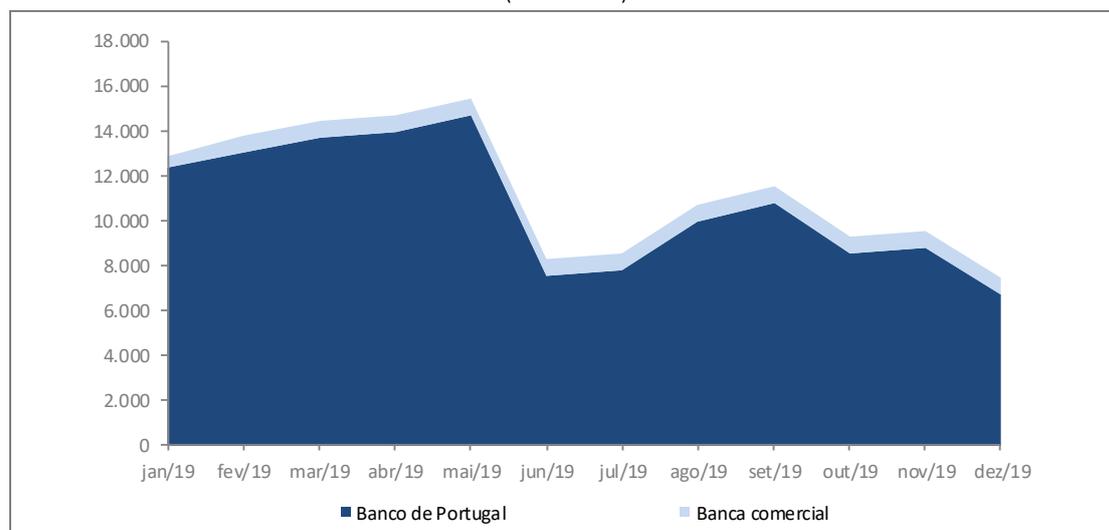
Esta carteira registou um resultado líquido negativo de EUR 95,4 milhões ao longo do ano, sobretudo devido à descida das taxas *swap* do euro. Contudo, o valor de mercado aumentou em cerca de EUR 138,3 milhões, o que corresponde à soma do resultado líquido com o valor de *cash-flows* pagos no ano (cerca de EUR 233,6 milhões).

4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2019 manteve-se como objetivo garantir a máxima liquidez nas disponibilidades do Estado. Neste sentido, do universo de instrumentos teoricamente disponíveis para a gestão de liquidez, atento ao binómio rentabilidade-risco, continuaram a privilegiar-se as aplicações junto do Banco de Portugal.

Gráfico 19 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado

(EUR milhões)



Fonte: IGCP

Em 2019, o custo absoluto de manutenção da posição renovou os mínimos, beneficiando simultaneamente da redução do custo de financiamento da dívida (independentemente da metodologia de cálculo considerada) e da redução gradual do saldo médio de tesouraria ao longo do tempo.

Quadro 7 – Estimativa do custo da posição de tesouraria

(EUR milhões)

	Taxa implícita <i>stock</i> total ⁽¹⁾			Custo médio (BT+OT) ⁽²⁾			Custo médio (BT) ⁽³⁾		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Saldo médio de depósitos	14.439	13.441	11.606	14.439	13.441	11.606	14.439	13.441	11.606
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	3,0%	2,8%	2,5%	1,4%	0,9%	0,6%	-0,2%	-0,3%	-0,4%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	433	373	295	204	121	65	-33	-44	-48
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	-4	1	-2	-4	1	-2	-4	1	-2
Custo líquido do saldo de Tesouraria	429	373	293	200	122	63	-37	-43	-49
Em % do saldo médio de depósitos	3,0%	2,8%	2,5%	1,4%	0,9%	0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,4%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Notas: (1) Taxa de juro implícita calculada como o rácio entre os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais e o *stock* médio da dívida direta do Estado num determinado ano. (2) Custo de financiamento de BT e OT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) e OT ocorrido durante o ano. (3) Custo de financiamento de BT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) ocorrido durante o ano.

Fonte: IGCP

4.4. Indicadores de Custo

Em 31 de dezembro de 2019, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado¹⁶ era de EUR 289.688 milhões, refletindo um prémio de 14,3% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu ligeiramente em 2019 para 2,7%, enquanto a *yield* média diminuiu para 0,7%. O prazo médio de amortização da dívida diminuiu para 7,5 anos.

Quadro 8 – Indicadores de custo em fim de ano

(EUR milhões)	2017	2018	2019
<i>Outstanding</i>	237.515	244.916	250.309
Cupão Médio	3,0%	2,9%	2,7%
<i>Yield</i> Média	1,4%	1,6%	0,7%
Prazo Médio Amortização (anos)	8,1	7,8	7,5
Valor Mercado	269.555	271.630	289.688
Prémio (incl. Juro Corrido)	12,0%	9,4%	14,3%

Notas: O cupão médio é calculado anualizando o juro corrido entre os dois últimos dias úteis do ano dividido pelo *outstanding* para o último dia útil. O indicador prémio resulta de subtrair a unidade ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*. A *yield* média corresponde a considerar uma Obrigação do Tesouro de maturidade igual ao prazo médio de amortização, que paga anualmente o cupão médio e que tem preço igual ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*.

Fonte: IGCP

Custo *marked-to-market*

Manteve-se em 2019 um modelo de *Benchmark* provisório, no qual as operações de gestão ativa de taxa de juro contratadas pelo IGCP integram uma carteira separada cuja avaliação *mark-to-market* constitui a medida de *performance* da gestão ativa do IGCP.

¹⁶ A dívida direta do Estado (compatível com a definição reportada no Boletim Mensal do IGCP e com a carteira considerada para efeitos dos indicadores de risco reportados trimestralmente ao *ESDM - Economic and Financial Committee's Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets*) não inclui as aplicações de tesouraria e inclui o numerário recebido nas contas-margem associadas a derivados financeiros e os títulos emitidos para entrega como colateral.

Avaliado a preços de mercado (*marked-to-market*), o custo da Carteira de Dívida Ajustada¹⁷ foi, em 2019, de 8,11%. No mesmo período, para a carteira de referência (*benchmark*) foi calculado um custo de 8,16%, resultando num diferencial de custo favorável à carteira de 5 pontos base.

Atendendo a que não foram contratadas novas operações de gestão ativa e se encontra em curso a reformulação da Carteira de Referência, esta medida de *performance* do IGCP assume um significado reduzido.

4.5. Indicadores de Risco

As Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública (*guidelines*) identificam os indicadores de risco considerados mais relevantes para a carteira de dívida do Estado e estabelecem limites para a exposição que a carteira pode assumir. As *guidelines* definem limites máximos para o risco de taxa de juro (perfil de *refixing* e duração modificada), o perfil de refinanciamento, risco cambial e risco de crédito da carteira ajustada.

CaR – *Cost at Risk*

A estimativa do CaR da carteira de dívida quantifica o efeito de variações nas taxas de juro sem risco sobre o valor dos encargos associados à carteira de dívida, avaliado numa perspetiva de *cash-flow*, no horizonte temporal futuro relevante. O CaR absoluto representa o valor máximo que o custo *cash-flow* pode atingir com 95% de probabilidade durante o ano seguinte; o CaR relativo reflete o desvio máximo desse custo face ao seu valor esperado.

Tendo por base as necessidades de financiamento previstas na proposta inicial para o Orçamento do Estado para 2020, a posição da carteira no final de 2019, *spreads* de financiamento constantes e o conjunto de cenários simulados¹⁸ para a dinâmica da curva das taxas de juro sem risco (*swap*), o valor esperado dos encargos com a carteira para 2020 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de EUR 6.342 milhões e existirá uma probabilidade de apenas 5 por cento de esse valor vir a exceder EUR 6.609 milhões (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro sem risco.¹⁹

O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 267 milhões. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, em 2020, por via da variação das taxas de juro sem risco, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,13 p.p. é inferior a 5%.

Risco de refinanciamento

A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração, para além de variáveis de mercado (e.g. negociabilidade, liquidez, manutenção de uma curva *benchmark* da República), o controlo do perfil de refinanciamento, no sentido de evitar excessivas concentrações de amortizações que possam vir a onerar o custo de financiamento da carteira.

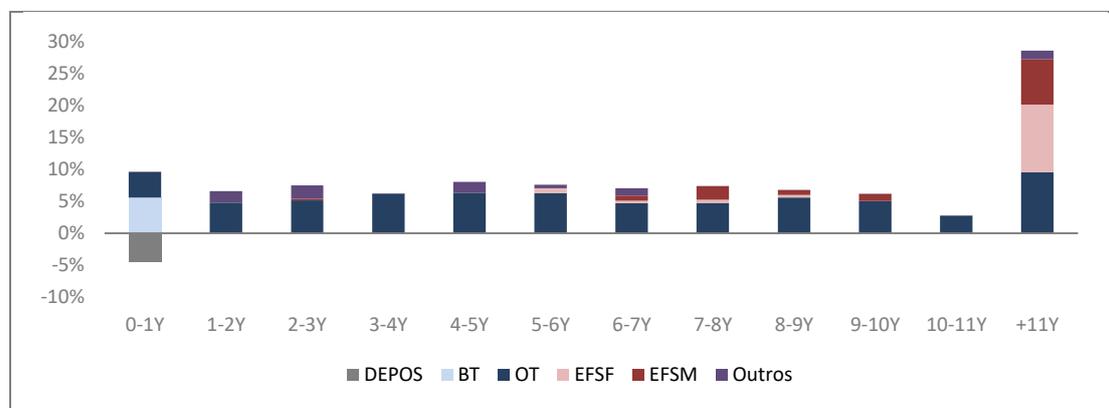
¹⁷A Carteira de Dívida Ajustada refere-se ao conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, com exclusão da dívida de retalho e de CEDIC e CEDIM

¹⁸Para a simulação dos cenários de taxa de juro, aplicou-se o modelo de Cox, Ingersoll e Ross (1985) a 2 fatores.

¹⁹Dado que o presente documento considera a informação disponível a 31 de março de 2020, o cálculo do CaR não incorpora as novas estimativas de necessidades de financiamento e de juros da dívida pública, apuradas no quadro do Orçamento Suplementar para 2020. Os valores referidos reportam ao cenário desenvolvido em dezembro de 2019, aquando da submissão à Assembleia da República da Proposta de Lei do Orçamento do Estado para 2020.

Os limites absolutos impostos à percentagem da carteira a vencer num prazo de 12 meses, 24 meses e 36 meses são, respetivamente, 25%, 40% e 50%. No final de 2019, a carteira ajustada apresentava o perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

Gráfico 20 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2019



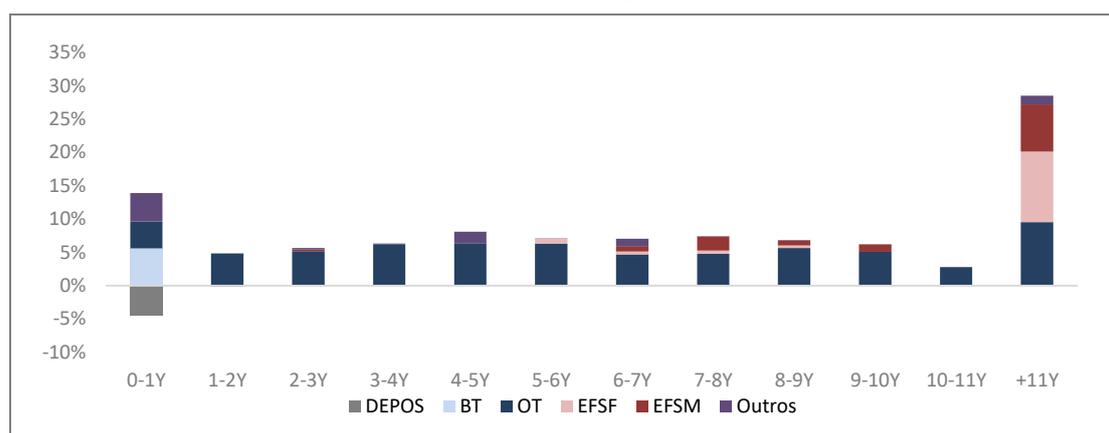
Fonte: IGCP

Risco de taxa de juro

A duração modificada²⁰ da carteira de dívida total e ajustada situava-se no final de 2019 em 5,42 e 6,07, respetivamente. Durante o ano de 2019, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2019, a carteira apresentava o perfil de *refixing* (i.e. percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos) evidenciado na figura seguinte.

Gráfico 21 – Perfil de refixing no final de 2019



Fonte: IGCP

²⁰ A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

Risco de taxa de câmbio

No final de 2019, a exposição cambial primária (i.e. não incluindo operações de cobertura) representava 2,12% do total da carteira de dívida ajustada, valor largamente inferior ao limite de 20% fixado nas *guidelines*. Esta exposição é resultado das Obrigações emitidas em moeda estrangeira (USD e CNY).

No final do ano a exposição cambial líquida, por sua vez, era de 0% (i.e. após *swaps* e *forwards* de cobertura).

Risco de crédito

A assunção de risco de crédito por parte da República decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, *repos* e aplicações no mercado monetário. As Normas Orientadoras em vigor, aprovadas pela Tutela em 2013, estabelecem a diversificação dos riscos e a atribuição de limites de exposição a cada contraparte em função da sua qualidade creditícia.

O risco de crédito de cada contraparte (i.e. de todos os seus contratos derivados com a República) é apurado de acordo com uma metodologia que contempla duas componentes: o seu valor de mercado atual, que representa o valor de substituição da transação, e uma exposição potencial, que pretende estimar a variação potencial desse valor no futuro. Ao valor que resulta da soma destas duas componentes deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do CSA.

Ao longo de 2019, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido em 3% do valor da carteira ajustada. No final do ano, a exposição correspondia a 0,12% do valor da carteira ajustada, ou seja, aquele limite estava ocupado em 4,09%.

Quadro 9 – Indicadores de risco em fim de ano

(EUR milhões)	2017	2018	2019
Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada)	3,85%	2,04%	2,12%
Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada)	0,07%	0,00%	0,00%
Duração Carteira Total (anos)	5,46	5,07	5,42
Duração Carteira Ajustada (anos)	5,98	5,69	6,07

Fonte: IGCP

Anexos

A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2019

Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública

(EUR milhões)	2018	2019 ^(P)
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	7.339	9.528
Défice Orçamental	3.666	3.969
Aquisição líquida de activos financeiros (excepto privatizações)	3.673	5.559
Dotação para o FRDP	0	0
Transferência de saldo de gerência da ADSE	0	0
2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)	37.320	40.449
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	1.697	3.876
Dívida de curto prazo em euros	20.690	21.697
Dívida de médio e longo prazo em euros	9.824	14.815
Dívida em moedas não euro	5.515	86
Fluxos de capital de swaps (líq.)	-406	-25
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	44.659	49.977
4. FONTES DE FINANCIAMENTO	45.429	49.978
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	564	723
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	44.865	47.811
Emissões de dívida no Período Complementar	0	1.444
5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3.)	723	0
p.m. Discrepância estatística	-47	0
p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)	44.865	47.811
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	0	0
Relativas ao Orçamento do ano	44.865	47.811

Nota: Os valores relativos à execução de 2019 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2019

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria

(EUR milhões)	2018	2019 ^(P)
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	20.604	19.726
Défice orçamental do Estado	3.666	3.969
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	3.673	5.559
Operações pontuais	0	0
Amortizações OT (excl operação de troca)	7.561	8.143
Amortizações empréstimos PAEF	5.515	2.000
Outras amortizações de dívida MLP	189	55
FONTES DE FINANCIAMENTO	20.604	19.726
Utilização de depósitos (excl contas margem)	489	2.508
Emissões empréstimos PAEF	12	0
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	16.431	15.663
Emissões OTRV	1.000	0
Outras emissões de dívida MLP	125	64
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	-1.788	-1.415
Emissões líquidas CA/CTPM	1.315	780
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	3.021	2.126
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	9.330	6.821
Saldo de contas-margem no final do ano	397	624
Saldo total de depósitos no final do ano	9.726	7.445

Nota: Os valores relativos à execução de 2019 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2019

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

A2. Composição do Financiamento em 2019

Quadro 12 – Composição do financiamento

(EUR milhões)	Emissão	Amortização	Líquido
DÍVIDA EURO	47.552	40.388	7.164
CA - Certificados de Aforro	809	660	149
CT - Certificados do Tesouro	3.848	3.216	631
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	9.720	7.595	2.125
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	0	3	-3
BT - Bilhetes do Tesouro	11.983	13.660	-1.677
OT - taxa fixa	20.505	12.757	7.748
OTRV	0	0	0
FEEF	0	2.000	-2.000
MEEF	0	0	0
Outra Dívida curto prazo	624	442	182
Outra Dívida longo prazo	64	55	9
DÍVIDA NÃO EURO	259	86	173
FMI	0	0	0
Outra Dívida	259	86	173
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)	0	-25	25
TOTAL	47.811	40.449	7.362

Nota: Os valores relativos à execução de 2019 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2019

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 13 – Emissões de OT via sindicato

Data do sindicato	Emissão	Valor nominal (EUR milhões)	Taxa de emissão	Spread vs benchmark ¹ (pb)	Mid swap spread (pb)
09-jan-2019	OT 1,95% JUN 2029	4.000	1,98%	170,3	112

¹ Bund.

Fonte: IGCP

Quadro 14 – Emissões de OT via leilão

Data do leilão	Título	Leilão competitivo valor nominal (EUR milhões)	Leilão não-competitivo valor nominal (EUR milhões)	Taxa de corte/alocação	Mid swap spread (pb)
13-fev-2019	OT 2,25% ABR 2034	295	0	2,05%	102,1
13-fev-2019	OT 1,95% JUN 2029	705	0	1,57%	87,7
13-mar-2019	OT 1,95% JUN 2029	862	0	1,30%	69,5
13-mar-2019	OT 2,875% JUL 2026	388	0	0,76%	44,1
10-abr-2019	OT 1,95% JUN 2029	600	0	1,14%	62,1
10-abr-2019	OT 4,10% ABR 2037	400	32	1,90%	101,5
08-mai-2019	OT 1,95% JUN 2029	800	0	1,06%	58,1
08-mai-2019	OT 2,25% ABR 2034	450	0	1,56%	75,1
12-jun-2019	OT 1,95% JUN 2029	625	82	0,64%	36,9
12-jun-2019	OT 2,25% ABR 2034	625	71	1,05%	46,7
10-jul-2019	OT 1,95% JUN 2029	753	62	0,51%	32,9
10-jul-2019	OT 4,10% FEV 2045	270	23	1,43%	73,3
11-set-2019	OT 2,25% ABR 2034	400	75	0,68%	54,3
11-set-2019	OT 1,95% JUN 2029	600	98	0,26%	39,9
09-out-2019	OT 2,25% ABR 2034	750	0	0,49%	41,6
13-nov-2019	OT 1,95% JUN 2029	970	0	0,33%	25,6

Fonte: IGCP

Quadro 15 – Ofertas de troca de OT

Data da operação	Título	Posição	Exchange offer YTM	Valor nominal (EUR milhões)
31-jan-2019	OT 2,125% OUT 2028	Emissão	1,49%	702
27-mar-2019	OT 3,875% FEV 2030	Emissão	1,35%	619
22-mai-2019	OT 2,875% JUL 2026	Emissão	0,51%	742
24-jul-2019	OT 2,875% JUL 2026	Emissão	0,07%	321
24-jul-2019	OT 2,125% OUT 2028	Emissão	0,33%	476
02-out-2019	OT 4,95% OUT 2023	Emissão	-0,31%	350
02-out-2019	OT 4,125% ABR 2027	Emissão	0,02%	560
27-nov-2019	OT 2,125% OUT 2028	Emissão	0,32%	360
27-nov-2019	OT 2,25% ABR 2034	Emissão	0,76%	172
				4.302
31-jan-2019	OT 4,80% JUN 2020	Compra	-0,24%	702
27-mar-2019	OT 3,85% ABR 2021	Compra	-0,28%	619
22-mai-2019	OT 3,85% ABR 2021	Compra	-0,37%	742
24-jul-2019	OT 4,80% JUN 2020	Compra	-0,46%	256
24-jul-2019	OT 3,85% ABR 2021	Compra	-0,53%	541
02-out-2019	OT 3,85% ABR 2021	Compra	-0,60%	560
02-out-2019	OT 2,20% OUT 2022	Compra	-0,43%	350
27-nov-2019	OT 3,85% ABR 2021	Compra	-0,49%	532
				4.302

Fonte: IGCP

Quadro 16 – Leilões de BT

Data do leilão	Título	Leilão competitivo valor nominal (EUR milhões)	Leilão não-competitivo valor nominal (EUR milhões)	Taxa de corte/alocação	Spread vs Euribor (pb)
16-jan-2019	BT 19 JUL 2019	500	0	-0,40%	-16,6
16-jan-2019	BT 17 JAN 2020	1.250	0	-0,36%	-24,3
20-fev-2019	BT 17 MAI 2019	150	0	-0,39%	-7,7
20-fev-2019	BT 17 JAN 2020	850	48	-0,36%	-23,5
20-mar-2019	BT 20 SET 2019	400	0	-0,39%	-16,5
20-mar-2019	BT 20 MAR 2020	1.100	238	-0,37%	-25,7
17-abr-2019	BT 19 JUL 2019	300	0	-0,42%	-10,7
17-abr-2019	BT 20 MAR 2020	950	0	-0,37%	-24,1
15-mai-2019	BT 22 NOV 2019	500	19	-0,40%	-16,8
15-mai-2019	BT 15 MAI 2020	1.000	16	-0,37%	-24,5
19-jun-2019	BT 20 SET 2019	250	0	-0,43%	-9,0
19-jun-2019	BT 15 MAI 2020	1.000	35	-0,40%	-17,2
17-jul-2019	BT 17 JAN 2020	500	0	-0,45%	-9,8
17-jul-2019	BT 17 JUL 2020	1.000	0	-0,43%	-13,3
21-ago-2019	BT 22 NOV 2019	250	0	-0,56%	-14,0
21-ago-2019	BT 17 JUL 2020	750	9	-0,56%	-15,4
18-set-2019	BT 20 MAR 2020	250	0	-0,46%	-9,5
18-set-2019	BT 18 SET 2020	1.000	0	-0,44%	-13,4
16-out-2019	BT 17 JAN 2020	350	0	-0,48%	-6,7
16-out-2019	BT 18 SET 2020	900	0	-0,45%	-14,4

Nota: Exclui emissões a favor do FRDP.

Fonte: IGCP

Quadro 17 – CEDIC/CEDIM

	2018				2019			
	Valor nominal (EUR milhões)	Número de operações	Taxa média ¹ (%)	Prazo médio (anos)	Valor nominal (EUR milhões)	Número de operações	Taxa média ¹ (%)	Prazo médio (anos)
CEDIC								
Emissões	27.100	320	0,01%	0,20	13.315	259	0,02%	0,49
Amortizações antecipadas	307	10	0,01%	0,15	276	15	0,01%	0,20
<i>Saldo final de ano</i>	<i>7.595</i>				<i>9.720</i>			
CEDIM								
Emissões	287	14	1,04%	8,59	0	1	0,27%	10,21
Amortizações antecipadas	0	0	0,00%	0,00	3	1	1,08%	0,51
<i>Saldo final de ano</i>	<i>956</i>				<i>953</i>			

¹Taxa ponderada pelo prazo das aplicações.

Fonte: IGCP

A3. Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa

Tendo em conta o processo de normalização de acesso aos mercados financeiros internacionais, é importante manter uma análise do desempenho dos *primary dealers* (OEVT), enquanto canal de distribuição do mercado primário e de fornecedores de preços de referência e liquidez em mercado secundário, pois estes são parte fundamental da normalização do mesmo, nomeadamente no que se refere aos níveis de volatilidade.

Em 2019, destaca-se a *performance* dos seguintes participantes no mercado de OT e BT, respetivamente:

Quadro 18 – OEVT com melhor desempenho em 2019

1	Novo Banco, S.A.
2	JP Morgan
3	HSBC France
4	Goldman Sachs
5	Citigroup

Fonte: IGCP

Quadro 19 – EBT com melhor desempenho em 2019

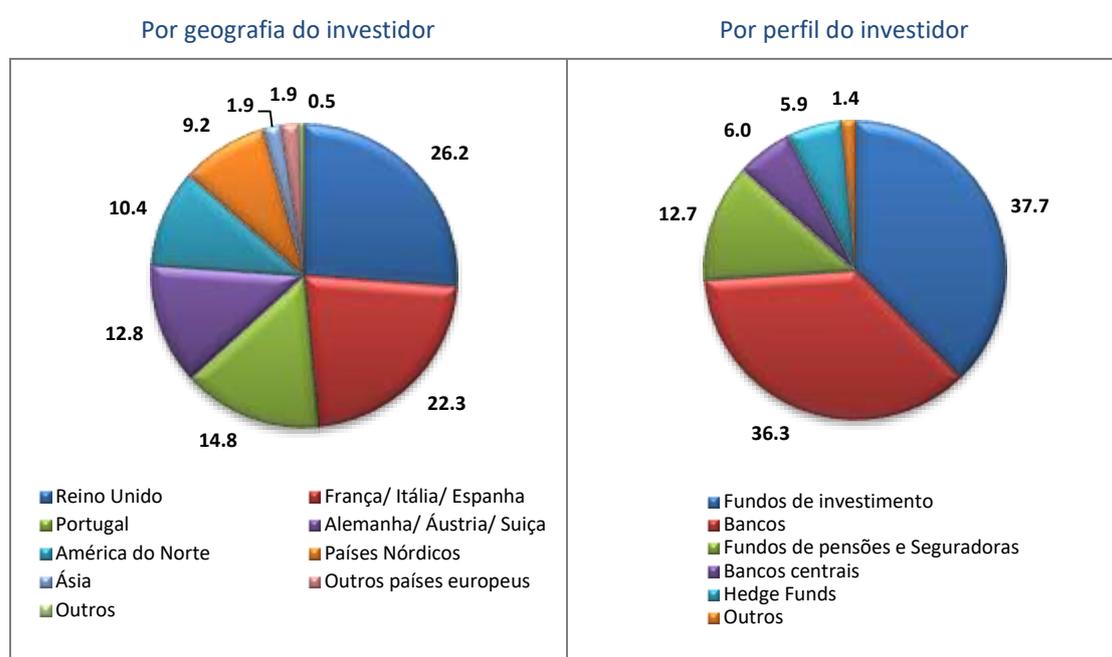
1	BBVA
2	Deutsche Bank
3	Goldman Sachs
4	Millenniumbcp
5	Novo Banco, S.A.

Fonte: IGCP

A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT

Em janeiro de 2019, a República Portuguesa colocou EUR 4 mil milhões de OT através de uma operação sindicada a 10 anos. Nesta operação, cerca de 85% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores do Reino Unido (com cerca de 26% da distribuição), mas também a presença relevante de investidores de França, Itália e Espanha (22%), e da Alemanha, Áustria e Suíça (com 13% de alocação). É ainda de sublinhar a forte participação de investidores *real money*, com especial enfoque nos Gestores de Ativos, nas Seguradoras e Fundos de Pensões, que habitualmente garantem uma maior estabilidade dos preços em mercado secundário.

Gráfico 22 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2019: Novo Benchmark a 10 anos



Fonte: IGCP

Fonte: IGCP

A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado

Quadro 20 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

(valores em EUR milhões)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2019			Saldo em	
	31/dez/18	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31/dez/19	Estrutura
1. Dívida denominada em euros (excl. PAEF)	189.914	77,3%	53.793	44.629	-1.955	197.123	78,5%
Transacionável	148.982	60,7%	34.861	28.790	-1.955	153.097	61,0%
BT (valor descontado)	13.660	5,6%	14.356	16.033	0	11.983	4,8%
OT	125.095	50,9%	20.505	12.757	-1.955	130.887	52,1%
OTRV	7.950	3,2%	0	0	0	7.950	3,2%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	2.270	0,9%	0	0	0	2.270	0,9%
Obrigações de retalho	7	0,0%	0	0	0	7	0,0%
Não Transacionável	40.932	16,7%	18.933	15.839	0	44.026	17,5%
Certificados de Aforro	11.872	4,8%	809	660	0	12.020	4,8%
Valor de aquisição	7.614	3,1%	661	516	0	7.759	3,1%
Juros capitalizados	4.257	1,7%	147	143	0	4.261	1,7%
Certificados do Tesouro	16.418	6,7%	3.848	3.216	0	17.049	6,8%
CEDIC	7.595	3,1%	13.318	11.193	0	9.720	3,9%
CEDIM	956	0,4%	0	3	0	953	0,4%
Contas margem	397	0,2%	801	574	0	624	0,2%
Outros	3.695	1,5%	157	193	0	3.659	1,5%
2. Dívida denominada em moedas não euro (excl. PAEF)	4.017	1,6%	259	86	72	4.261	1,7%
Transacionável	4.017	1,6%	259	86	72	4.261	1,7%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	4.017	1,6%	259	86	72	4.261	1,7%
Não Transacionável	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
3. PAEF	51.628	21,0%	0	2.000	0	49.628	19,8%
FEEF	27.328	11,1%	0	2.000	0	25.328	10,1%
MEEF	24.300	9,9%	0	0	0	24.300	9,7%
FMI	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
4. Dívida total (1.+ 2.+3.)	245.558	100,0%	54.052	46.715	-1.884	251.012	100,0%
5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	-572	0,0%	0	0	0	-629	0,0%
6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+ 5.)	244.987	0,0%	0	0	0	250.384	0,0%

Nota: Os saldos em dívida encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período, enquanto os valores de emissões e de amortizações estão ao valor de encaixe. A coluna Outros inclui variações cambiais, mais- ou menos-valias nas emissões e nas amortizações e a variação do valor da renda perpétua e dos consolidados.

Fonte: IGCP

A6. Custo da Dívida Direta do Estado

Quadro 21 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

(valores em EUR milhões)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Juros da dívida pública	7.020	6.924	7.017	7.038	7.282	7.034	7.063	7.108
Bilhetes do Tesouro	572	505	381	99	9	2	-35	-45
Obrigações do Tesouro	4.656	4.198	3.964	4.087	4.544	4.599	4.842	4.858
Empréstimos PAEF	1.080	1.704	2.009	2.119	1.846	1.567	1.178	1.058
Certificados de Aforro e do Tesouro	303	328	379	562	791	669	731	780
Outros	409	189	284	171	92	197	347	457
Outros encargos (*)	115	87	81	67	101	93	82	61
Empréstimos PAEF (**)	91	56	19	2	16	11	28	15
Outros	24	31	63	65	85	82	54	47
Total de encargos pagos	7.135	7.010	7.098	7.105	7.383	7.127	7.145	7.169
Juros recebidos de aplicações financeiras	-285	-169	-126	-13	-4	-4	1	-2
Juros e outros encargos líquidos	6.850	6.841	6.972	7.092	7.379	7.123	7.146	7.168

Notas: (*) Os outros encargos refletem nomeadamente custos associados à colocação de dívida no mercado (emissão, distribuição e amortização e custódia de títulos), comissão de gestão do IGCP e outras despesas relacionadas com a obtenção de notação de risco de crédito para a República. (**) Em 2011 uma parcela, de EUR 64 milhões, de encargos com os empréstimos do PAEF foi reclassificada como juro numa ótica de Contas Nacionais e periodificada ao longo da vida do empréstimo. Os valores de 2012 incluem a *guarantee commission fee* dos *EFSF bills*, no total de EUR 1,2 milhões, que em Contas Nacionais foi reclassificada como juro.

Fonte: IGCP

Quadro 22 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)

(valores em EUR milhões)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Juros da dívida pública								
Bilhetes do Tesouro	621	444	214	35	5	-14	-46	-47
Obrigações do Tesouro	4.368	4.316	4.362	4.361	4.315	4.384	4.220	3.930
Empréstimos PAEF	1.552	1.881	2.262	2.215	1.942	1.574	1.245	1.115
Certificados de Aforro e do Tesouro	365	400	517	687	734	709	794	764
Outros	235	175	281	352	365	454	516	549
Total de juros pagos	7.141	7.218	7.636	7.650	7.362	7.108	6.729	6.311
Juros recebidos de aplicações financeiras	-284	-167	-125	-13	-3	-4	1	-1
Juros e outros encargos líquidos	6.856	7.050	7.511	7.637	7.359	7.104	6.729	6.310

Notas: (1) Ao contrário da Contabilidade Pública, que adota uma base de caixa, a ótica das Contas Nacionais considera os juros numa base de especialização de exercícios. (2) A especificidade da metodologia de cálculo dos juros de Certificados do Tesouro em Contas Nacionais poderá resultar em revisões retroativas da série, de magnitude reduzida.

Fonte: IGCP

Quadro 23 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)

(valores em EUR milhões)

Ano	Stock de dívida médio*	Juros pagos** (contabilidade nacional)	Taxa de juro implícita	Variação dos juros	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de stock	Efeito preço	Efeito cruzado
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2000	64.566	3.692	5,7%	0	0	0	0
2001	69.313	3.840	5,5%	147	271	-116	-9
2002	75.962	3.943	5,2%	103	368	-242	-23
2003	81.426	3.895	4,8%	-48	284	-309	-22
2004	87.058	3.871	4,4%	-24	269	-275	-19
2005	96.249	3.995	4,2%	124	409	-257	-27
2006	105.158	4.400	4,2%	404	370	31	3
2007	110.681	4.797	4,3%	397	231	158	8
2008	115.633	5.024	4,3%	227	215	12	1
2009	125.605	4.846	3,9%	-178	433	-562	-49
2010	142.261	5.038	3,5%	192	643	-398	-53
2011	163.657	6.646	4,1%	1.608	758	739	111
2012	185.431	7.141	3,9%	494	884	-344	-46
2013	199.837	7.218	3,6%	77	555	-443	-34
2014	211.201	7.636	3,6%	419	410	8	0
2015	222.207	7.650	3,4%	14	398	-365	-19
2016	231.323	7.362	3,2%	-288	314	-578	-24
2017	237.273	7.108	3,0%	-254	189	-432	-11
2018	241.911	6.729	2,8%	-379	139	-508	-10
2019	248.285	6.311	2,5%	-417	177	-579	-15

Notas:

* Para efeitos do cálculo do stock de dívida médio considera-se o valor da dívida total incluindo contas margem.

** Exclui os juros recebidos de depósitos e outros empréstimos concedidos.

$$(2) = S_t - \text{média do stock final de } t \text{ e } t-1$$

$$(4) = i_t = (3)_t / (2)_t$$

$$(5) = \Delta(S_t, i_t) = i_{t-1} \cdot \Delta S_t + S_{t-1} \cdot \Delta i_t + \Delta S_t \cdot \Delta i_t$$

$$(6) = i_{t-1} \cdot \Delta S_t$$

$$(7) = S_{t-1} \cdot \Delta i_t$$

$$(8) = \Delta S_t \cdot \Delta i_t$$

Fonte: IGCP