

6421454367744958005734787462354327290498547563443573
6354542576125423467876590867634865445787682357458974
3573635454257612542346787659086763486544578768235745
8974370398356378356458005734787462354327290498547563
4435736354542576125423467876590867634865445787682357
4589743703983563783564214543677449580057347874623543
498547541 **Gestão da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública** 75
0867634865445787682357458974370398356378356421454367
7449580078765908676348654457876823574589743703983563
7835642145436774495800573478746235432729049854756344
357363545425761254234378356378341 **Relatório Anual 2020** 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.	7
Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2020	8
Principais Destaques	9
1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS	12
1.1. Contexto Macroeconómico Internacional	12
1.2. Economia Portuguesa	14
1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros	16
Caixa 1 Impacto do Brexit na Gestão da Dívida Pública	18
2. Financiamento do Estado	19
2.1. Estratégia de Financiamento	19
2.2. Mercado Secundário	23
3. Ativos e Passivos do Estado	26
3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos	26
Caixa 2 Empréstimo oficial ao abrigo do instrumento SURE	28
3.2. Tesouraria do Estado	29
4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco	33
4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado	33
4.2. Carteira de Derivados das EPR	34
4.3. Gestão da Tesouraria	34
4.4. Indicadores de Custo	36
4.5. Indicadores de Risco	36
Anexos	40
A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2020	40
A2. Composição do Financiamento em 2020	41
A3. Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa	44
A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT	45
A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado	47
A6. Custo da Dívida Direta do Estado	48

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial	13
Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional	13
Gráfico 3 – Crescimento económico, Portugal	15
Gráfico 4 – Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu	15
Gráfico 5 – Dívida de <i>Maastricht</i> , 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	22
Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade	22
Gráfico 11 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário	23
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 – Curva de rendimentos (PT e UE)	29
Gráfico 18 – Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE.....	32
Gráfico 19 – Valor Dispensado vs. Valor Não Dispensado da UTE.....	32
Gráfico 20 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado	35
Gráfico 21 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2020	37
Gráfico 22 – Perfil de <i>refixing</i> no final de 2020	38
Gráfico 23 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2020: Novo <i>Benchmark</i> a 10 anos	45
Gráfico 24 – Emissão sindicada de OT em abril de 2020: Novo <i>Benchmark</i> a 7 anos	46
Gráfico 25 – Emissão sindicada de OT em julho de 2020: Novo <i>Benchmark</i> a 15 anos	46

Índice de Quadros

Quadro 1 – Nova entidade dos bancos sediados no Reino Unido	18
Quadro 2 – Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2020	20
Quadro 3 – Detalhes da emissão UE JUL 2035	28
Quadro 4 – Contas de Disponibilidades	29
Quadro 5 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas	31
Quadro 6 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados	33
Quadro 7 – Carteira de derivados financeiros das EPR	34
Quadro 8 – Estimativa do custo da posição de tesouraria	35
Quadro 9 – Indicadores de custo em fim de ano	36
Quadro 10 – Indicadores de risco em fim de ano	39
Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública	40
Quadro 12 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria	41
Quadro 13 – Composição do financiamento	41
Quadro 14 – Emissões de OT via sindicato	42
Quadro 15 – Emissões de OT via leilão	42
Quadro 16 – Ofertas de troca de OT	43
Quadro 17 – Leilões de BT	43
Quadro 18 – CEDIC/CEDIM	44
Quadro 19 – OEVT com melhor desempenho em 2020	44
Quadro 20 – EBT com melhor desempenho em 2020	44
Quadro 21 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	47
Quadro 22 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	48
Quadro 23 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	48
Quadro 24 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	49

Siglas e Abreviaturas

AE	Área do Euro
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
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
EFR	Estratégia de Financiamento de Referência
EPR	Empresas Públicas Reclasseificadas
EUA	Estados Unidos da América
EUR	Euro
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FEFF	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>
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
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>
PIB	Produto Interno Bruto
p.p.	pontos percentuais
PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i>
RCE	Rede de Cobranças do Estado
Repos	Reportes (Acordos de Recompra)
RTE	Regime da Tesouraria do Estado
SEE	Setor Empresarial do Estado
SI	Serviços Integrados
SFA	Serviços e Fundos Autónomos
STCP	Sociedade de Transportes Coletivos do Porto S. A.
SURE	<i>European instrument for temporary support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency</i>
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

O ano de 2020 é marcado pela crise sanitária, económica e social provocada pela pandemia.

A propagação da COVID-19 no início de 2020 alterou de forma súbita e profunda os comportamentos sociais e as relações económicas à escala global, gerando uma crise de proporções inéditas na era moderna. Um ano depois, e não obstante uma resposta política imediata, concertada e também ela de proporções inéditas, as perdas económicas e sociais ainda se fazem sentir. Embora as famílias e as empresas já se tenham ajustado a uma nova realidade e o processo de vacinação traga esperança, as perspetivas mantêm-se dúbias, por serem indissociáveis da evolução ainda incerta da pandemia.

Quando a crise eclodiu, Portugal prosseguia um ciclo virtuoso de crescimento económico e correção de desequilíbrios.

Graças a um ajustamento estrutural profundo, e em contraste com crises anteriores, a economia nacional dispunha não só de uma melhor posição de partida, mas também de maior resiliência para enfrentar o choque, quer no imediato, quer numa perspetiva de médio prazo. A economia portuguesa contraiu 7,6% em 2020, em consequência das medidas de contenção do vírus, do comportamento cauteloso dos agentes económicos e da disrupção na mobilidade de pessoas e na cadeia de valor à escala global. Ainda que esta seja uma recessão histórica, não se distanciou largamente da quebra na Área do Euro (6,6%) e ficou aquém das previsões mais pessimistas de várias instituições. Também as dinâmicas no mercado de trabalho e nas contas externas surpreenderam pela positiva (não obstante a deterioração face a 2019), comprovando a eficácia do ajustamento estrutural prévio.

A contenção do choque beneficiou de uma resposta política robusta, colocada em ação desde as primeiras manifestações do vírus em território português. Desde então, o Governo tem vindo a ajustar a estratégia, mantendo-a ancorada em três pilares: (i) combater a propagação do vírus, (ii) apoiar a manutenção do emprego e a economia, (iii) reforçar os apoios sociais. As medidas políticas assumem dimensão considerável, tendo elevado o défice orçamental para 5,7% do PIB e o rácio de dívida bruta para 133,6% em 2020. Ao mesmo tempo, as medidas têm um carácter propositadamente direcionado (aos setores mais vulneráveis) e transitório (estando diretamente associadas ao choque pandémico), pelo que se espera uma redução gradual no défice e na dívida já a partir de 2021.

A definição e execução da estratégia de financiamento de 2020 foram fortemente condicionadas pelo choque pandémico, devendo ser analisadas nesse contexto de excecionalidade.

Embora a tensão nos mercados financeiros tenha sido limitada no tempo, sendo particularmente acentuada em março e abril de 2020, os níveis de incerteza permaneceram sempre elevados, alterando as dinâmicas de oferta e procura de dívida, e exigindo esforços acrescidos no equilíbrio de necessidades e fontes de financiamento. O programa de emissões anual foi revisto e reforçado de forma significativa no início de junho, no contexto da apresentação do Orçamento do Estado Suplementar, que materializou um acréscimo substancial nas necessidades líquidas de financiamento do Estado.

No total do ano, realizaram-se três sindicatos, nove leilões de OT e duas ofertas de troca de OT, tendo as emissões na parte média da curva assumido maior peso relativo. As fontes de financiamento de 2020 incluíram ainda o primeiro desembolso do empréstimo da UE a Portugal ao abrigo do novo instrumento SURE. Sem prejuízo das condicionantes já referidas, a República apresentou regularidade nos leilões de OT e estabilidade da maturidade média das emissões, dando ainda continuidade à tendência de descida na taxa de juro implícita da dívida.

Órgãos Estatutários do IGCP, E.P.E.¹

Conselho de Administração

Cristina Maria Nunes da Veiga Casalinho (Presidente)²

António Abel Sancho Pontes Correia (Vogal)³

Maria Rita Gomes Granger (Vogal)³

Conselho Consultivo

Cristina Maria Nunes da Veiga Casalinho (Presidente)

Alberto Manuel Sarmento Azevedo Soares⁴

Daniel Bessa Fernandes Coelho⁵

Hélder Manuel Sebastião Rosalino⁶

Sérgio Tavares Rebelo⁵

Vasco Manuel da Silva Pereira⁴

Vítor Augusto Brinquete Bento⁴

Fiscal único⁷

Sociedade JM Ribeiro da Cunha & Associados, SROC, Lda

¹ À data da publicação do Relatório.

² Nomeada Presidente do Conselho de Administração do IGCP, E.P.E. pela Resolução 24/2019 de 1 de fevereiro.

³ Nomeado Vogal do Conselho de Administração do IGCP, E.P.E. pela Resolução 24/2019 de 1 de fevereiro.

⁴ 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.).

⁵ Nomeado para o Conselho Consultivo por Despacho da Secretária de Estado do Tesouro 7106/2015 de 18 de junho.

⁶ Membro do Conselho de Administração do Banco de Portugal por este indicado.

⁷ Nomeado pelo Secretário de Estado Adjunto e das Finanças para o mandato 2018-2020.

Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2020⁸

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 Plc 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 Plc Natwest Markets, Plc Nomura International, Plc Novo Banco, S.A. Société Générale

⁸ À data de 31 de outubro de 2020.

Principais Destaques

Em 2020, as necessidades líquidas de financiamento do Estado terão atingido EUR 16,8 mil milhões, repartindo-se por um défice orçamental em torno de EUR 12,2 mil milhões e outras necessidades de financiamento de EUR 4,6 mil milhões. O agravamento face a 2019 decorreu do aumento do défice (+ EUR 8,3 mil milhões), como reflexo das políticas de combate à crise sanitária, económica e social provocada pela COVID-19. Tendo a pandemia causado uma deterioração imprevista e significativa nas necessidades de financiamento, houve necessidade de recorrer a um Orçamento do Estado Suplementar em junho e de reforçar o programa de financiamento anual em conformidade.

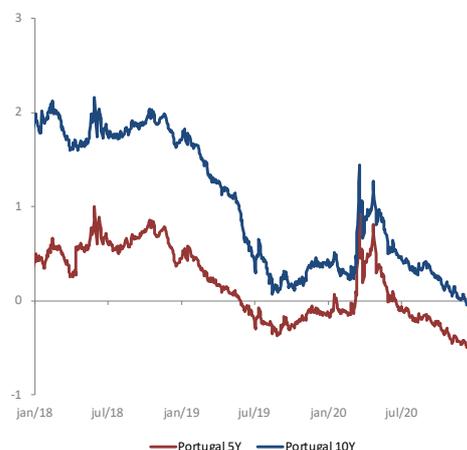
Necessidades e fontes de financiamento em 2020 (EUR milhões)	
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	24.899
Défice orçamental do Estado	12.242
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado	4.585
Amortizações OT (excl operação de troca)	8.019
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE)	0
Outras amortizações de dívida MLP	53
FONTES DE FINANCIAMENTO	24.899
Utilização de depósitos (excl contas margem)	-10.226
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE)	3.045
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	27.157
Emissões OTRV	0
Outras emissões de dívida MLP	16
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	-530
Emissões líquidas CA/CTPC	711
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado	4.726
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	17.047
Saldo de contas-margem no final do ano	415
Saldo total de depósitos no final do ano	17.462

Em consonância com a estratégia habitual, o financiamento do ano foi maioritariamente garantido por emissões de OT, com um valor de encaixe de EUR 27,2 mil milhões (a que acresce EUR 2,7 mil milhões por via de operações de troca). Complementarmente, Portugal recebeu a primeira tranche do empréstimo da UE ao abrigo do instrumento SURE, criado em 2020 para assistir os Estados-Membros no financiamento de medidas de apoio ao emprego no contexto da pandemia. À semelhança de 2019, também em 2020 se registou uma diminuição no saldo de BT.

Operações de financiamento em mercado em 2020			
	Valor nominal (EUR milhões)	Maturidade residual (anos)	Taxa média de emissão (%)
EMISSIONES SINDICADAS DE OT			
OT 0,475% out 2030	4.000	10	0,50%
OT 0,7% out 2027	5.000	7	0,73%
OT 0,9% out 2035	4.000	15	0,93%
LEILÕES DE OT			
OT 2,875% out 2025	1.568	5	0,17%
OT 2,875% jul 2026	2.270	6	0,18%
OT 0,7% out 2027	537	7	0,10%
OT 2,125% out 2028	654	8	-0,09%
OT 3,875% fev 2030	1.666	10	0,70%
OT 0,475% out 2030	4.342	10	0,51%
OT 2,25% abr 2034	795	14	0,56%
OT 4,1% abr 2037	346	17	0,47%
OT 4,1% fev 2045	247	25	1,05%
OPERAÇÕES DE TROCA DE OT			
OT 2,125% out 2028	592	8	-0,13%
OT 1,95% jun 2029	1.733	9	0,09%
LEILÕES DE BT (emissões brutas, excl. FRDP)			
3 meses	1.288	0,25	-0,33%
6 meses	3.042	0,50	-0,39%
11 meses	3.871	0,92	-0,35%
12 meses	5.828	1,00	-0,42%

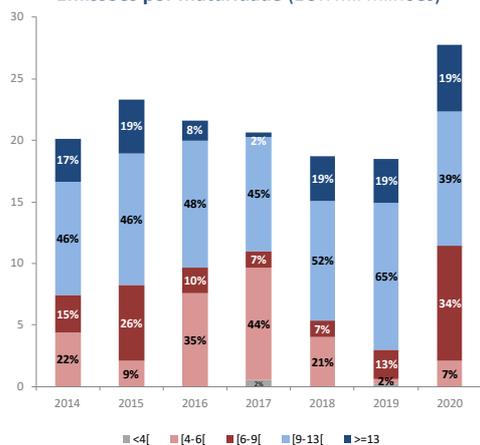
A propagação da COVID-19 afetou drasticamente a economia mundial e motivou um aumento de volatilidade generalizado. No plano financeiro, a tensão foi significativa, mas limitada no tempo, beneficiando de uma resposta política célere, robusta e concertada à escala global: a partir do verão, as condições de mercado retomaram gradualmente as tendências pré-pandemia. Em mercado secundário, a taxa das OT a 10 anos alcançou mesmo o mínimo histórico, no mês de dezembro (-0,05%).

Taxas de juro das OT em mercado secundário (%)

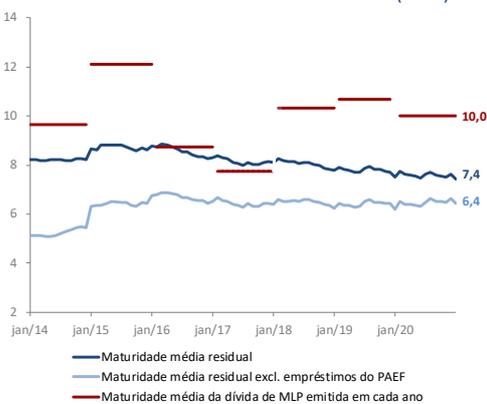


As repercussões da COVID-19 nas necessidades de financiamento e, temporariamente, nas condições de mercado, afetaram a definição e a execução do programa de financiamento. Destaca-se o aumento do peso das emissões de dívida com prazo inferior a 9 anos (41% do total de emissões de médio e longo prazo em 2020, vs. 16% em 2019). Não obstante, a maturidade média da dívida manteve-se globalmente estável.

Emissões por maturidade (EUR mil milhões)

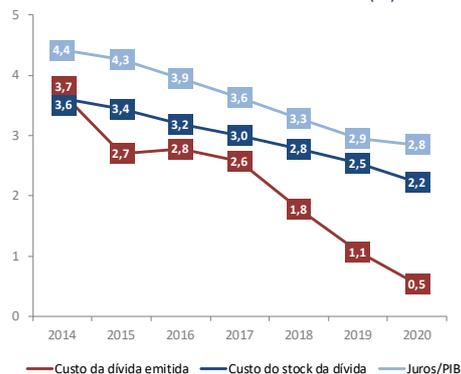


Maturidade da dívida direta do Estado (anos)



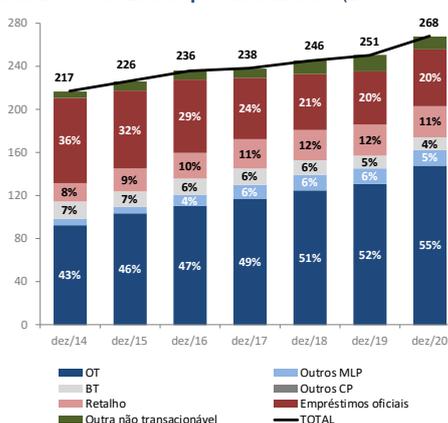
Apesar das circunstâncias excepcionais de 2020, prosseguiu a trajetória descendente no custo de financiamento. A taxa de juro implícita da dívida fixou-se em 2,2%, enquanto o custo marginal de financiamento ponderado por montante e maturidade desceu para 0,5%.

Custo da dívida direta do Estado (%)



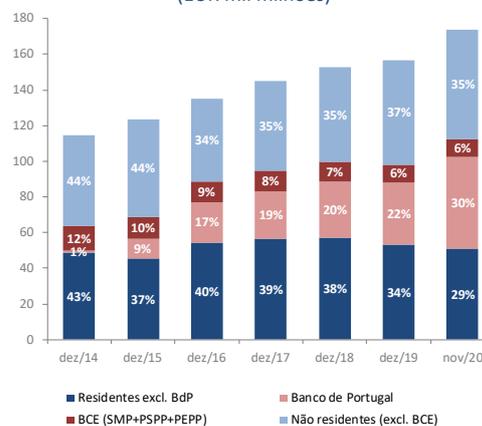
A dívida direta do Estado aumentou para EUR 268,3 mil milhões no final de 2020 (+6,9% face a 2019), refletindo o acréscimo de financiamento necessário para combater a pandemia.

Dívida Direta do Estado por instrumento (EUR mil milhões)



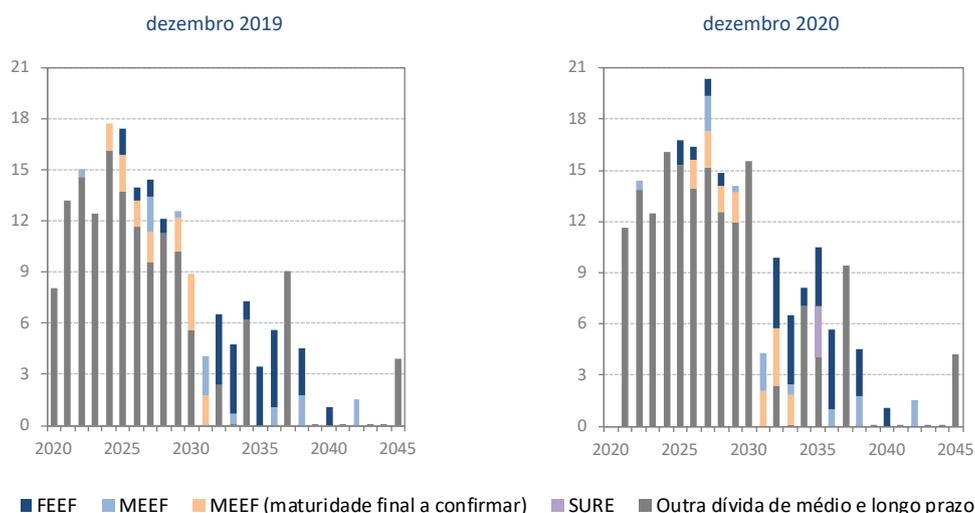
Na composição dos detentores de títulos de dívida direta do Estado, o aumento do peso do Eurosistema reflete o reforço dos programas de compras de ativos para responder à crise. Releva, sobretudo, a criação do novo programa: o PEPP.

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



O alisamento do perfil de reembolsos mantém-se como objetivo orientador na gestão da dívida pública portuguesa, atento o seu contributo para a redução do risco de refinanciamento. Em 2020, apesar dos desafios colocados à gestão da dívida pública no contexto da pandemia, prosseguiu o acompanhamento contínuo de oportunidades de recompras e/ou trocas de dívida. Neste plano, embora não se tenha proporcionado um comportamento tão ativo como em 2019, a República executou duas operações de troca no ano, tendo recomprado um valor nominal agregado de EUR 2,3 mil milhões de OT com amortização em 2021-2022, contra a emissão de OT de maturidade mais longa.

Calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazo⁹
 (EUR mil milhões)



⁹ Exclui instrumentos de dívida de retalho, CEDIC e CEDIM. Inclui maturidades dos empréstimos do MEEF ainda por definir.

1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

Em 2020, a pandemia COVID-19 provocou um choque económico de dimensão global que se repercutiu com intensidades desiguais entre países e setores. As medidas de contenção da crise de saúde pública e a atitude de precaução dos agentes económicos determinaram uma queda da atividade sem precedentes, com o PIB mundial a recuar pela primeira vez desde 2009 (em que contraiu: -0,1%)¹⁰. De acordo com as estimativas do FMI de outubro¹¹, a atividade económica recuou 4,4% em termos reais em 2020, após um aumento de 2,8% em 2019. Esta evolução reflete uma travagem abrupta do comércio internacional (-10,4% em 2020, após +1,0% em 2019 e +3,9% em 2018) e uma contração do investimento¹², relativamente mais severa na Área do Euro (-11,2%) do que nos EUA (-3,6%).

A quebra de atividade em 2020 foi transversal às economias avançadas e às economias emergentes: nos EUA registou-se uma quebra do produto de 3,5% (+2,2% em 2019), na Área do Euro o PIB recuou 6,6% (+1,3% em 2019) e observou-se uma tendência similar noutras economias, como o Reino Unido, a Índia, a Rússia e o Brasil. A exceção foi a China, cuja economia acelerou 2,3% em 2020 (+6,1% em 2019).

O cariz acomodatório da política monetária na Área do Euro e nos EUA foi reforçado em 2020 com o propósito de conter o impacto do choque pandémico. Nos EUA, o choque económico foi menos intenso do que em outras economias avançadas graças a: (i) uma resposta rápida e contundente das políticas monetária e orçamental, com destaque para as medidas de apoio direto ao consumo das famílias; (ii) restrições menos severas à mobilidade; (iii) um peso contido de setores mais expostos a essas restrições; (iv) uma economia relativamente sólida antes do início da pandemia. Na Área do Euro, a quebra histórica (muito superior à que se verificou em 2009: -4,5%) deveu-se sobretudo às fortes restrições de mobilidade e atividade em resposta à forte incidência da COVID-19 no continente a partir de fevereiro. A contração da atividade em 2020 foi, todavia, desigual entre os principais pares europeus: o PIB caiu 4,9% na Alemanha, 8,1% em França, 11% em Espanha, 8,9% em Itália e 7,6% em Portugal. Esta disparidade deve-se às diferentes estruturas da economia de cada país e às medidas de contenção e de apoio económico tomadas pelos diferentes governos.

Além do reforço do estímulo monetário, a resposta de política económica à pandemia caracterizou-se pela introdução de estímulos orçamentais substanciais, em especial entre as economias avançadas. No plano europeu, merecem destaque as três redes de segurança acordadas no Eurogrupo¹³, as decisões

¹⁰ O presente documento considera a informação estatística e as previsões macroeconómicas disponíveis a 31 de março de 2021.

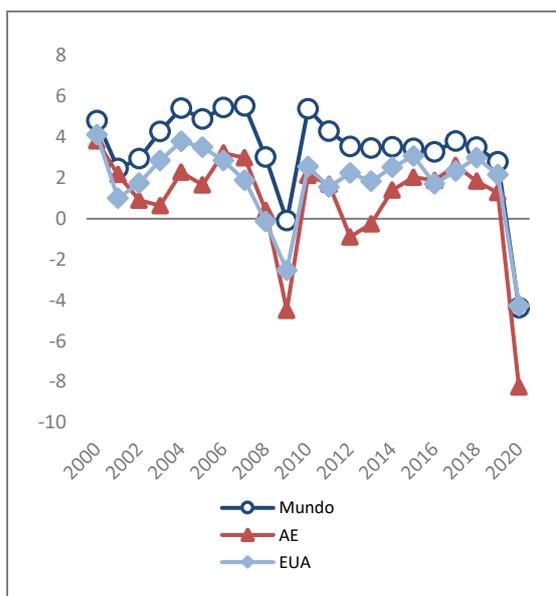
¹¹ À data de 31 de março de 2021, a última base de dados completa publicada pelo FMI reportava a outubro de 2020. Na sua atualização de janeiro, o FMI melhora ligeiramente a sua previsão para a economia mundial. O Fundo estima que em 2020 terá ocorrido uma queda do PIB global de 3,5%, quando no passado mês de outubro o número era de -4,4%. Também revê em alta o crescimento previsto para 2021, que se situa agora em 5,5%, três décimas acima das suas previsões anteriores. O fator-chave desta leitura moderadamente mais positiva são as vacinas contra a COVID-19, que irão operar num contexto de forte apoio das políticas económica e monetária. De facto, o balanço de riscos é menos unidirecional que noutras ocasiões: o FMI continua a ver riscos negativos, mas circunscreve-os ao primeiro período de 2021, enquanto num horizonte temporário mais dilatado, menciona a existência de riscos ascendentes, precisamente devido à implementação das vacinas.

¹² Ao longo do documento, referências à variável investimento correspondem à componente de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

¹³ Acordo sobre redes 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),

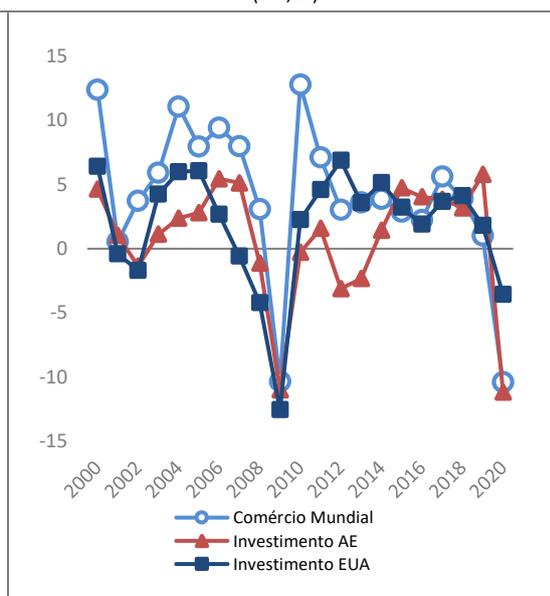
do Conselho Europeu quanto ao fundo de recuperação europeu e ao orçamento da União Europeia¹⁴ e a flexibilidade proposta pelas principais instituições num conjunto de regras, nomeadamente nos planos orçamental e financeiro¹⁵. Este conjunto de medidas teve um impacto direto no combate à crise e reforçou também os níveis de confiança, ao comprovar o empenho dos Estados-Membros em torno do projeto europeu.

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial
(tvh, %)



Fonte: FMI (outubro 2020).

Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional
(tvh, %)



Fonte: FMI (outubro 2020) e AMECO (novembro 2020).

As condições no mercado de trabalho ressentiram-se igualmente do choque pandémico. Nos EUA, a taxa de desemprego atingiu um pico histórico de 14,7% em abril, tendo recuperado ao longo do ano até atingir 6,7% da população ativa em dezembro de 2020, fruto de uma forte aceleração da criação de emprego na segunda metade do ano. Na Área do Euro, o mercado de trabalho também evoluiu desfavoravelmente, com a taxa de desemprego a fixar-se em 8,1% em dezembro de 2020 – um incremento homólogo de 0,7 p.p., ainda que já recuperando face ao pico registado no mês de agosto (8,7%, o registo mensal mais elevado desde dezembro de 2017).

No que diz respeito à evolução dos preços nos consumidores, o FMI estima um recuo da inflação em 2020, situando a evolução do índice geral em +0,8% nas economias avançadas (+1,4% em 2019). Na origem deste comportamento estarão duas tendências: a forte contração da procura agregada e as disrupções nas cadeias de distribuição internacionais derivadas das medidas de restrições à atividade e à própria mobilidade entre países. De acordo com o FMI, a inflação nos EUA, medida pelo Índice de

comunicado pelo Eurogrupo a 9 abril 2020 (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/04/09/remarks-bymario-centeno-following-the-eurogroup-videoconference-of-9-april-2020/>).

¹⁴ Conclusões do Conselho Europeu, 17-21 julho 2020 (<https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-finalconclusions-en.pdf>).

¹⁵ Entre as múltiplas iniciativas neste âmbito, salienta-se a ativação da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento e as orientações de supervisão e regulação bancárias emanadas pelo BCE e pela Autoridade Bancária Europeia (EBA, na sigla inglesa).

Preços no Consumidor (IPC), ter-se-á fixado nos +1,5% (+1,8% em 2019), e na Área do Euro em +0,4% (+1,2% no ano anterior).

Na vertente das finanças públicas, o FMI projeta evoluções similares na Área do Euro e nos EUA. Em média, os 19 países da moeda única terão registado um substancial agravamento do saldo orçamental (para um défice de 10,1% em 2020, mais 9,5 p.p. do que em 2019), com a dívida pública a assinalar o primeiro aumento desde 2014 (para 101,1% do PIB, mais 17,2 p.p. do que no ano anterior). Também nos EUA a política orçamental de cariz expansionista conduziu a um aumento do défice orçamental (para 18,7% do PIB em 2020, mais 12,4 p.p. do que em 2019), que por sua vez se traduziu em novo aumento do *stock* de dívida, para 131,2% do PIB (+22,5 p.p. em termos anuais) – uma tendência que que se deverá manter nos próximos anos.

1.2. Economia Portuguesa

A economia portuguesa replicou a forte contração à escala mundial, tendo o choque pandémico afetado diretamente dois motores de crescimento: o consumo privado ressentiu-se significativamente com as restrições sociais e um comportamento mais cauteloso das famílias; as exportações sofreram uma queda abrupta mediante a retração da procura global e as limitações na cadeia de valor e no comércio mundial. No ano de 2020, o PIB português registou uma contração histórica de 7,6% (que compara com um crescimento de 2,5% em 2019). Após a queda pronunciada da atividade no primeiro semestre e uma recuperação significativa no terceiro trimestre, evidenciando a resiliência da economia, o último trimestre do ano ficou marcado pelo recrudescimento da pandemia, particularmente severo em Portugal e um contributo decisivo para novo abrandamento do produto. Ainda assim, a força da recuperação da atividade após o primeiro confinamento e o avanço progressivo da vacinação abrem perspectivas moderadamente otimistas para 2021.

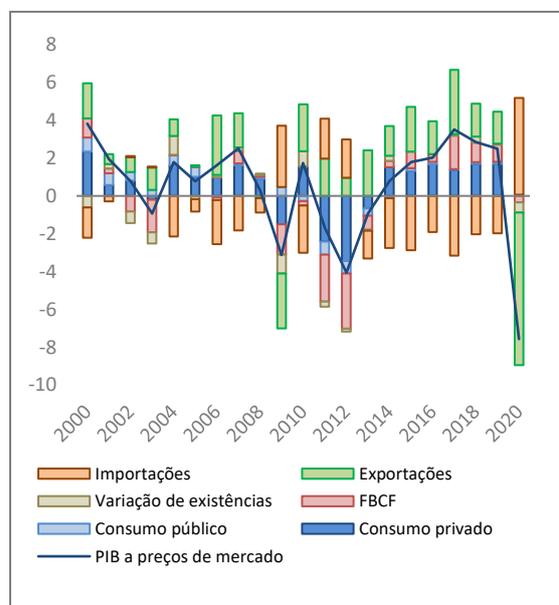
Os contributos da procura interna e externa foram negativos em 2020, tendo o primeiro atingido -4,6 p.p. (+2,8 p.p. em 2019) e o segundo -2,9 p.p. (-0,3 p.p. em 2019). Com exceção do consumo público todas as componentes registaram variações negativas. Assim, o consumo privado recuou 5,9%, a FBCF variou -1,9%, as exportações registaram -18,6% e as importações -12,0%. Na FBCF, destaca-se o facto de a construção ter mantido uma evolução positiva, avançando 4,7% em 2020 (7,2% em 2019). A forte queda das exportações resultou essencialmente da componente de serviços, que registou uma contração de 34%, reflexo do impacto da COVID-19 no turismo. As exportações de bens recuaram 11,4%, um pouco mais do que as importações de bens, que caíram 10,3%.

Neste contexto, o mercado de trabalho exibiu um comportamento surpreendentemente resiliente. De acordo com o INE, em 2020 a taxa de desemprego fixou-se em 6,8% da população ativa, tendo aumentado apenas 0,3 p.p. relativamente a 2019. As medidas de apoio ao emprego, com destaque para o *layoff* simplificado, e uma recuperação económica mais robusta do que o inicialmente previsto no terceiro trimestre do ano terão contribuído para atenuar o impacto da pandemia no mercado de trabalho. A média anual da taxa de desemprego jovem (15-24 anos) atingiu 22,6%, aumentando 4,3 p.p. face ao ano transato. A população ativa contraiu 1,7% entre 2019 e 2020, também como reflexo da especificidade da crise pandémica, que promoveu um movimento – mormente estatístico – do

desemprego para a inatividade, atentas as restrições à mobilidade e a necessidade de assistência à família¹⁶.

Gráfico 3 – Crescimento económico, Portugal

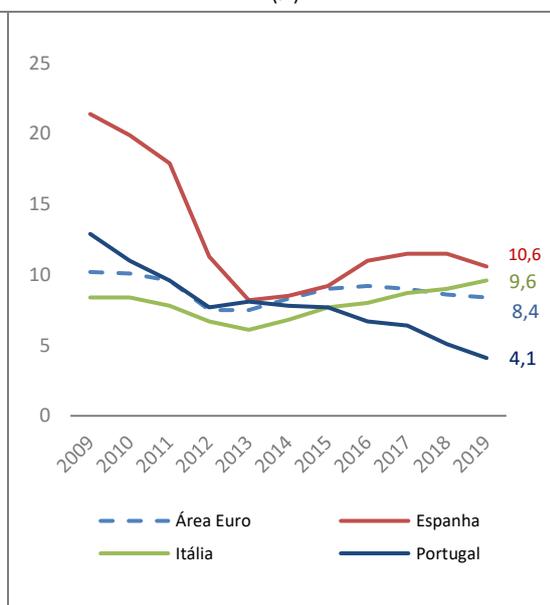
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 – Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu

(%)



Fonte: Eurostat

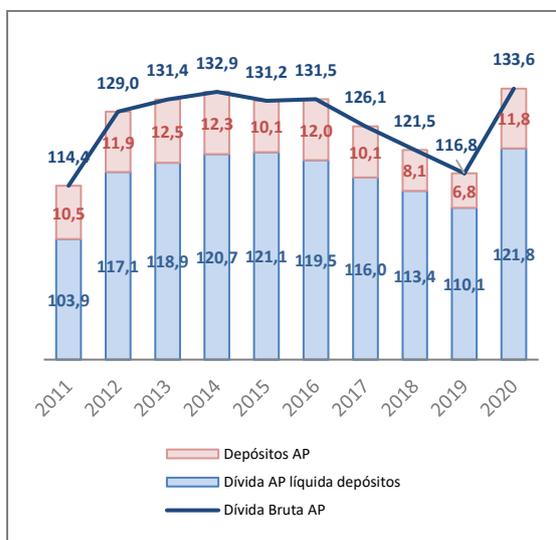
Em 2020, Portugal registou um saldo orçamental de -5,7% do PIB. A deterioração marcada relativamente a 2019, em que o saldo orçamental alcançou um excedente histórico de 0,1% do PIB, reflete as circunstâncias excecionais da pandemia COVID-19. A implementação de medidas discricionárias de apoio económico e social e a livre atuação dos estabilizadores automáticos permitiu conter o impacto do choque na atividade, mas traduziu-se numa redução da receita (5,0%) e num aumento de despesa (7,8%). O comportamento da receita é fortemente influenciado pela evolução dos impostos indiretos (contributo de -3,2 p.p.), em resultado da contração da atividade económica. Do lado da despesa, é de salientar o crescimento expressivo dos subsídios (contributo de 3,0 p.p.), no qual se reflete o impacto de uma das medidas centrais de apoio ao emprego – o *layoff* simplificado. Importa ainda referir uma nova diminuição expressiva dos encargos com juros (-8,6%), permitindo manter a tendência decrescente no peso desta rubrica no PIB, não obstante a redução marcada do denominador em 2020. Neste quadro, o saldo primário registou um défice pela primeira vez desde 2014, fixando-se em -2,8% do PIB em 2020 (uma deterioração de 5,9 p.p. face ao ano anterior).

A dívida pública na ótica de *Maastricht* interrompeu a trajetória decrescente que se verificava desde 2015, fixando-se em 133,6% do PIB no final de 2020. Este valor traduz um aumento anual de 16,8 p.p. do PIB.

¹⁶ Em termos estatísticos, os indivíduos que não procuraram ativamente trabalho no período recente e/ou que não se encontram imediatamente disponíveis para trabalhar são classificados como população inativa, em detrimento de pertencerem à classe de desempregados.

Gráfico 5 – Dívida de Maastricht, Portugal

(% PIB)



Fonte: Banco de Portugal, INE.

Gráfico 6 – Saldos Orçamentais, Portugal

(% PIB)



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

Fonte: INE

O histórico recente em termos de robustez do crescimento económico e disciplina nas finanças públicas – repercutindo-se numa redução acumulada do rácio da dívida de 16,1 p.p. do PIB entre 2014 e 2019 – possibilitou um ano relativamente estável para a notação financeira da República Portuguesa, classificada em grau de investimento pelas principais agências desde o final de 2018. A Standard & Poor's manteve o rating em *BBB* (desde março de 2019), tendo revisto o *outlook* de positivo para estável em abril. A DBRS manteve o rating e o *outlook* da República (*BBB(high)*, estável), nas duas janelas de avaliação anuais. A Fitch reviu o *outlook* para estável em abril, mantendo a notação (*BBB*) inalterada ao longo do ano. A Moody's optou por não se pronunciar em 2020, vigorando a notação (*Baa3*) e o *outlook* (positivo) atribuídos em 2018 e 2019, respetivamente. Assim, a República Portuguesa terminou o ano de 2020 mantendo a sua notação financeira pelas principais agências.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

A pandemia inverteu a expectativa de início de normalização da política monetária, com os principais bancos centrais a reforçarem fortemente a tendência acomodatória em 2020. Em março, a Reserva Federal norte-americana determinou um corte da taxa de juro de referência de 150 p.b. colocando a taxa dos *fed funds* entre 0,0% e 0,25%¹⁷. Na última reunião do ano, a Reserva Federal decidiu manter o intervalo de referência, devido à melhoria das condições financeiras (bolsas em máximos e menor volatilidade) e à continuidade da recuperação económica. Também em março de 2020, o Conselho do BCE decidiu avançar com um novo programa de compra de ativos dos setores público e privado, o programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (PEPP, na sigla inglesa), com o objetivo de combater os riscos financeiros e económicos decorrentes da pandemia COVID-19. Este programa,

¹⁷ O corte global resulta de duas decisões em reuniões excepcionalmente próximas do *Federal Open Market Committee* (-50 p.b. em 3 de março, seguido de -100 p.b. em 16 de março).

inicialmente lançado com uma dotação de EUR 750 mil milhões e duração até final de 2020, juntou-se ao reforço do envelope total do programa de compra de ativos (APP) em EUR 120 mil milhões durante 2020 (decidido uma semana antes). Adicionalmente foram recalibradas as linhas de financiamento para o sistema financeiro com melhores condições (TLTRO-III, na sigla inglesa) e restabelecidas as linhas de *swap* em dólares norte-americanos (USD) com outros bancos centrais. Posteriormente, em junho, a autoridade monetária da Área do Euro decidiu reforçar o PEPP em EUR 600 mil milhões (para um total de EUR 1.350 mil milhões) e estender a sua duração até junho de 2021. Na última reunião do ano, em dezembro, o Conselho do BCE deliberou novo reforço do PEPP de EUR 500 mil milhões, perfazendo um total de EUR 1.850 mil milhões, estendendo a duração do programa até março de 2022 e decretando que o reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos no âmbito deste programa decorreria pelo menos até ao final de 2023.

Neste contexto, a US Libor a 3 meses registou um decréscimo acentuado, sobretudo no primeiro semestre (de 1,9% no início de 2020 para 0,24% no mês de julho), 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 -0,5% ao longo do ano de 2020.

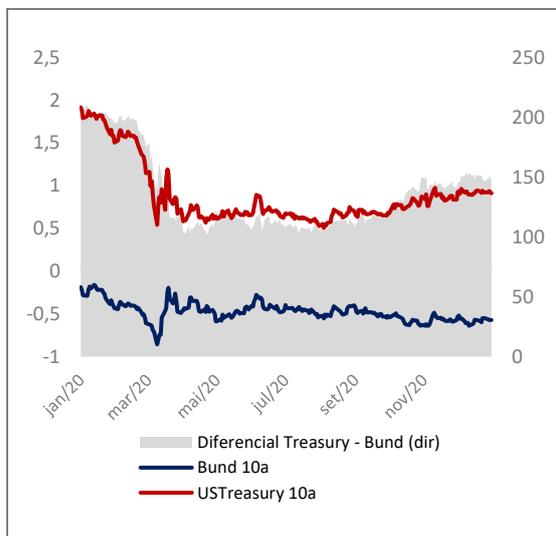
A tendência das taxas de juro de longo prazo foi similar nestas economias, com o diferencial entre os EUA e a Alemanha a estreitar no primeiro semestre, estabilizando posteriormente em torno dos 150 p.b., referência que se manteve até ao final do ano. Não obstante, as taxas registadas no mercado norte-americano 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 ligeira subida no último trimestre do ano, associada à melhoria das expectativas de crescimento de longo prazo. Na União Europeia, também a taxa do *Bund* atingiu valores mínimos em março, subindo cerca de 30 p.b. ainda no primeiro semestre e estabilizando em torno dos -50 p.b. na segunda metade do ano. A generalidade dos países da Área do Euro registou uma evolução semelhante nas taxas de rendibilidade dos seus títulos, sendo de destacar – numa perspetiva anual – a redução 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 apreciação do euro em relação às principais moedas: comparativamente à libra esterlina, o euro registou uma ténue valorização ao longo do ano, verificando-se um comportamento similar, ainda que mais pronunciado, face ao dólar norte-americano. Em relação ao renminbi, as taxas registadas foram mais instáveis, oscilando entre 7,5 e 8,2 CNY.

Para além dos riscos e incertezas associados à pandemia, a evolução dos mercados financeiros em 2020 foi marcada, sobretudo na parte final do ano, pela iminência de uma nova fase no relacionamento entre o Reino Unido e a União Europeia. Com efeito, embora o Reino Unido tenha cessado o estatuto de Estado-Membro a 31 de janeiro de 2020, a alteração efetiva de circunstâncias subjacente ao *Brexit* apenas ocorreu a partir de 31 de dezembro de 2020, quando terminou o período de transição (cf. Caixa 1).

Gráfico 7 – Taxas de juro de longo prazo

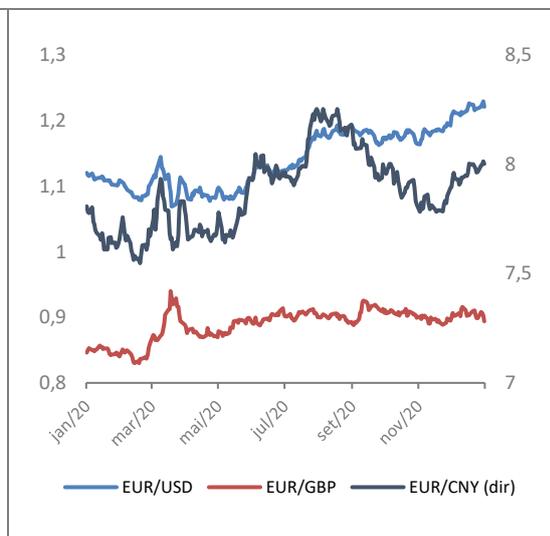
(%, esq) (p.b., dir)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 8 – Taxas de câmbio

(moedas contra o euro)



Fonte: Bloomberg

Caixa 1 | Impacto do *Brexit* na Gestão da Dívida Pública

No dia 31 de janeiro de 2020, o Reino Unido deixou oficialmente de fazer parte da União Europeia, após a votação nesse sentido no referendo de 2016. Até ao dia 31 de dezembro de 2020, existiu um período de transição que permitiu que as regras de acesso ao mercado e de exercício de atividade bancária por parte de entidades sediadas no Reino Unido se mantivessem em vigor.

Portugal tem 19 bancos com o estatuto de *primary dealer* (OEV e EBT) e oito destes estavam sediados no Reino Unido. Com a saída do Reino Unido da UE, estes bancos – que até final de 2020 se encontravam autorizados a operar em Portugal ao abrigo do regime de passaporte comunitário – deixariam de poder exercer atividade na União Europeia. Assim, estes bancos teriam de passar o seu estatuto de *primary dealer* para uma entidade sediada na UE por forma a manter a sua atividade em Portugal. No quadro seguinte tem-se o resumo deste processo.

Quadro 1 – Nova entidade dos bancos sediados no Reino Unido

Entidade sediada no RU	Nova entidade UE	País nova entidade	Data de transferência de estatuto
Goldman Sachs International Bank	Goldman Sachs Bank Europe SE	Alemanha	09/11/2020
Natwest Markets Plc	Natwest Markets N.V.	Holanda	25/11/2020
Barclays Bank PLC	Barclays Bank Ireland PLC	Irlanda	27/11/2020
Nomura International plc	Nomura Financial Products Europe GmbH	Alemanha	30/11/2020
Jefferies International Limited	Jefferies GmbH	Alemanha	01/12/2020
J.P. Morgan Securities PLC	J.P. Morgan AG	Alemanha	04/12/2020
Citigroup Global Markets Limited	Citigroup Global Markets Europe AG	Alemanha	09/12/2020
Morgan Stanley & Co. International plc	Morgan Stanley Europe SE	Alemanha	15/12/2020

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

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

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

2. Financiamento do Estado

2.1. Estratégia de Financiamento

A gestão do financiamento e da dívida pública está subordinada aos princípios definidos na Lei-quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro), devendo assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental, de forma a minimizar os custos diretos e indiretos numa perspetiva de longo prazo e a garantir a sua distribuição de forma equilibrada pelos vários orçamentos anuais, evitando uma excessiva concentração temporal das amortizações e uma exposição a riscos excessivos.

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

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

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

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

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

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

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

Notas: (a) Os valores relativos à execução de 2020 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2020. (b) O Anexo 1 apresenta uma decomposição mais detalhada das necessidades e fontes de financiamento do Estado, assim como uma comparação entre a ótica de contabilidade pública (orçamental) e a ótica de tesouraria (apresentada *supra*).

Fonte: IGCP

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

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

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

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

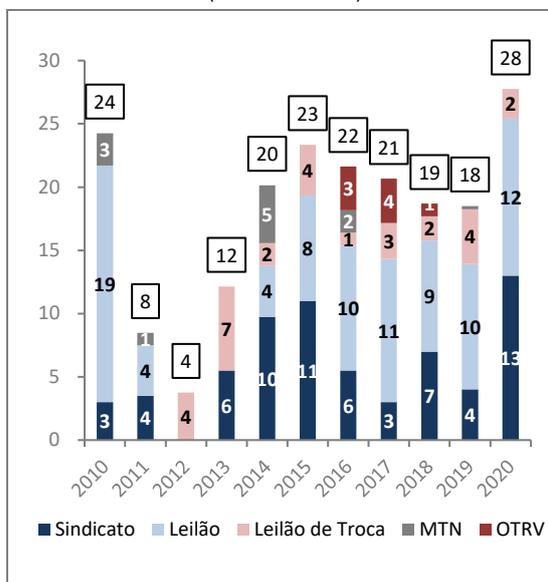
Em relação ao tipo de colocação, verificou-se um aumento do peso do financiamento realizado através de operações sindicadas, em contraponto com a redução do peso dos leilões regulares, uma vez que se realizou a abertura de três novos títulos em 2020 e apenas um em 2019. Contudo, o montante emitido em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

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

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

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

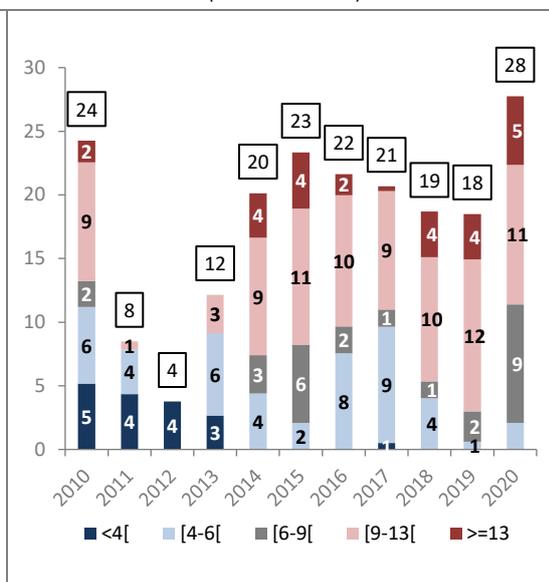
(EUR mil milhões)



Fonte: IGCP

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

(EUR mil milhões)

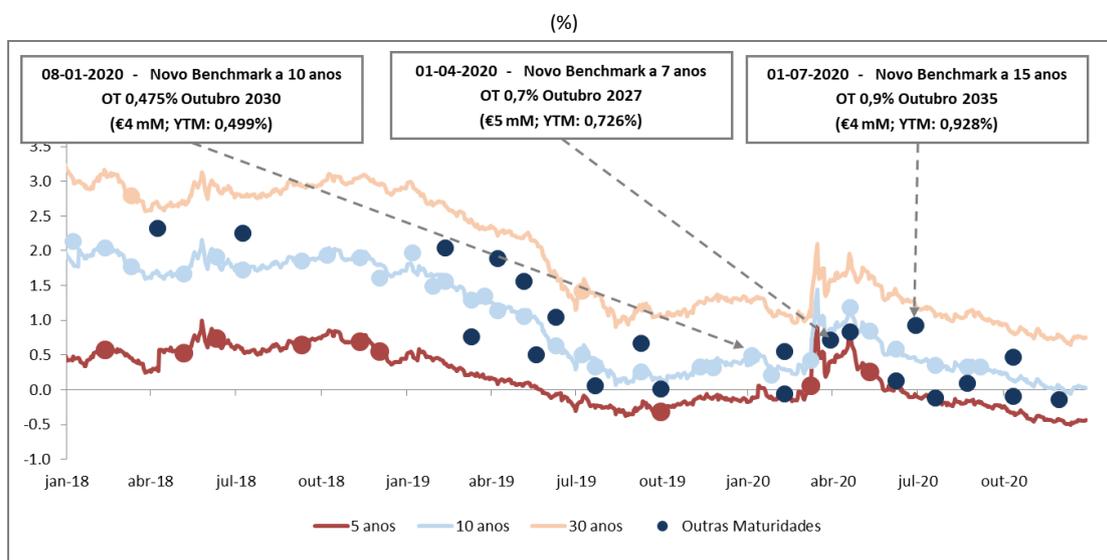


Fonte: IGCP

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

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

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



Fonte: IGCP

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

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

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

A estratégia ativa de gestão de dívida beneficiou ainda da manutenção de reservas de liquidez relativamente elevadas, o que não só reduz o risco de refinanciamento em períodos de maior volatilidade de mercado, como também possibilita a execução de recompras de dívida com vista ao alisamento do perfil de reembolsos da carteira. Em 2020, prosseguiu-se a estratégia de alisamento do perfil de amortizações, com ênfase nos anos de 2021 e 2022, contribuindo para a redução do risco de refinanciamento. Ao longo do ano realizaram-se recompras de dívida, através de leilões de troca, num montante que ascendeu a cerca EUR 2,3 mil milhões (cf. Quadro 16).

2.2. Mercado Secundário

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

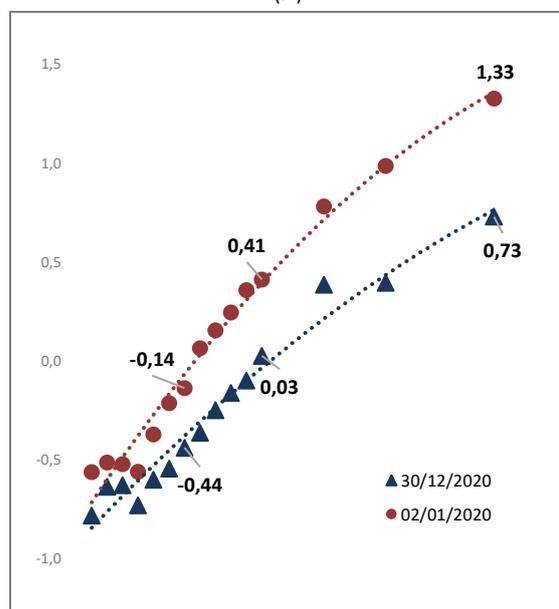
dispõem de maior poder de atuação. Conforme descrito na secção 1.3, os estímulos por via da política monetária foram significativos, destacando-se o seu reforço ao longo do ano em resultado da avaliação da evolução da situação.

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

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

Considerando a totalidade do ano, a taxa de juro da dívida pública portuguesa no prazo de referência a 10 anos desceu de 0,43% no final de 2019 para 0,03% no final de 2020, apesar da volatilidade verificada. A tendência foi comum aos restantes pontos da curva, mas foi mais acentuada na parte longa, tendo-se observado uma redução da inclinação.

Gráfico 12 – Evolução da curva de OT (%)



Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

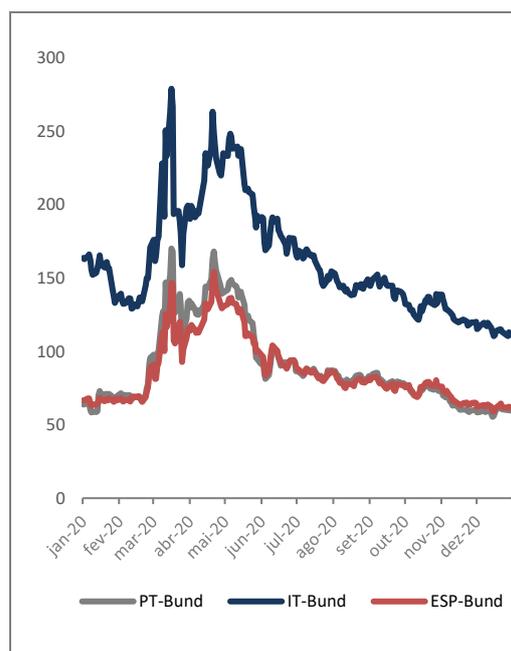
Em termos relativos, o diferencial de custo da dívida pública portuguesa face à Alemanha atingiu um máximo dos últimos dois anos durante o período de maior incerteza, mas manteve-se sempre em linha com os comparáveis na Área do Euro. Após esse período, o diferencial teve um comportamento

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

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

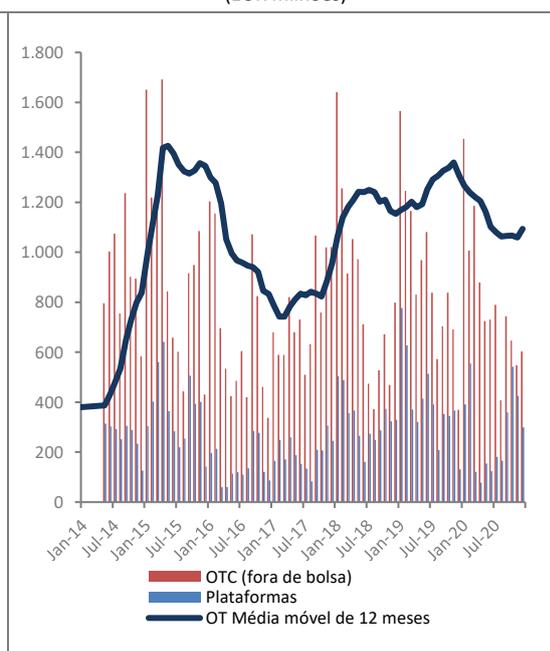
Por sua vez, verificou-se uma diminuição dos volumes médios diários transacionados de OT entre plataformas e mercado *over-the-counter*, revertendo a tendência de melhoria de liquidez no mercado secundário que se vinha a registar até ao início do ano. Esta diminuição deveu-se essencialmente à crise provocada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

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



Fonte: Bloomberg

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



Fonte: IGCP

A concentração do fluxo no mercado secundário é ainda significativa, dado que os cinco maiores OEVT detiveram em 2020 uma quota de mercado de 48%. Este registo representa uma inversão da tendência descendente verificada nos anos anteriores, com uma subida ligeira face a 2019 (46%). Contudo, o valor de 2020 permaneceu bastante inferior ao verificado em 2012 (quando a concentração atingiu 73%) e manteve-se abaixo dos níveis pré-crise da dívida soberana (em torno dos 50%).

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

3. Ativos e Passivos do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos

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

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

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

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

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

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

²⁰ A dívida direta do Estado é um conceito que difere da dívida pública compilada pelo Banco de Portugal para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (dívida de *Maastricht*, apresentada no Gráfico 5) em vários aspetos, entre os quais se destaca: (i) diferenças de delimitação do setor – a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de *Maastricht* se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor institucional das Administrações Públicas; (ii) efeitos de consolidação – a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de *Maastricht* é consolidada, isto é, excluem-se os ativos das Administrações Públicas em passivos emitidos pelas próprias Administrações Públicas.

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

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

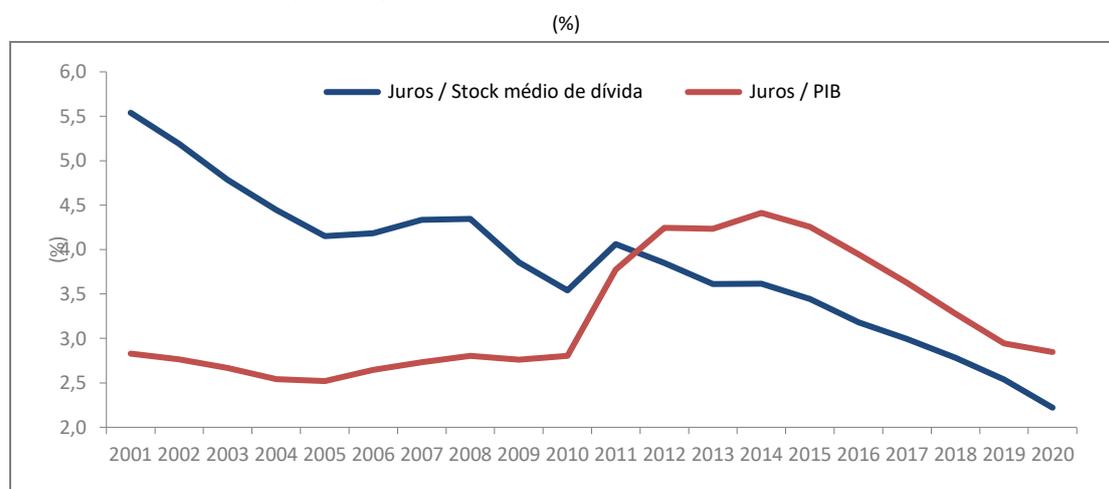
Encargos correntes da dívida

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

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

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

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



Fonte: IGCP

Caixa 2 | Empréstimo oficial ao abrigo do instrumento SURE

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

Em concreto, o SURE é um instrumento através do qual a União Europeia concede empréstimos aos Estados-Membros, para financiar medidas nacionais de apoio à manutenção dos contratos de trabalho e outra despesa relativa à saúde no trabalho, no âmbito da resposta à crise da COVID-19. Os fundos emprestados aos Estados-Membros são angariados em mercado pela Comissão Europeia (em nome da União Europeia) para efeitos deste instrumento específico, que beneficia de um sistema de garantias voluntárias dos Estados-Membros. Tal permite que os empréstimos ao abrigo do SURE sejam concedidos em condições favoráveis, contribuindo diretamente para cobrir os custos de programas nacionais dirigidos à preservação do emprego. O programa SURE tem um montante máximo de EUR 100 mil milhões à escala europeia e estão aprovadas verbas para 18 países no valor de EUR 90,6 mil milhões²¹. Em 2020, a União Europeia emitiu obrigações de dívida num total de EUR 39,5 mil milhões ao abrigo deste programa.

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

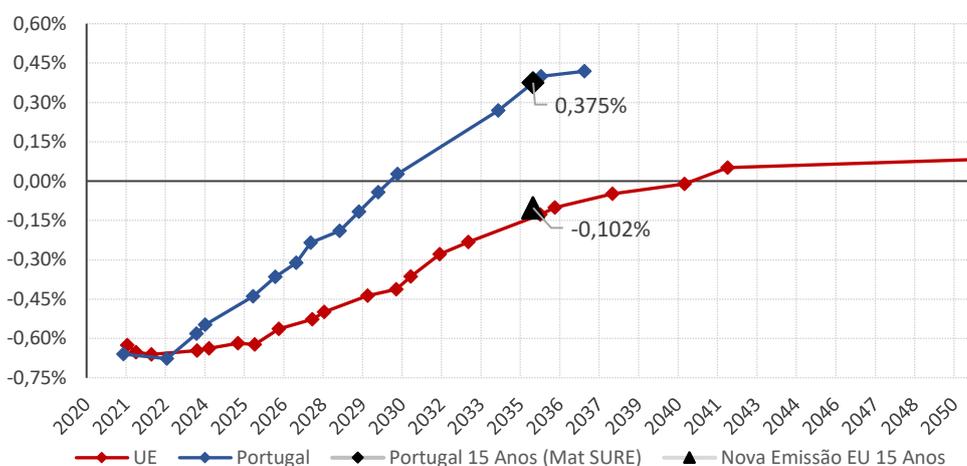
Quadro 3 – Detalhes da emissão UE JUL 2035

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

²¹ Informação à data de referência do presente relatório (31 de março de 2021).

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

Gráfico 17 – Curva de rendimentos (PT e UE)



3.2. Tesouraria do Estado

Disponibilidades da Tesouraria do Estado

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

Quadro 4 – Contas de Disponibilidades

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

Fonte: IGCP

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

No final do ano de 2020, a posição de tesouraria do Estado equivalia a 17,0 mil milhões de euros, que compara com um valor de 6,8 mil milhões de euros no final do ano anterior²². A posição em dezembro de 2020 superou as projeções, na medida em que a execução orçamental se revelou mais favorável que as estimativas iniciais (sobretudo a partir do verão, com a recuperação da atividade económica) e o esforço de centralização da tesouraria do Estado continuou a registar progressos. Por essa razão, e conforme descrito na secção 2.1, também o financiamento realizado no último trimestre de 2020 foi reduzido face ao programa definido. De qualquer modo, devido à maturidade da OT em abril de 2021 (em contraste com os anos mais recentes em que o vencimento ocorria em junho), o pré-financiamento deste reembolso implicaria que, tudo o resto constante, o excedente de tesouraria do Estado no final do ano de 2020 seria mais elevado que em anos anteriores. Acresce que as necessidades líquidas de financiamento em 2021 se mantêm exigentes no contexto da pandemia COVID-19 e que os vencimentos de dívida de médio e longo prazo em 2021 são também superiores aos montantes de 2019 e 2020. Com efeito, a posição de tesouraria do Estado deve ser avaliada em comparação com as necessidades de financiamento previstas para os 12 meses seguintes (medidas em termos brutos, ou seja, considerando as necessidades subjacentes ao Orçamento e também o pagamento da dívida que vence nesse período).

Unidade da Tesouraria do Estado

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

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

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

Quadro 5 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas

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

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

Fonte: IGCP

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

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

Dispensa do Cumprimento da Unidade da Tesouraria do Estado

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

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

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

Gráfico 18 – Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE

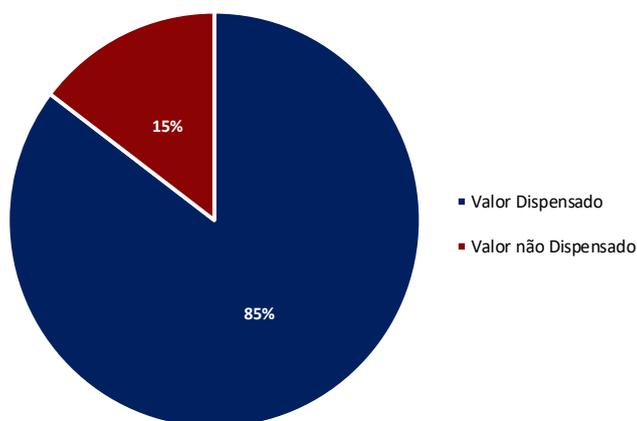


Fonte: IGCP.

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

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

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



Fonte: IGCP

4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco

4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado

As operações de derivativos executadas em 2020 tiveram como principal objetivo assegurar a cobertura cambial da carteira, correspondendo sobretudo a *roll-over* de posições existentes sobre taxa de câmbio.

A carteira de derivativos obteve um resultado líquido de EUR -274,1 milhões ao longo do ano, que é essencialmente explicado pela valorização do euro contra o dólar (9,0% YoY) e pela descida das taxas *swap* do euro. Com efeito, o resultado obtido deveu-se principalmente ao resultado dos *cross-currency interest rate swaps* (EUR -106,7 milhões) e dos *FX swaps/forwards* (EUR -36,9 milhões), utilizados para cobertura de obrigações emitidas no passado em moeda estrangeira (em USD e CNY). Por sua vez, o resultado negativo dos derivativos de taxa de juro está principalmente relacionado com a diminuição das taxas de longo prazo ao longo do ano.

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 151/2019, de 11 de outubro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 175/2019, de 27 de dezembro, foi estabelecida a intermunicipalização da Sociedade de Transportes Coletivos do Porto S. A. (STCP), através da transmissão da totalidade das ações representativas do seu capital social do Estado para os municípios de Gondomar, Maia, Matosinhos, Porto, Valongo e Vila Nova de Gaia. De acordo com o disposto na alínea d) do n.º 1 do artigo 7.º daquele Decreto-Lei, o Estado assumiu as responsabilidades que venham a ser apuradas em decorrência da celebração de contratos de derivativos financeiros pela STCP até 31 de dezembro de 2019. No final de 2020, apenas um derivativo assinado pela empresa permanecia vivo, com vencimento em junho de 2022 e um valor de mercado de EUR -41,6 milhões.

Quadro 6 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivativos

(EUR milhões)	Valor de Mercado		Cash-flow no período (*)	Resultado líquido
	31-dez-20	31-dez-19		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) - (2) + (3)
Taxa de juro	-430,5	-298,4	1,7	-130,5
IRS	-3,0	1,8	1,7	-3,1
Swaptions	-427,6	-300,2	0,0	-127,4
Taxa de câmbio	393,4	618,4	81,4	-143,6
CCIRS	425,3	611,0	79,0	-106,7
Swaps / forwards	-31,8	7,4	2,4	-36,9
Total	-37,1	320,0	83,1	-274,1
Derivado STCP	-41,6	-64,9	-23,8	-0,5

(*) *Cash-flows* positivos correspondem a recebimentos nos derivativos enquanto *cash-flows* negativos correspondem a pagamentos efetuados.

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. A única alteração que ocorreu em 2020 na carteira de derivados deve-se ao facto de um dos derivados do Metropolitano de Lisboa ter atingido a maturidade.

Neste contexto, existiam 12 instrumentos derivados nas carteiras das EPR no final de 2020, com um valor de mercado de EUR -486,0 milhões e um valor contratual de EUR 563,9 milhões.

Quadro 7 – Carteira de derivados financeiros das EPR

(EUR milhões)	Nº derivados	Valor contratual	Valor de mercado		Cash-flow no período (*)	Resultado líquido
			31-dez-20	31-dez-19		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (2) – (3) + (4)
Metropolitano de Lisboa	8	387,5	-272,4	-343,8	-158,8	-87,3
Metro do Porto	4	176,4	-213,7	-303,8	-95,0	-4,8
Total	12	563,9	-486,0	-647,6	-253,7	-92,1

(*) *Cash-flows* positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto *cash-flows* negativos correspondem a pagamentos efetuados.

Fonte: Valorização efetuada pelo IGCP, com exceção do valor de um derivado do Metropolitano de Lisboa em que é usada a valorização da contraparte.

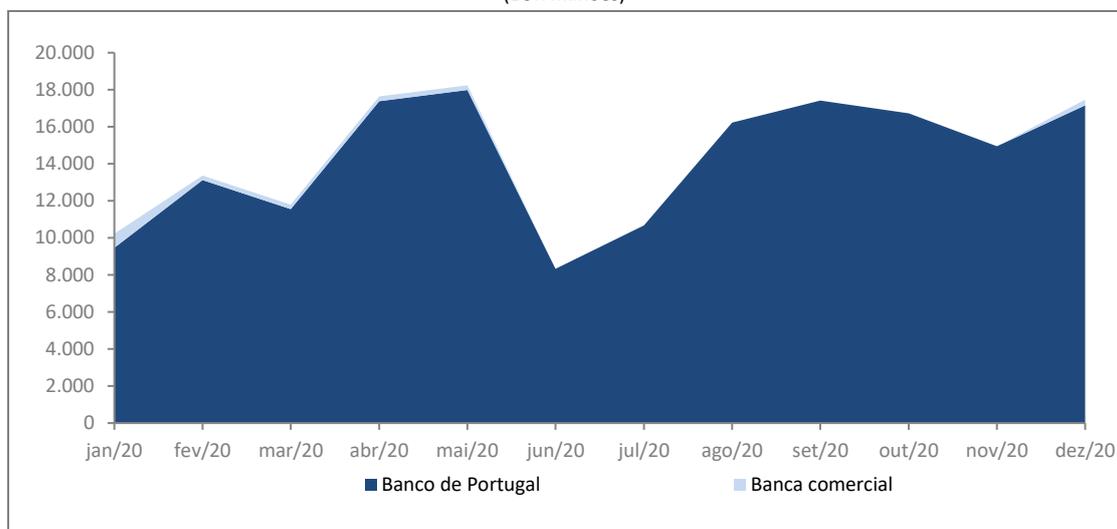
O resultado líquido desta carteira foi de EUR -92,1 milhões ao longo do ano, que é explicado sobretudo pela descida das taxas *swap* do euro. Contudo, o valor de mercado aumentou em cerca de EUR 161,6 milhões, o que reflete o resultado líquido e o valor de *cash-flows* pagos no ano (cerca de EUR 253,7 milhões).

4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2020 manteve-se como objetivo garantir a máxima liquidez nas disponibilidades do Estado pelo que, do universo de instrumentos disponíveis para a gestão de liquidez, continuaram a privilegiar-se as aplicações junto do Banco de Portugal.

Gráfico 20 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado

(EUR milhões)



Fonte: IGCP

O custo de manutenção da posição de Tesouraria calculado com base no custo médio de BT e OT (ou apenas de BT) renovou os mínimos. Com efeito, apesar do aumento no saldo médio de depósitos relativamente ao ano anterior, justificado pelos motivos acima referidos em matéria de pré-financiamento e pela necessária prudência em 2020 mediante a incerteza e volatilidade acrescidas no contexto da pandemia, a República beneficiou também de condições de financiamento mais favoráveis comparativamente a 2019.

Por outro lado, calculando o custo de manutenção da posição de Tesouraria com base na taxa implícita do *stock* total de dívida, registou-se um ligeiro aumento entre 2019 e 2020, dado que a redução no custo da totalidade da dívida não foi tão marcada quanto a registada no financiamento anual.

Quadro 8 – 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⁾		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Saldo médio de depósitos	13.441	11.606	14.009	13.441	11.606	14.009	13.441	11.606	14.009
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	2,8%	2,5%	2,2%	0,9%	0,6%	0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	374	295	311	121	65	38	-44	-48	-56
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	1	-2	8	1	-2	8	1	-2	8
Custo líquido do saldo de Tesouraria	374	293	319	122	63	46	-43	-49	-49
Em % do saldo médio de depósitos	2,8%	2,5%	2,3%	0,9%	0,5%	0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,3%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	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 2020, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado²³ era de EUR 311.878 milhões, refletindo um prêmio de 15,1% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu ligeiramente em 2020 para 2,4%, enquanto a *yield* média diminuiu para 0,4%. O prazo médio de amortização da dívida diminuiu para 7,4 anos.

Quadro 9 – Indicadores de custo em fim de ano

	2018	2019	2020
<i>Outstanding</i> (EUR milhões)	244.916	250.309	267.955
Cupão Médio	2,9%	2,7%	2,4%
<i>Yield</i> Média	1,6%	0,7%	0,4%
Prazo Médio Amortização (anos)	7,8	7,5	7,4
Valor Mercado (EUR milhões)	271.630	289.688	311.878
Prêmio (incl. Juro Corrido)	9,4%	14,3%	15,1%

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 prêmio 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

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 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.

²³ 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.

Tendo por base a previsão das necessidades de financiamento subjacente ao Orçamento do Estado para 2021, a posição da carteira no final de 2020, um cenário central para financiamento de 2021 e um conjunto de cenários simulados²⁴ para a dinâmica da curva das taxas de juro (BT e OT):

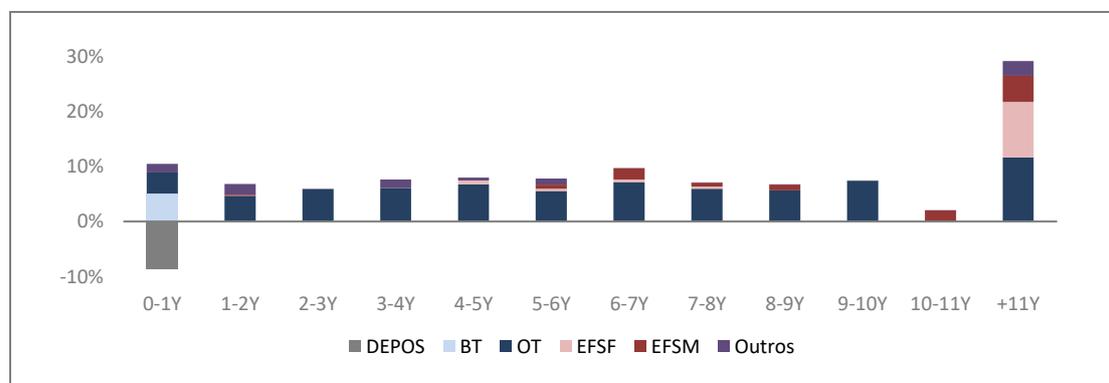
- O valor esperado dos encargos com a carteira para 2021 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de EUR 5.553 milhões;
- Existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder EUR 5.774 milhões (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro;
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 221 milhões. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, por via da variação das taxas de juro, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,11 p.p. em 2021 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.

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 2020, a carteira de dívida ajustada²⁵ apresentava o perfil de refinanciamento exposto na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

Gráfico 21 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2020



Fonte: IGCP

²⁴ Para a simulação dos cenários para a estrutura de prazos da taxa de juro, usou-se um modelo VAR (Vetor Autorregressivo) com 3 fatores obtidos por Análise das Componentes Principais.

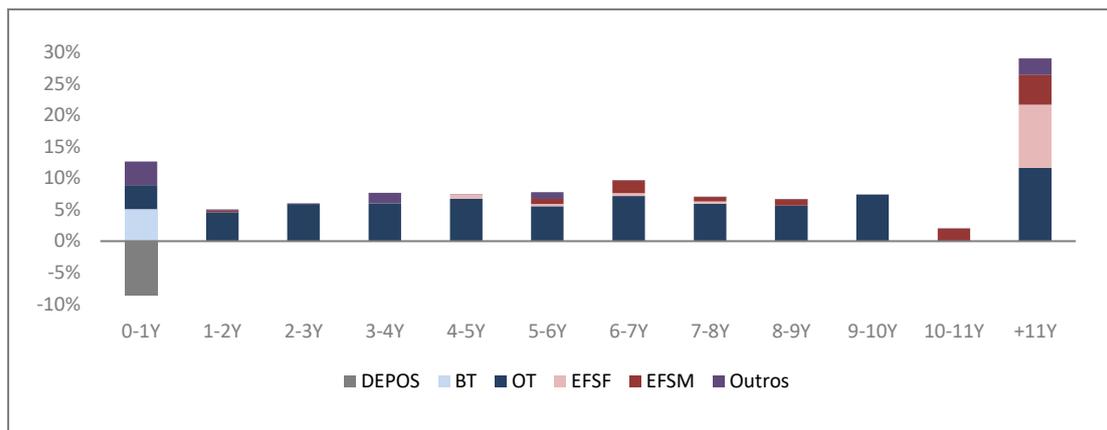
²⁵ A carteira de dívida ajustada refere-se ao conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, mas excluindo a dívida de retalho e os instrumentos CEDIC e CEDIM.

Risco de taxa de juro

A duração modificada²⁶ da carteira de dívida total e da carteira de dívida ajustada situava-se no final de 2020 em 5,71 e 6,30, respetivamente. Durante o ano de 2020, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2020, 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 22 – Perfil de *refixing* no final de 2020



Fonte: IGCP

Risco de taxa de câmbio

No final de 2020, a exposição cambial primária (i.e. não incluindo operações de cobertura) representava 1,86% 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 com saldo vivo nessa data (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

²⁶ A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

componentes deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do CSA.

Ao longo de 2020, 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 0,08% do valor da carteira ajustada, ou seja, aquele limite estava ocupado em 2,60%.

Quadro 10 – Indicadores de risco em fim de ano

	2018	2019	2020
Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada)	2,04%	2,12%	1,86%
Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada)	0,00%	0,00%	0,00%
Duração Carteira Total (anos)	5,07	5,42	5,71
Duração Carteira Ajustada (anos)	5,69	6,07	6,30

Fonte: IGCP

Anexos

A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2020

Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública

(EUR milhões)	2019	2020 ^(P)
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	9.499	16.827
Défice Orçamental	3.940	12.242
Aquisição líquida de activos financeiros (excepto privatizações)	5.559	4.585
Dotação para o FRDP	0	0
Transferência de saldo de gerência da ADSE	0	0
2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)	40.449	36.841
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	3.876	3.987
Dívida de curto prazo em euros	21.697	22.327
Dívida de médio e longo prazo em euros	14.815	10.530
Dívida em moedas não euro	86	0
Fluxos de capital de swaps (líq.)	-25	-3
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	49.948	53.668
4. FONTES DE FINANCIAMENTO	50.087	55.117
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	723	108
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	47.811	55.009
Emissões de dívida no Período Complementar	1.553	0
5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3.)	108	1.449
p.m. Discrepância estatística	-31	0
p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)	47.811	56.562
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	0	1.553
Relativas ao Orçamento do ano	47.811	55.009

Nota: Os valores relativos à execução de 2020 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2020.

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 12 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria

(EUR milhões)	2019	2020 ^(P)
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	19.783	24.899
Défice orçamental do Estado	3.940	12.242
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	5.559	4.585
Operações pontuais	0	0
Amortizações OT (excl operação de troca)	8.143	8.019
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE)	2.000	0
Outras amortizações de dívida MLP	141	53
FONTES DE FINANCIAMENTO	19.783	24.899
Utilização de depósitos (excl contas margem)	2.508	-10.226
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE)	0	3.045
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	15.663	27.157
Emissões OTRV	0	0
Outras emissões de dívida MLP	64	16
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	-1.415	-530
Emissões líquidas CA/CTPC	780	711
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	2.183	4.726
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	6.850	17.047
Saldo de contas-margem no final do ano	624	415
Saldo total de depósitos no final do ano	7.474	17.462

Nota: Os valores relativos à execução de 2020 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2020.

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

A2. Composição do Financiamento em 2020

Quadro 13 – Composição do financiamento

(EUR milhões)	Emissão	Amortização	Líquido
DÍVIDA EURO	56.562	36.844	19.718
CA - Certificados de Aforro	816	616	199
CT - Certificados do Tesouro	3.884	3.371	513
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	7.046	9.720	-2.674
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	13	33	-20
BT - Bilhetes do Tesouro	11.453	11.983	-530
OT - taxa fixa	29.875	10.444	19.431
OTRV	0	0	0
FEEF	0	0	0
MEEF	0	0	0
SURE	3.045	0	3.045
Outra Dívida curto prazo	415	624	-209
Outra Dívida longo prazo	16	53	-37
DÍVIDA NÃO EURO	0	0	0
FMI	0	0	0
Outra Dívida	0	0	0
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)	0	-3	3
TOTAL	56.562	36.841	19.721

Nota: Os valores relativos à execução de 2020 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2020.

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 14 – 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)
08-jan-2020	OT 0,475% OUT 2030	4.000	0,499%	73	33
01-abr-2020	OT 0,7% OUT 2027	5.000	0,726%	130	86
01-jul-2020	OT 0,9% OUT 2035	4.000	0,928%	111	88

¹ Bund.

Fonte: IGCP.

Quadro 15 – 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)
12-fev-2020	OT 2,25% ABR 2034	663	132	0,56%	37,8
12-fev-2020	OT 2,875% JUL 2026	564	112	-0,06%	17,2
11-mar-2020	OT 2,875 OUT 2025	681	0	0,06%	45,5
11-mar-2020	OT 0,475 OUT 2030	500	6	0,43%	63,7
22-abr-2020	OT 3,875 FEV 2030	598	113	1,19%	123,5
22-abr-2020	OT 2,875% JUL 2026	418	78	0,84%	102,0
13-mai-2020	OT 0,475 OUT 2030	742	129	0,85%	97,5
13-mai-2020	OT 2,875 OUT 2025	750	137	0,26%	54,5
10-jun-2020	OT 2,875% JUL 2026	585	0	0,14%	38,5
10-jun-2020	OT 0,475 OUT 2030	920	105	0,60%	66,4
22-jul-2020	OT 2,875% JUL 2026	430	82	-0,11%	24,8
22-jul-2020	OT 0,475 OUT 2030	820	157	0,35%	55,4
26-ago-2020	OT 0,7 OUT 2027	450	87	0,10%	38,0
26-ago-2020	OT 4,1 FEV 2030	800	155	0,34%	51,8
09-set-2020	OT 0,475 OUT 2030	964	0	0,33%	54,0
09-set-2020	OT 4,10% FEV 2045	247	0	1,05%	98,0
14-out-2020	OT 2,125 OUT 2028	654	0	-0,09%	29,0
14-out-2020	OT 4,10% ABR 2037	346	0	0,47%	54,8

Fonte: IGCP.

Quadro 16 – Ofertas de troca de OT

Data da operação	Título	Posição	Exchange offer YTM	Valor nominal (EUR milhões)
29-jan-2020	OT 1,95 JUN 2029	Emissão	0,22%	949
02-dez-2020	OT 2,125% OUT 2028	Emissão	-0,13%	592
02-dez-2020	OT 1,95 JUN 2029	Emissão	-0,07%	784
				2.325
29-jan-2020	OT 3,85% ABR 2021	Compra	-0,58%	949
02-dez-2020	OT 3,85% ABR 2021	Compra	-0,68%	692
02-dez-2020	OT 2,20% OUT 2022	Compra	-0,69%	684
				2.325

Fonte: IGCP.

Quadro 17 – 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)
15-jan-2020	BT 17 JUL 2020	500	0	-0,49%	-15,5
15-jan-2020	BT 15 JAN 2021	1.250	203	-0,48%	-23,0
19-fev-2020	BT 15 MAY 2020	300	0	-0,50%	-9,4
19-fev-2020	BT 15 JAN 2021	950	0	-0,48%	-18,6
18-mar-2020	BT 18 SEP 2020	595	25	-0,09%	26,9
18-mar-2020	BT 19 MAR 2021	405	17	-0,10%	15,2
15-abr-2020	BT 17 JUL 2020	410	28	-0,01%	23,9
15-abr-2020	BT 19 MAR 2021	840	73	0,04%	15,9
20-mai-2020	BT 20 NOV 2020	750	153	-0,41%	-27,4
20-mai-2020	BT 21 MAY 2021	1.000	241	-0,35%	-29,3
17-jun-2020	BT 18 SEP 2020	250	0	-0,48%	-9,0
17-jun-2020	BT 21 MAY 2021	1000	58	-0,44%	-29,8
15-jul-2020	BT 15 JAN 2021	500	19	-0,47%	-13,5
15-jul-2020	BT 16 JUL 2021	1.250	103	-0,45%	-17,9
19-ago-2020	BT 20 NOV 2020	300	0	-0,50%	-1,2
19-ago-2020	BT 16 JUL 2021	950	0	-0,47%	-9,2
16-set-2020	BT 19 MAR 2021	500	0	-0,52%	-5,8
16-set-2020	BT 17 SEP 2021	1.250	109	-0,50%	-7,8

Nota: Exclui emissões a favor do FRDP.

Fonte: IGCP.

Quadro 18 – CEDIC/CEDIM

	2019				2020			
	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	13.315	259	0,08%	0,49	9.253	260	0,08%	0,50
Amortizações antecipadas	276	15	0,06%	0,20	902	19	0,09%	0,52
<i>Saldo final de ano</i>	<i>9.720</i>				<i>7.046</i>			
CEDIM								
Emissões	0	1	0,27%	10,21	13	2	0,01%	2,35
Amortizações antecipadas	3	1	1,08%	0,51	-	-	-	-
<i>Saldo final de ano</i>	<i>953</i>				<i>934</i>			

¹ Taxa 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* (OEV), 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 2020, destaca-se a *performance* dos seguintes participantes no mercado de OT e BT, respetivamente:

Quadro 19 – OEV com melhor desempenho em 2020

1	Nomura
2	Crédit Agricole
3	JP Morgan
4	Deutsche Bank
5	Morgan Stanley

Fonte: IGCP.

Quadro 20 – EBT com melhor desempenho em 2020

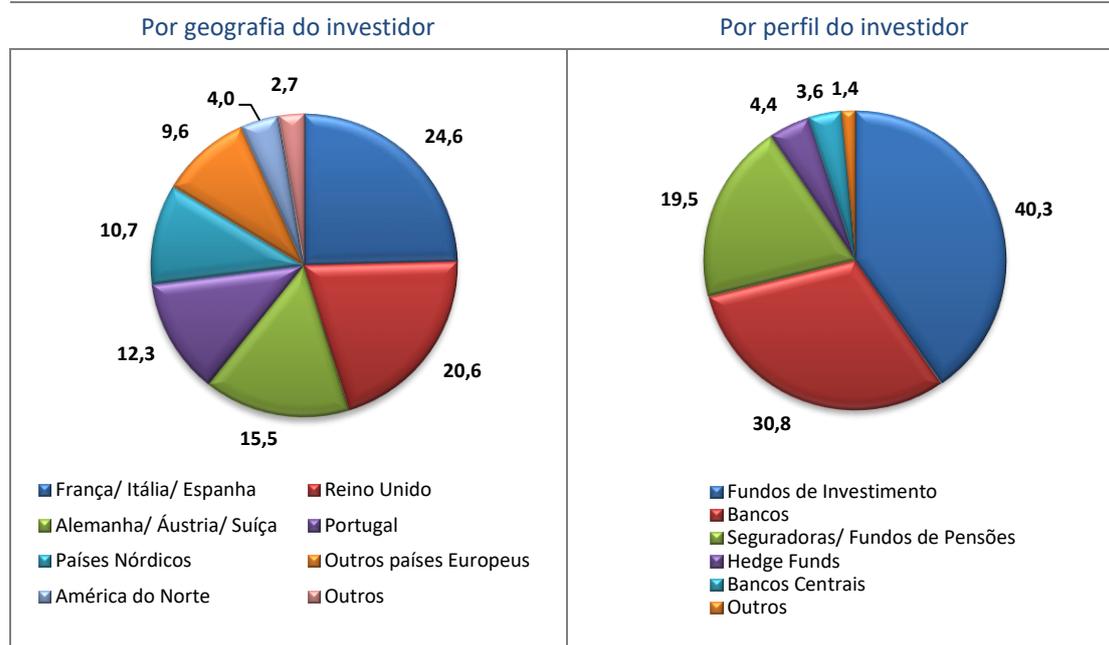
1	Millenniumbcp
2	BBVA
3	Goldman Sachs
4	JP Morgan
5	Caixa Geral de Depósitos

Fonte: IGCP.

A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT

Em janeiro de 2020, a República Portuguesa colocou EUR 4 mil milhões de OT através de uma operação sindicada a 10 anos. Nesta operação, cerca de 88% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores de França, Itália e Espanha (25%), mas também a presença relevante de investidores do Reino Unido (com cerca de 21% da distribuição), e da Alemanha, Áustria e Suíça (com 16% de alocação). É ainda de sublinhar a forte participação de investidores *real money*, com especial enfoque nos Fundos de investimento, nas Seguradoras e Fundos de Pensões, que habitualmente garantem uma maior estabilidade dos preços em mercado secundário.

Gráfico 23 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2020: Novo Benchmark a 10 anos

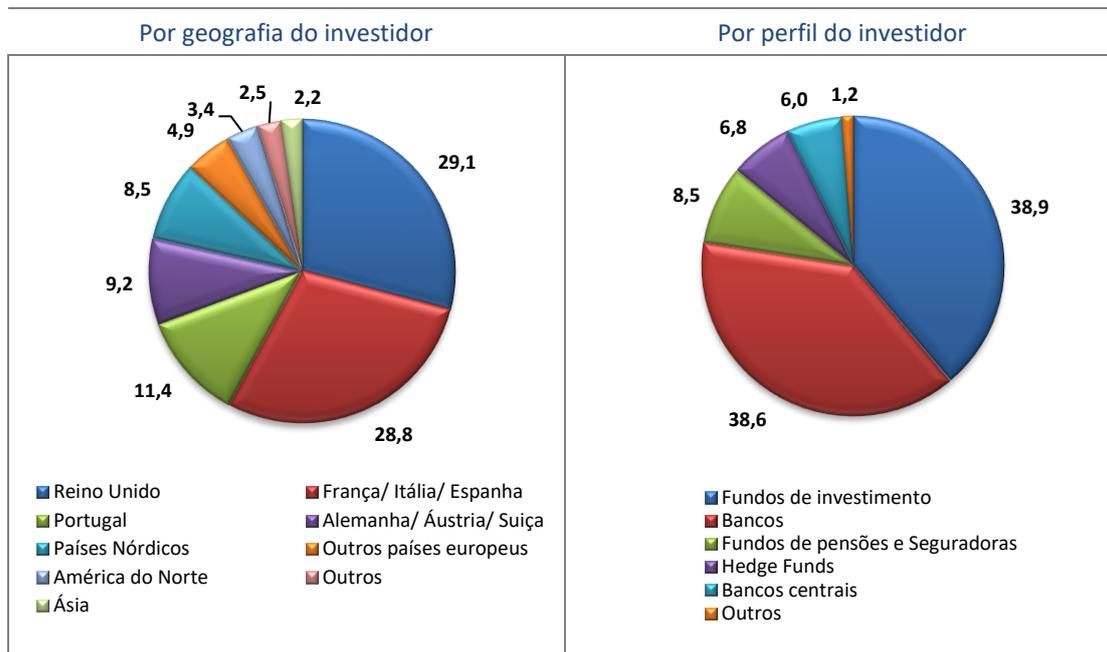


Fonte: IGCP.

Fonte: IGCP.

Em abril de 2020, a República Portuguesa colocou EUR 5 mil milhões de OT através de uma operação sindicada a 7 anos. Nesta operação, cerca de 89% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores do Reino Unido (com cerca de 29% da distribuição), de França, Itália e Espanha (29%), e da Alemanha, Áustria e Suíça (com 9% de alocação). Os Fundos de investimento e os Bancos foram os principais participantes nesta transação com cerca de 39% cada um.

Gráfico 24 – Emissão sindicada de OT em abril de 2020: Novo Benchmark a 7 anos

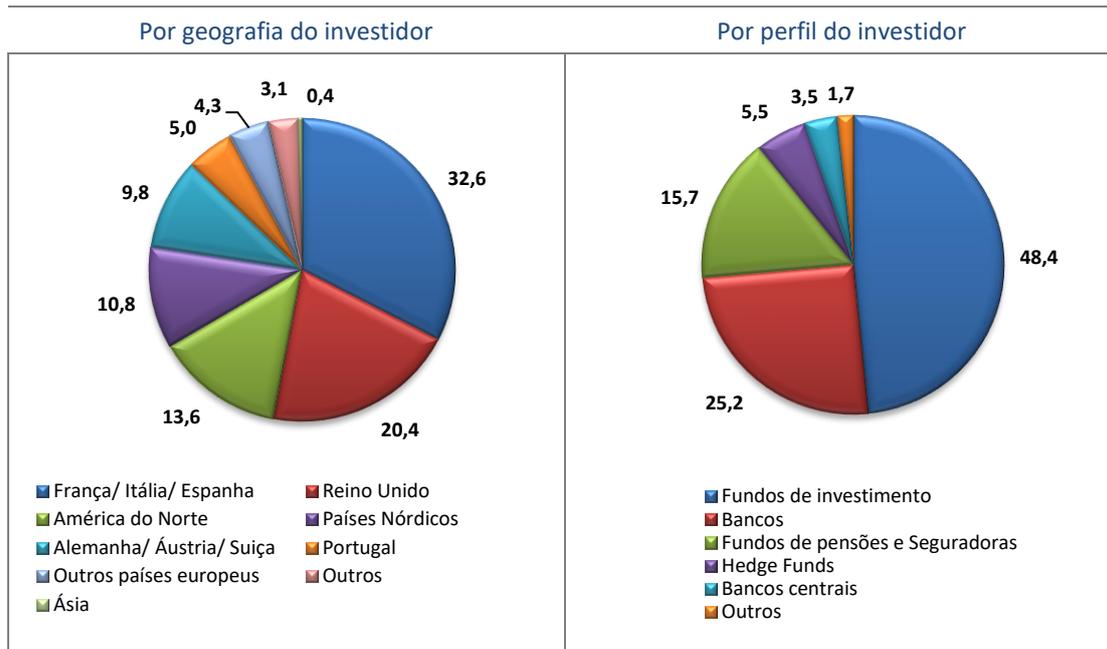


Fonte: IGCP.

Fonte: IGCP.

Em julho de 2020, foram colocados EUR 4 mil milhões de OT através de uma operação sindicada a 15 anos. Nesta operação, 95% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores de França, Itália e Espanha (33%), Reino Unido (com cerca de 20% da distribuição) e da América do Norte (com 14% de alocação). É ainda de sublinhar a forte participação dos Fundos de investimento com cerca de 48% da alocação, seguida dos Bancos com 25%.

Gráfico 25 – Emissão sindicada de OT em julho de 2020: Novo Benchmark a 15 anos



Fonte: IGCP.

Fonte: IGCP.

A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado

Quadro 21 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

(valores em EUR milhões)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2020			Saldo em	
	31/dez/19	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31/dez/20	Estrutura
1. Dívida denominada em euros (excl. empréstimos oficiais)	197.123	78,5%	59.866	43.194	-2.024	211.771	78,9%
Transacionável	153.097	61,0%	44.644	25.743	-2.024	169.974	63,3%
BT (valor descontado)	11.983	4,8%	14.769	15.298	0	11.453	4,3%
OT	130.887	52,1%	29.875	10.444	-2.024	148.294	55,3%
OTRV	7.950	3,2%	0	0	0	7.950	3,0%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	2.270	0,9%	0	0	0	2.270	0,8%
Obrigações de retalho	7	0,0%	0	0	0	7	0,0%
Não Transacionável	44.026	17,5%	15.223	17.451	0	41.797	15,6%
Certificados de Aforro	12.020	4,8%	816	616	0	12.220	4,6%
Valor de aquisição	7.759	3,1%	668	479	0	7.949	3,0%
Juros capitalizados	4.261	1,7%	148	138	0	4.271	1,6%
Certificados do Tesouro	17.049	6,8%	3.884	3.371	0	17.562	6,5%
CEDIC	9.720	3,9%	9.253	11.927	0	7.046	2,6%
CEDIM	953	0,4%	13	33	0	934	0,3%
Contas margem	624	0,2%	1.201	1.410	0	415	0,2%
Outros	3.659	1,5%	56	93	0	3.621	1,3%
2. Dívida denominada em moedas não euro (excl. empréstimos oficiais)	4.261	1,7%	0	0	-345	3.916	1,5%
Transacionável	4.261	1,7%	0	0	-345	3.916	1,5%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	4.261	1,7%	0	0	-345	3.916	1,5%
Não Transacionável	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
3. Empréstimos oficiais	49.628	19,8%	3.045	0	-45	52.628	19,6%
Empréstimos SURE (UE)	0	0,0%	3.045	0	-45	3.000	1,1%
PAEF	49.628	19,8%	0	0	0	49.628	18,5%
FEEF	25.328	10,1%	0	0	0	25.328	9,4%
MEEF	24.300	9,7%	0	0	0	24.300	9,1%
FMI	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
4. Dívida total (1.+ 2.+3.)	251.012	100,0%	62.911	43.194	-2.414	268.316	100,0%
5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	-629	0,0%	0	0	0	-288	0,0
6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+ 5.)	250.384	0,0%	0	0	0	268.028	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 22 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

(valores em EUR milhões)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Juros da dívida pública	6.924	7.017	7.038	7.282	7.034	7.063	7.108	6.837
Bilhetes do Tesouro	505	381	99	9	2	-35	-45	-49
Obrigações do Tesouro	4.198	3.964	4.087	4.544	4.599	4.842	4.858	4.716
Empréstimos Oficiais	1.704	2.009	2.119	1.846	1.567	1.178	1.058	990
Certificados de Aforro e do Tesouro	328	379	562	791	669	731	780	715
Outros	189	284	171	92	197	347	457	464
Outros encargos (*)	87	81	67	101	93	82	61	80
Empréstimos Oficiais (**)	56	19	2	16	11	28	15	14
Outros	31	63	65	85	82	54	47	65
Total de encargos pagos	7.010	7.098	7.105	7.383	7.127	7.145	7.169	6.917
Juros recebidos de aplicações financeiras	-169	-126	-13	-4	-4	1	-2	8
Juros e outros encargos líquidos	6.841	6.972	7.092	7.379	7.123	7.146	7.168	6.925

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 *EFSS bills*, no total de EUR 1,2 milhões, que em Contas Nacionais foi reclassificada como juro.

Fonte: IGCP.

Quadro 23 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)

(valores em EUR milhões)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Juros da dívida pública								
Bilhetes do Tesouro	444	214	35	5	-14	-46	-47	-49
Obrigações do Tesouro	4.316	4.362	4.361	4.315	4.384	4.220	3.930	3.616
Empréstimos Oficiais	1.881	2.262	2.215	1.942	1.574	1.245	1.115	1.063
Certificados de Aforro e do Tesouro	400	517	687	734	708	792	754	593
Outros	175	281	352	365	454	516	549	543
Total de juros pagos	7.218	7.636	7.650	7.362	7.107	6.726	6.301	5.766
Juros recebidos de aplicações financeiras	-167	-125	-13	-3	-4	1	-1	8
Juros e outros encargos líquidos	7.050	7.511	7.637	7.359	7.103	6.727	6.300	5.774

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 24 – 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%	-289	314	-579	-24
2017	237.273	7.107	3,0%	-255	189	-433	-11
2018	241.911	6.726	2,8%	-380	139	-509	-10
2019	248.285	6.301	2,5%	-425	177	-587	-15
2020	259.664	5.766	2,2%	-535	289	-787	-36

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.