

6421454367744958005734787462354327290498547563443573
6354542576125423467876590867634865445787682357458974
3573635454257612542346787659086763486544578768235745
8974370398356378356458005734787462354327290498547563
435736354542576125423467876590867634865445787682357
4589743703983563783564214543677449580057347874623543
498547541 **Gestão da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública** 75
0867634865445787682357458974370398356378356421454367
7449580078765908676348654457876823574589743703983563
7835642145436774495800573478746235432729049854756344
357363545425761254234378356378341 **Relatório Anual 2021** 88
7458974370398356378356421454367744958005734787462354
3272904985475634435736354542576125423467876590867634
8654457876823574589743703983563783564214543677449580
0573478746235432729049854756344357363545425761254234
6787659086763486544578768235745897437039835637835642
1454367744958005734787462354327290498547563443573635
4542576125423467876590867634865445787682357458974370
3983563783564214543677449580057347874623543272904985
4756344357363545425761254234678765908676348654457876
8235745897437039835637835642145436774495800573478746
2354327290498547563443573635454257612542348654457876
8235745897437039835637835642145436774495800573478746
2354327290498547563443573635454257612535432729049854
7563443573633543272904985475634435736363486544578768
2357458974370398356378356421454363574589743703983535
7458974370398353574589743703983535745897437039836421
4543677449580057347874623543272904985475634435736354
5425761254234678765908676348654457876823574589743703
9835637835642145436774495800787659086763486544578768
2357458974370398356378356421454367744958005734787462
3543272904929049854756344357363545425761254235454257
6125423703954457876823574589743703983563783564580057

ÍNDICE

Apresentação	6
Órgãos Estatutários do IGCP, E.P.E.	8
Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2021	9
Principais Destaques	10
1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS	13
1.1. <i>Contexto Macroeconómico Internacional</i>	13
1.2. <i>Economia Portuguesa</i>	14
1.3. <i>Política Monetária e Mercados Financeiros</i>	17
2. Financiamento do Estado	18
2.1. <i>Estratégia de Financiamento</i>	18
<i>Caixa 1 Operações de recompra pública de obrigações emitidas em USD</i>	22
2.2. <i>Mercado Secundário</i>	23
3. Ativos e Passivos do Estado	25
3.1. <i>Dívida Direta do Estado e Encargos</i>	25
<i>Caixa 2 Financiamento obtido através do MRR</i>	27
<i>Caixa 3 Os novos Certificados do Tesouro Poupança Valor (CTPV)</i>	28
3.2. <i>Tesouraria do Estado</i>	29
4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco	33
4.1. <i>Gestão da Carteira de Derivados do Estado</i>	33
4.2. <i>Carteira de derivados das EPR</i>	34
4.3. <i>Gestão da Tesouraria</i>	35
4.4. <i>Indicadores de Custo</i>	36
4.5. <i>Indicadores de Risco</i>	37
Anexos	40
A1. <i>Necessidades e Fontes de Financiamento em 2021</i>	40
A2. <i>Composição do Financiamento em 2021</i>	42
A3. <i>Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa</i>	45
A4. <i>Distribuição das emissões sindicadas de OT</i>	46
A5. <i>Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado</i>	48
A6. <i>Custo da Dívida Direta do Estado</i>	49

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 Maastricht, Portugal.....	16
Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal	16
Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo	18
Gráfico 8 - Taxas de câmbio.....	18
Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação	21
Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade	21
Gráfico 11 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário (%)	21
Gráfico 12 – Evolução da curva de OT (%)	24
Gráfico 13 – Taxas das OT a 2, 5, 10, 30 anos (%).....	24
Gráfico 14 – <i>Spreads</i> vs Alemanha (10 anos) (p.b.)	25
Gráfico 15 – Negociação de OT em mercado secundário (EUR milhões)	25
Gráfico 16 - Curvas de rendimentos de Portugal e da União Europeia	27
Gráfico 17 - Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais) (%).....	30
Gráfico 18 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE	32
Gráfico 19 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado	35
Gráfico 20 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2021	38
Gráfico 21 – Perfil de refixing no final de 2021	38
Gráfico 22 – Emissão sindicada de OT em fevereiro de 2021: Novo <i>Benchmark</i> a 30 anos	46
Gráfico 23 – Emissão sindicada de OT em abril de 2021: Novo <i>Benchmark</i> a 10 anos	47

Índice de Quadros

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2021	19
Quadro 2 – Leilões recompra PORTUG 5,125% out/2024	23
Quadro 3 – Contas de Disponibilidades	30
Quadro 4 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas	31
Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados	34
Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR	34
Quadro 7 – Estimativa do custo da posição de tesouraria	35
Quadro 8 – Indicadores de custo em fim de ano (EUR milhões)	36
Quadro 9 – Indicadores de risco em fim de ano (EUR milhões)	39
Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública	40
Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria	41
Quadro 12 – Composição do financiamento	42
Quadro 13 – Emissão de OT via sindicato	42
Quadro 14 – Emissão de OT via leilão	43
Quadro 15 – Ofertas de troca de OT	43
Quadro 16 – Leilões de BT	44
Quadro 17 – CEDIC/CEDIM	44
Quadro 18 – OEVT com melhor desempenho em 2021	45
Quadro 19 – EBT com melhor desempenho em 2021	45
Quadro 20 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	48
Quadro 21 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	49
Quadro 22 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	49
Quadro 23 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	50

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 2021 continuou a ser marcado pelos efeitos da crise sanitária, económica e social provocada pela pandemia.

Depois de uma contração económica sem precedentes em 2020, causada pela alteração súbita e profunda dos comportamentos sociais e relações económicas à escala global em consequência da pandemia, 2021 contou já com uma recuperação assinalável. O bem-sucedido processo de vacinação a par da adoção de medidas de contenção ajustadas aos diferentes momentos epidemiológicos contribuíram para a retoma de alguma normalidade na atividade económica.

Depois da pandemia ter interrompido a trajetória de crescimento económico e correção de desequilíbrios, em 2021 a economia portuguesa iniciou o processo de recuperação e retoma.

O ajustamento estrutural profundo que a economia portuguesa experienciou nos últimos anos mostrou-se fundamental para aumentar a sua robustez e capacidade para enfrentar choques adversos. Neste contexto, não só a contração de 8,4% da economia portuguesa, em 2020, causada pela pandemia e pelas medidas de contenção adotadas, ficou aquém da maioria das estimativas iniciais amplamente mais negativas, como também a recuperação registada em 2021 superou grande parte das projeções.

Assim, em 2021 a economia portuguesa cresceu 4,9% do PIB, manteve a dinâmica positiva no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a aproximar-se nos níveis pré-pandemia, e melhorou a capacidade de financiamento face ao exterior, apesar da deterioração do saldo da balança de bens, beneficiando da ligeira melhoria do excedente da balança de serviços e do aumento das transferências da União Europeia.

Sem prejuízo da resposta política pronta e determinada, as contas públicas beneficiaram da recuperação económica e do menor esforço financeiro necessário para responder às medidas de contenção da pandemia e, em 2021, o défice orçamental cifrou-se em 2,8% do PIB, com uma redução de 3 p.p. face aos 5,8% registados em 2020. Graças aos bons resultados orçamentais, foi possível, já em 2021, recolocar o rácio da dívida pública (na ótica de Maastricht) numa trajetória descendente. Assim, depois de atingir 135,2% do PIB no final de 2020, em 2021, este rácio reduziu 7.8 p.p., fixando-se em 127,4% do PIB.

A ação do BCE suportou condições de acesso ao mercado favoráveis, que facilitaram uma execução flexível da estratégia de financiamento para 2021.

A estratégia de financiamento inicial para 2021 contemplava fontes de financiamento de EUR 25,6 mil milhões que incluíam a utilização de depósitos de EUR 6,7 mil milhões e a emissão de EUR 15 mil milhões de OT, através da emissão de 2 novos *benchmarks* (10 e 30 anos) e da reabertura de diferentes linhas de OT através de leilões. Contudo, graças a ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado, a um aumento acima do estimado inicialmente do montante de financiamento proveniente dos empréstimos oficiais e ao acréscimo das emissões líquidas de CA/CTPC, foi possível diminuir o programa de BT em cerca de EUR 4,8 mil milhões e o programa de OT em EUR 0,4 mil milhões.

Beneficiando das condições de acesso ao mercado genericamente favoráveis e, para manter presença ativa no mercado apesar da supressão de alguns leilões, foi possível realizar 4 leilões de troca, a que acresceram operações bilaterais, que resultaram na recompra de um valor nominal agregado de EUR 4,2 mil milhões de OT com amortização em 2022, 2023 e 2024 contra a emissão de OT de maturidade

mais longa. Durante o ano foram ainda realizadas 2 operações públicas de recompra das obrigações emitidas em 2014 em USD, no montante total de USD 1,4 mil milhões.

Neste contexto, foi possível aumentar a maturidade emitida com um custo adicional marginal nas emissões realizadas em 2021 face a 2020, bem como aumentar a maturidade média do *stock*, mantendo a trajetória descendente no custo de financiamento, com a taxa de juro implícita da dívida a fixar-se em 1,9%.

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 2021⁸

OT – Obrigações do Tesouro

OEVT – Operadores Especializados em Valores do Tesouro	OMP – Operadores de Mercado Primário
Banco Santander, S.A. Bank of America Securities Europa SA Barclays Bank Ireland PLC BBVA BNP Paribas Caixa Banco de Investimento, S.A. Citigroup Global Markets Europe AG Crédit Agricole CIB Deutsche Bank, AG Goldman Sachs Bank Europe SE HSBC Continental Europe Jefferies GmbH J.P. Morgan AG Morgan Stanley Europe SE Natwest Markets N.V. Nomura Financial Products Europe GmbH Novo Banco, S.A. Société Générale	CaixaBank, S.A. Millennium bcp

BT – Bilhetes do Tesouro

EBT – Especialistas em Bilhetes do Tesouro
Banco Santander, S.A. Bank of America Securities Europa SA Barclays Bank Ireland PLC BBVA BNP Paribas CaixaBank, S.A. Caixa Geral de Depósitos Citigroup Global Markets Europe AG Crédit Agricole CIB Deutsche Bank, AG Goldman Sachs Bank Europe SE HSBC Continental Europe Jefferies GmbH J.P. Morgan AG Millenniumbcp Morgan Stanley Europe SE Natwest Markets N.V. Nomura Financial Products Europe GmbH Novo Banco, S.A. Société Générale

⁸ À data de 31 de outubro de 2021.

Principais Destaques

Em 2021, as necessidades líquidas de financiamento do Estado terão atingido EUR 13,8 mil milhões, repartindo-se por um défice orçamental em torno de EUR 9,5 mil milhões e outras necessidades de EUR 4,3 mil milhões. O decréscimo face a 2020 decorreu sobretudo da redução do défice (em EUR 2,8 mil milhões), refletindo o efeito da recuperação económica e o menor impacto das políticas de combate à crise sanitária, económica e social provocada pela COVID-19.

Necessidades e fontes de financiamento em 2021 (EUR milhões)	
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	26.904
Défice orçamental do Estado	9.471
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado	4.301
Amortizações OT (excl operação de troca)	8.035
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE)	0
Outras amortizações de dívida MLP	5.096
FONTES DE FINANCIAMENTO	26.904
Utilização de depósitos (excl contas margem)	8.281
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	3.593
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	14.559
Emissões OTRV	0
Outras emissões de dívida MLP	0
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	-4.760
Emissões líquidas CA/CTPC	536
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado	4.695
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	8.766
Saldo de contas-margem no final do ano	540
Saldo total de depósitos no final do ano	9.306

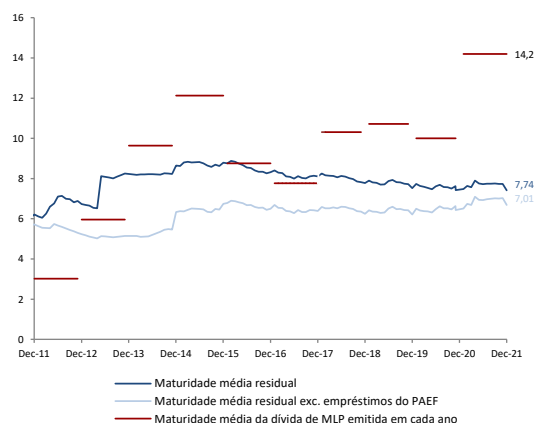
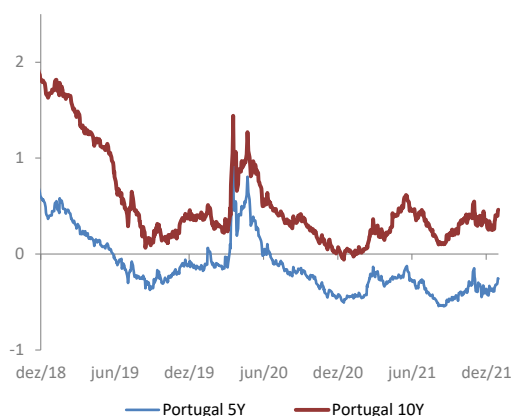
Em consonância com a estratégia habitual, o financiamento do ano foi maioritariamente garantido por emissões de OT, com um valor de encaixe de EUR 14,6 mil. O saldo de depósitos extraordinariamente elevado no final de 2020 (cerca de EUR 17 mil milhões) foi utilizado também para financiar as necessidades em 2021 (em cerca de EUR 8,3 mil milhões). Complementarmente, Portugal recebeu a segunda 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, no montante de EUR 2,4 mil milhões, assim como recebeu o desembolso do pré-financiamento dos fundos ao abrigo do Mecanismo de Recuperação e Resiliência da EU, cuja componente de empréstimos ascendeu a

EUR 0,4 mil milhões. À semelhança de anos anteriores, também em 2021 o saldo de Bilhetes do Tesouro (BT) diminuiu (EUR 4,8 mil milhões).

Operações de financiamento em mercado em 2021			
	Valor nominal (EUR milhões)	Maturidade residual (anos)	Taxa média de emissão (%)
EMISSIONES SINDICADAS DE OT			
OT 1% abr 2052	3.000	32	1,02%
OT 0,3% out 2031	4.000	11	0,34%
LEILÕES DE OT			
OT 0,7% out 2027	1.048	7	-0,11%
OT 0,475% out 2030	1.988	10	0,13%
OT 0,3% out 2031	1.937	11	0,40%
OT 0,9% out 2035	1.449	15	0,57%
OT 4,1% abr 2037	662	17	0,62%
OPERAÇÕES DE TROCA DE OT			
OT 2,125% out 2028	1.975	8	-0,12%
OT 0,3% out 2031	681	11	0,39%
OT 2,25% abr 2034	547	14	0,54%
OT 4,1% abr 2037	336	17	0,48%
OT 1% abr 2052	266	32	1,23%
LEILÕES DE BT (emissões brutas, excl. FRDP)			
3 meses	1.575	0,25	-0,57%
6 meses	2.008	0,50	-0,56%
11 meses	2.175	0,92	-0,55%
12 meses	3.791	1,00	-0,55%

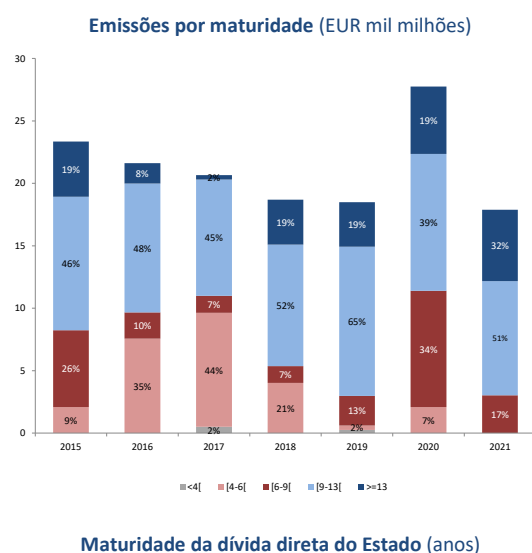
Depois de em 2020 o início da pandemia ter representado um choque com dimensões sem precedentes, causando uma contração económica dramática e um aumento de volatilidade generalizado, o ano de 2021 foi marcado por um retorno da atividade económica a alguma normalidade. As respostas políticas rápidas e alargadas permitiram conter os efeitos da disrupção e no plano financeiro, a manutenção de política monetária acomodatória pelos principais bancos centrais, ao longo de todo o ano de 2021, foi fundamental para a manutenção de condições de acesso ao mercado genericamente favoráveis, com as taxas a manterem-se em níveis mínimos históricos.

Taxas de juro das OT em mercado secundário (%)



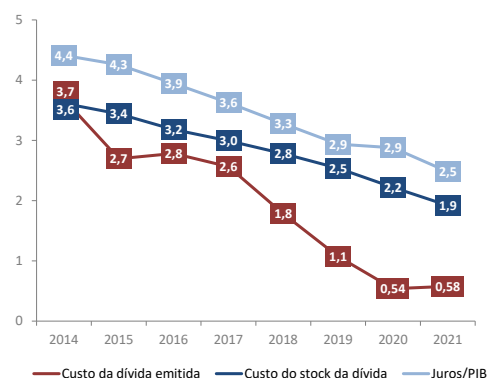
O ambiente taxas de juro particularmente baixas, sustentado pelo programa de compras do BCE, bem como a procura registada por maturidades mais longas, permitiu um aumento das emissões nos prazos mais longos, com as emissões com mais de 9 anos a representar 83% do total emitido, que compara com uma parcela de 59% em 2020.

Com este aumento, a maturidade média do *stock* da dívida subiu ligeiramente para 7,7 anos no final de 2021.



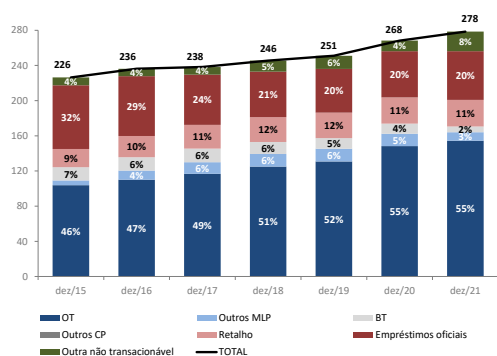
Neste contexto, foi possível aumentar a maturidade emitida com um custo adicional reduzido, visto que o custo marginal de financiamento ponderado por montante e maturidade aumentou apenas 4 p.b. de 0,54% para 0,58% em 2021. Desta forma foi igualmente possível continuar a trajetória descendente no custo de financiamento, com a taxa de juro implícita da dívida a fixar-se em 1,9%.

Custo da dívida direta do Estado (%)



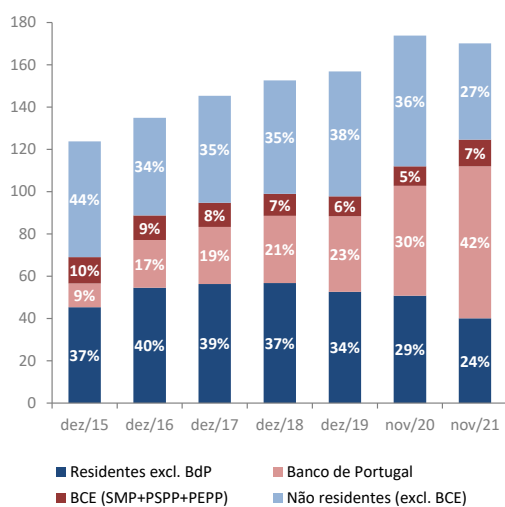
A dívida direta do Estado aumentou para EUR 278,5 mil milhões no final de 2020 (+3,8% face a 2020), desacelerando o crescimento face aos 6.9% de aumento em 2020.

Dívida Direta do Estado por instrumento (EUR mil milhões)



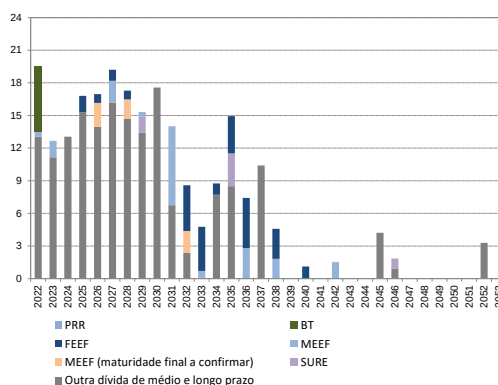
Na composição dos detentores de títulos de dívida direta do Estado, o aumento do peso do Eurosistema reflete o reforço dos programas de compras de ativos para responder à crise. Releva, sobretudo, o significativo volume de compras líquidas realizado ao abrigo do programa criado para responder aos efeitos da pandemia: 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 2021, beneficiando das condições de mercado genericamente favoráveis, prosseguiu-se o acompanhamento contínuo de oportunidades de recompras e/ou trocas de dívida. Neste plano, foi possível apresentar-se um perfil mais ativo do que em 2020, tendo sido executados 4 leilões de troca no ano, a que acresceram operações bilaterais, através dos quais foi recomprado um valor nominal agregado de EUR 4,2 mil milhões de OT com amortização em 2022, 2023 e 2024 contra a emissão de OT de maturidade mais longa. Durante o ano foram ainda realizadas 2 operações públicas de recompra das obrigações emitidas em 2014 em USD, no montante total de USD 1,4 mil milhões.

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



1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

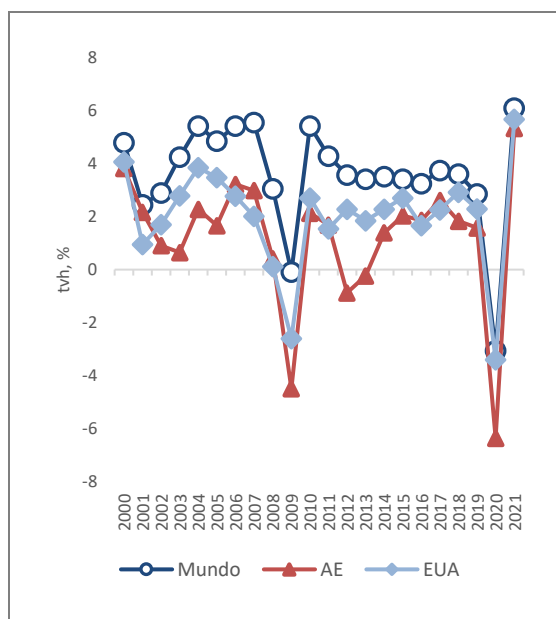
Em 2021, a pandemia COVID-19 continuou a ser determinante para a evolução da economia global. Não obstante, os desenvolvimentos positivos no processo de vacinação e a adoção de medidas de prevenção ajustadas à necessidade em cada momento epidemiológico permitiram a retoma da atividade produtiva, contribuindo para uma significativa recuperação face à queda dramática registada no ano anterior. De acordo com as estimativas do FMI de abril de 2022, a atividade económica aumentou em 6,1% em termos reais em 2021, após um decréscimo de -3,1% em 2020. Esta evolução reflete um aumento expressivo do comércio internacional (+10,1% em 2021, após -7,9% em 2020 e +0,9% em 2019) e uma expansão do investimento, relativamente mais intensa nos EUA (+6,8%) do que na área do euro (+5,2%).

A recuperação da atividade económica foi transversal às economias avançadas e às economias emergentes: nos EUA registou-se um aumento do produto de 5,7% (-3,4% em 2020), na área do euro o PIB recuperou 5,3% (-6,4% em 2020), observando-se uma tendência similar noutras economias, como Reino Unido, Índia, Rússia, China e Brasil.

O cariz acomodatório da política monetária na área do euro e nos EUA foi mantido em 2021 com o propósito de conter os impactos da pandemia, bem como possibilitar a recuperação da economia mundial. A recuperação da atividade em 2021 foi, todavia, desigual entre os principais pares europeus: o PIB aumentou 2,8% na Alemanha, 7,0% em França, 5,1% em Espanha, 6,6% em Itália e 4,9% em Portugal. Esta disparidade deve-se às diferentes estruturas da economia de cada país e às medidas de contenção e de apoio económico adotadas pelos diferentes governos.

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial

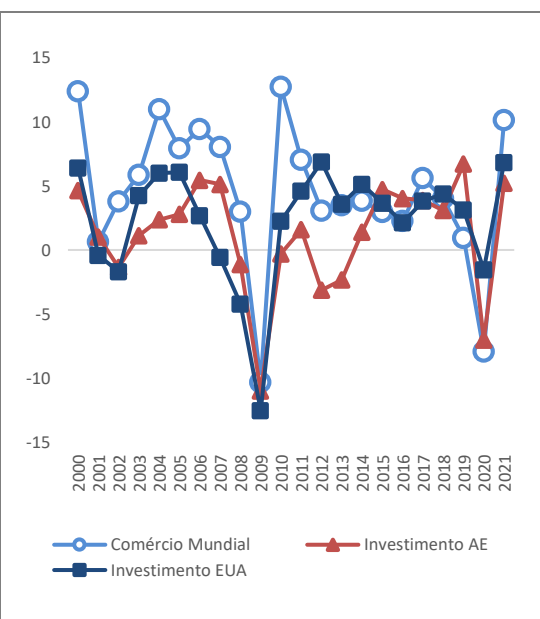
(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2022).

Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional

(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2022) e AMECO (novembro 2021).

As condições no mercado de trabalho também se viram reforçadas de forma significativa após o impacto inicial da COVID-19. Nos EUA, após um aumento acentuado da taxa de desemprego para 8,1% em 2020, este valor recuperou para 5,4% em 2021. Na área do euro, o mercado de trabalho também evoluiu favoravelmente, pese embora em menor escala que no caso do mercado americano, onde a estrutura mais flexível da legislação laboral contribuiu para um impacto negativo mais significativo em 2020 e uma recuperação mais acentuada em 2021. Assim, a taxa de desemprego na área do euro fixou-se em 7,7% em 2021 – um decréscimo homólogo de 0,3 p.p.

No que diz respeito à evolução dos preços nos consumidores, de acordo com os dados do FMI a inflação em 2021 nos EUA, medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC), atingiu 4,7% (1,3% em 2020), o valor mais alto desde 2011 (5,1%). Na origem deste comportamento estarão maioritariamente três motivos: a rápida reabertura da economia após a pandemia, o aumento dos preços dos produtos energéticos e o efeito base, consequência da taxa de inflação ter sido particularmente baixa no ano anterior. Por sua vez, a inflação na área do euro em 2021 ter-se-á fixado em 2,6% (0,3% no ano anterior).

Na vertente das finanças públicas, o FMI projeta evoluções similares na área do euro e nos EUA. Em média, os países da moeda única terão registado uma melhoria do saldo orçamental (para um défice de 5,5% em 2020, menos 1,7 p.p. do que em 2020), com a dívida pública a registar um decréscimo face ao ano anterior (para 96,0% do PIB, menos 1,3 p.p. do que no ano anterior). Nos EUA, a melhoria das condições económicas pós pandemia resulta também numa redução do défice orçamental (para 10,2% do PIB em 2021, menos 4,3 p.p. do que em 2020) que por sua vez se traduz numa ligeira descida do stock de dívida, para 132,6% do PIB (-1,6 p.p. em termos anuais).

1.2. Economia Portuguesa

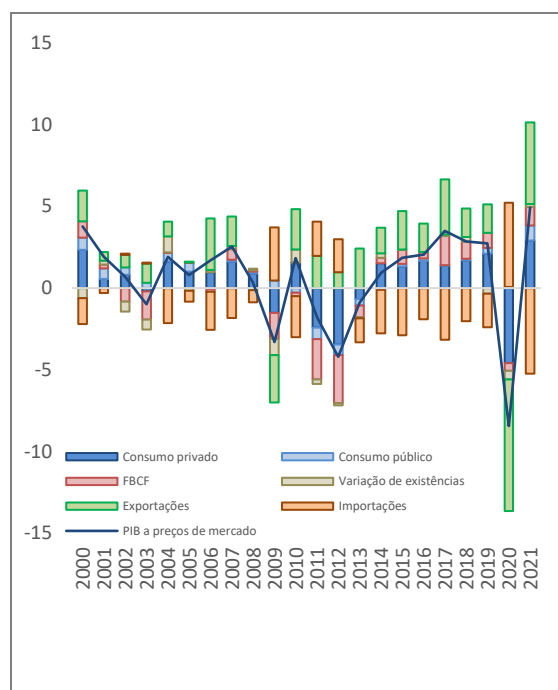
Também em Portugal foram evidentes os sinais de retoma económica, com recuperação significativa ao nível do consumo privado, exportações e investimento. No ano de 2021, o PIB português registou uma recuperação de 4,9% (que compara com uma contração de 8,4% em 2020). No primeiro trimestre do ano ainda foi registado um decréscimo homólogo de 5,3%, consequência das medidas de contenção da pandemia adotadas, em particular de um segundo confinamento, que afetou grande parte do primeiro trimestre do ano. O levantamento gradual das restrições impostas permitiu uma recuperação pronunciada da atividade no segundo trimestre, com um crescimento do PIB de 16,5% face ao registado no mesmo trimestre do ano passado, impulsionado exclusivamente pela procura interna, uma vez que a procura externa continuou a representar um contributo negativo. Na segunda metade do ano, a recuperação económica prolongou-se, com crescimento de 4,4% no terceiro trimestre e uma aceleração para 5,8% no último trimestre do ano.

Para o crescimento anual do PIB em 2021 concorreu essencialmente a procura interna, com um contributo positivo de 5,2 p.p. (-5,5 p.p. em 2020), uma vez que o contributo da procura externa continuou, tal como em 2020, a ser negativo, em -0,2 p.p. (ainda assim em menor escala do que os -2,9 p.p. em 2020). Com exceção da variação de existências, todas as componentes registaram variações positivas. Assim, o consumo privado aumentou 4,5%, a formação bruta de capital fixo (FBCF) variou 6,4%, as exportações e as importações registaram aumentos de 13,1% e 12,9%, respetivamente. Na FBCF, destaca-se o facto de a construção ter mantido a evolução positiva, avançando +4,0% em 2021 (+1,6% em 2020). A forte recuperação das exportações resultou quer da componente de serviços, que registou um aumento de 18,7%, reflexo maioritariamente da recuperação do turismo, como também das exportações de bens, que subiram em 11,1%.

Neste contexto, importa dar nota da evolução do mercado de trabalho que, não só apresentou um comportamento surpreendentemente sólido ao longo da pandemia, como reforçou a dinâmica positiva em 2021, com uma redução da taxa de desemprego de 0,4 p.p. relativamente a 2020, fixando-se em 6,6% da população ativa. Não obstante, a média anual da taxa de desemprego jovem (16-24 anos) atingiu 23,4%, aumentando 0,9 p.p. face ao ano transato. A população ativa aumentou 7,6% entre 2020 e 2021, também como reflexo da retoma da atividade económica e produtiva que permitiu a retoma da mobilidade e aumento da população ativa face ao ano de pandemia.

Gráfico 3 - Crescimento económico, Portugal

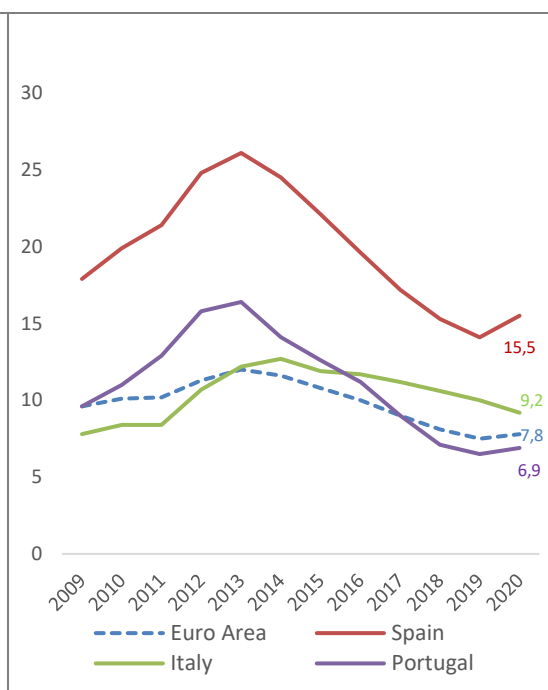
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 - Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu

(%)



Fonte: Eurostat

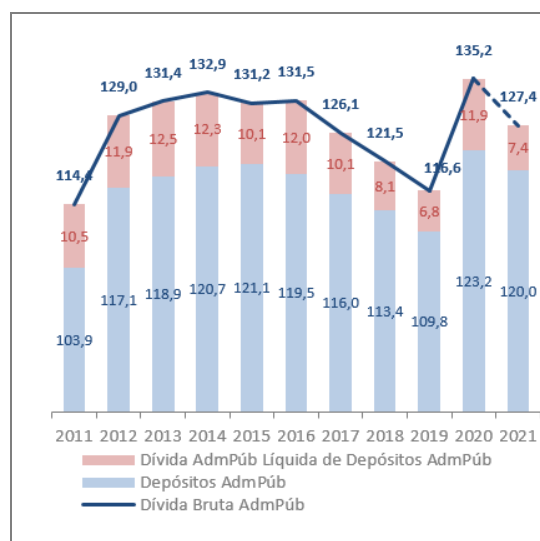
Em 2021, Portugal registou um saldo orçamental de -2,8% do PIB. Ainda que em terreno negativo, esta evolução representa uma melhoria relativamente a 2020, ano em que o saldo orçamental atingiu os -5,8% do PIB, com um agravamento face ao excedente de 0,1% registado em 2019, devido às circunstâncias excecionais da pandemia COVID-19. Pese embora 2021 tenha sido marcado pela recuperação económica e sanitária, que se refletiu num aumento da receita (+10,0%), as despesas decorrentes do combate ao contágio da COVID-19, vacinação e apoios sociais especialmente associados a subsídios de doença e isolamento resultaram ainda num aumento de despesa (+3,0%). O comportamento da receita foi fortemente influenciado pela evolução dos impostos indiretos (contributo de +3,6 p.p.), em resultado da recuperação da atividade económica e das receitas de capital (contributo de +2,0 p.p.). Do lado da despesa, é de salientar o crescimento das prestações sociais (contributo de +1,1 p.p.), no qual se reflete o impacto das medidas de apoio à doença e confinamento. Importa ainda salientar uma nova diminuição expressiva dos juros (-10,8%), permitindo manter a

tendência decrescente no rácio sobre o PIB. Neste quadro, o saldo primário voltou a registar um défice, fixando-se em -0,4% do PIB em 2021 (uma melhoria de 2,5 p.p. face ao ano anterior).

A trajetória decrescente da dívida pública na ótica de Maastricht em percentagem do PIB, que se verificava desde 2015 e que foi interrompida em 2020, com o rácio a fixar-se em 135,2% do PIB no final do ano, foi retomada em 2021. Deste modo, no final de 2021, a dívida fixou-se em 127,4% do PIB, com uma redução anual de 7,8 p.p. do PIB.

Gráfico 5 - Dívida de Maastricht, Portugal

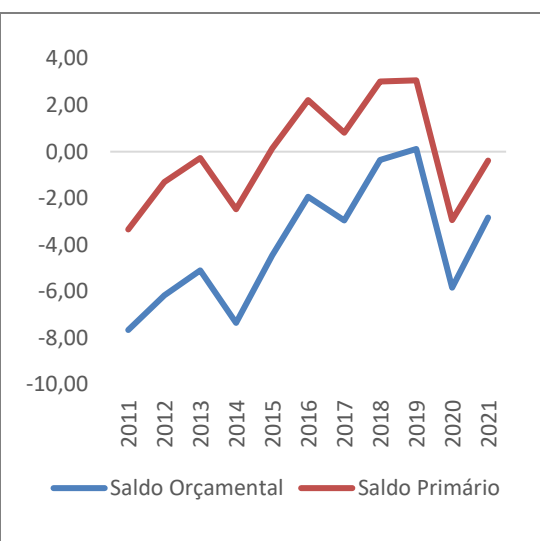
(% PIB)



Fonte: Banco de Portugal, INE

Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal

(% PIB)



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

Fonte: INE

O histórico recente em termos de solidez do crescimento económico e disciplina nas finanças públicas, que se traduziu numa redução acumulada do rácio da dívida pública de 16,3 p.p. do PIB entre 2014 e 2019, aumentou a robustez das finanças públicas portuguesas. Neste contexto, o quadro particularmente atípico dos anos de 2020 e 2021, devido ao cenário pandémico e às medidas de resposta adotadas, resultou num agravamento pontual e em menor escala do inicialmente antecipado das contas públicas em 2020 e numa recuperação da trajetória logo em 2021 que sustentou um ano relativamente positivo para a notação financeira da República Portuguesa, classificada em grau de investimento pelas principais agências desde o final de 2018.

Num contexto de incerteza, as principais agências de notação financeira mantiveram a notação financeira e a perspetiva da República Portuguesa. A *Standard&Poor's* reafirmou o *rating* em BBB (desde março de 2019) e o *outlook* estável, assim como a *Fitch*, que manteve o *rating* e o *outlook* ao longo do ano, em BBB|Estável. Também a *DBRS* conservou o *rating* e o *outlook* da República (BBB(high), Estável), nas duas janelas de avaliação anuais. A *Moody's* melhorou o *rating* em setembro de 2021, elevando a notação Baa3 para Baa2, e atribuindo um *outlook* estável. A República Portuguesa terminou assim o ano de 2021 a registar um *upgrade* da sua notação financeira pela *Moody's* e mantendo um *outlook* estável pelas restantes agências de notação financeira.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

Após uma contração significativa da economia devido à crise pandémica em 2020, a primeira metade de 2021 foi dominada por expectativas de recuperação económica acelerada durante o ano. Apesar das previsões de crescimento em alta e do otimismo reinante nos mercados de capitais, com a aproximação do final do ano, a acumulação de surpresas negativas ao nível da inflação e a deterioração da atividade decorrente das interrupções nas cadeias de fornecimento deram início ao debate sobre a possibilidade de normalização da política monetária no final de 2021, ou em 2022.

Durante 2021, a Reserva Federal norte-americana manteve a taxa dos *fed funds* inalterada entre 0,0% e 0,25% (cenário que, entretanto, já se alterou com a subida da taxa de referência realizada na reunião de março de 2022). Em novembro a *Fed* decidiu reduzir o ritmo mensal de USD 120 mil milhões de compras líquidas de ativos num montante total de USD 15 mil milhões, tendo anunciado, no mês seguinte, a aceleração da redução das compras para USD 30 mil milhões e o seu fim em março de 2022, deixando sinais claros de que deveria começar, no primeiro trimestre de 2022, a subir as suas taxas de juro de referência.

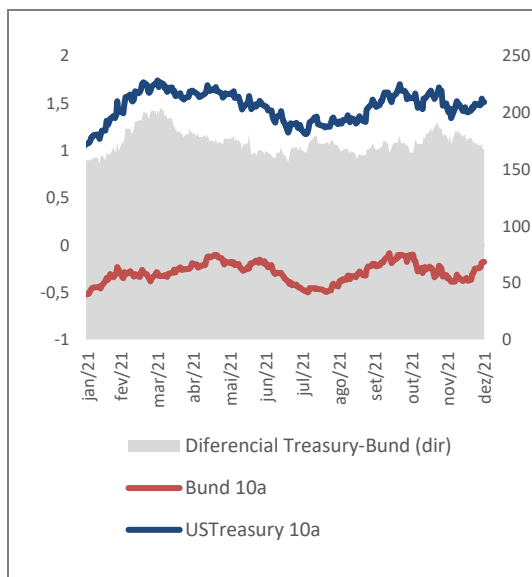
O Conselho de Governadores do BCE decidiu manter as taxas de juro inalteradas ao longo do ano de 2021 e manteve o programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (PEPP), acelerando até a compra das obrigações no segundo trimestre do ano (no entanto, estas aquisições sofreram um abrandamento no último trimestre do ano). Na reunião de dezembro de 2021, o BCE divulgou que este programa teria o seu fim em março de 2022, continuando a fase de reinvestimento até final de 2024. Para mitigar o efeito do fim deste programa, o BCE anunciou simultaneamente o aumento transitório das compras ao abrigo do programa de compra de ativos (APP), nos segundo e terceiro trimestres de 2022, retomando o ritmo normal no último trimestre de 2022.

As taxas de juro de longo prazo iniciaram uma tendência de subida em 2021, motivada pelo crescimento de expectativas de inflação e redução gradual dos estímulos de apoio à atividade económica. Embora a evolução das taxas de juro de longo prazo nos EUA e na área do euro tenha sido na mesma direção, o ritmo foi mais acelerado do outro lado do Atlântico, atingindo o diferencial entre as taxas de juro de obrigações soberanas dos EUA e Alemanha a 10 anos um máximo de 204 p.b. no dia 2 de abril de 2021. A generalidade dos países da área do euro registou um comportamento semelhante nos preços dos seus títulos, sendo de destacar – numa perspetiva anual – a estabilidade dos *spreads* de Portugal, Espanha, Grécia face à Alemanha e o alargamento ligeiro do *spread* de Itália, em particular no último trimestre do ano.

No mercado cambial, destaca-se a desvalorização do euro face às principais moedas, justificada pela divergência no ritmo de redução dos estímulos monetários nas diferentes regiões.

Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo

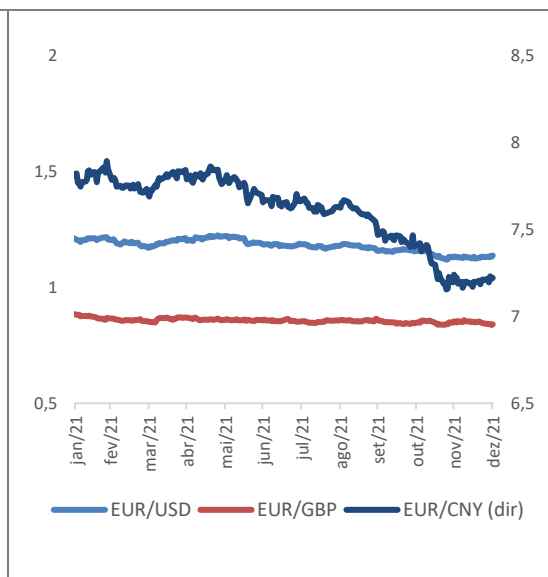
(%, esq) (p.b., dir)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 8 - Taxas de câmbio

(moedas contra o euro)



Fonte: Bloomberg

2. Financiamento do Estado

2.1. Estratégia de Financiamento

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

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

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

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

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

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

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

Nota: O Anexo 1 apresenta uma decomposição mais detalhada das necessidades e fontes de financiamento do Estado, assim como uma comparação entre a ótica de contabilidade pública (orçamental) e a ótica de tesouraria (apresentada *supra*).

Fonte: IGCP

O programa de financiamento assentou na emissão regular e previsível de títulos de dívida pública ao longo do ano, com ênfase no mercado do euro, de forma a providenciar liquidez às linhas de OT, reduzir a volatilidade na proximidade das janelas de emissão, e facilitar a execução dos programas de compras de ativos do Eurosistema para Portugal (PSPP e PEPP). Durante o ano de 2021, a ação do BCE refletiu-se em compras líquidas de ativos de aproximadamente EUR 1,9 mil milhões por mês⁹. No total do ano, o montante de compras líquidas de dívida pública portuguesa por parte do BCE ascendeu a cerca de

⁹ Uma vez que a desagregação dos dados relativos às compras líquidas do PEPP apenas ocorre para um período de dois meses, admite-se no presente relatório que as compras de títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo do PEPP em dezembro de 2021 corresponde a 50% das compras no período composto por dezembro de 2021 e janeiro de 2022.

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

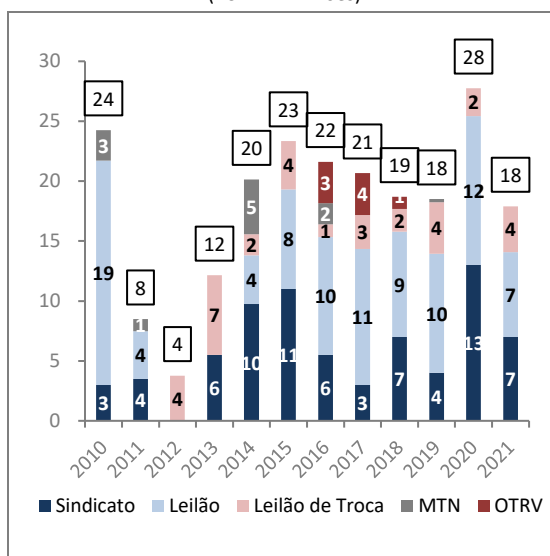
As condições de acesso ao mercado foram genericamente favoráveis durante todo ano, em particular quando comparado com 2020. A procura por dívida pública portuguesa beneficiou ainda de ações de promoção por parte da Agência junto de intermediários financeiros e investidores internacionais. Em 2021, o IGCP prosseguiu a disponibilização frequente de informação ao mercado, aos investidores finais, às agências de *rating*, e manteve o contacto regular com os operadores especializados de mercado (OEVT e EBT). Tendo presente as restrições sociais à escala mundial no quadro da pandemia, a generalidade dos contactos ocorreu por via virtual, resultando de um esforço concertado da comunidade financeira na adaptação aos meios digitais e no indissociável reforço dos parâmetros de segurança subjacentes.

Em 2021, o financiamento bruto de médio e longo prazo em mercado ascendeu sensivelmente a EUR 18 mil milhões (valor nominal), tendo EUR 7 mil milhões (39%) sido emitidos através de operações sindicadas de OT, EUR 7 mil milhões (39%) através de leilões de OT e EUR 4 mil milhões (22%) através de operações de troca de OT. A título de referência, em 2020 as emissões de OT (em valor nominal) através de emissões sindicadas, de leilões regulares e de leilões de troca ascenderam a EUR 13 mil milhões (47%), EUR 12 mil milhões (45%) e EUR 2 mil milhões (8%), respetivamente.

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

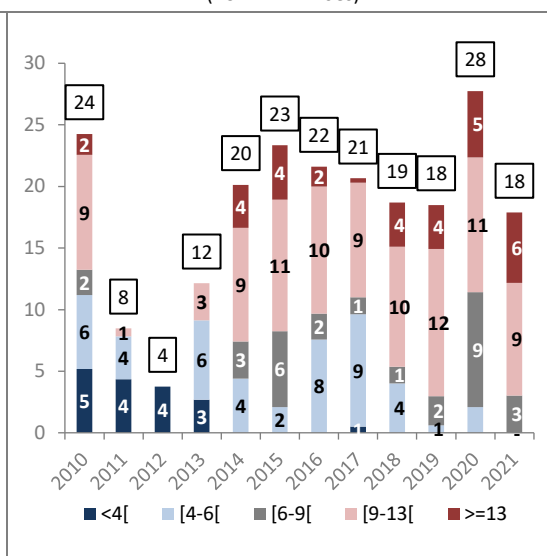
Como habitualmente, o primeiro semestre teve um peso superior na angariação do financiamento anual, correspondendo a 73% do total emitido contabilizando as ofertas de troca de OT (ou 85% excluindo ofertas de troca), devido principalmente ao lançamento de dois novos títulos a 30 e 10 anos em fevereiro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

Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação
(EUR mil milhões)



Fonte: IGCP

Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade
(EUR mil milhões)

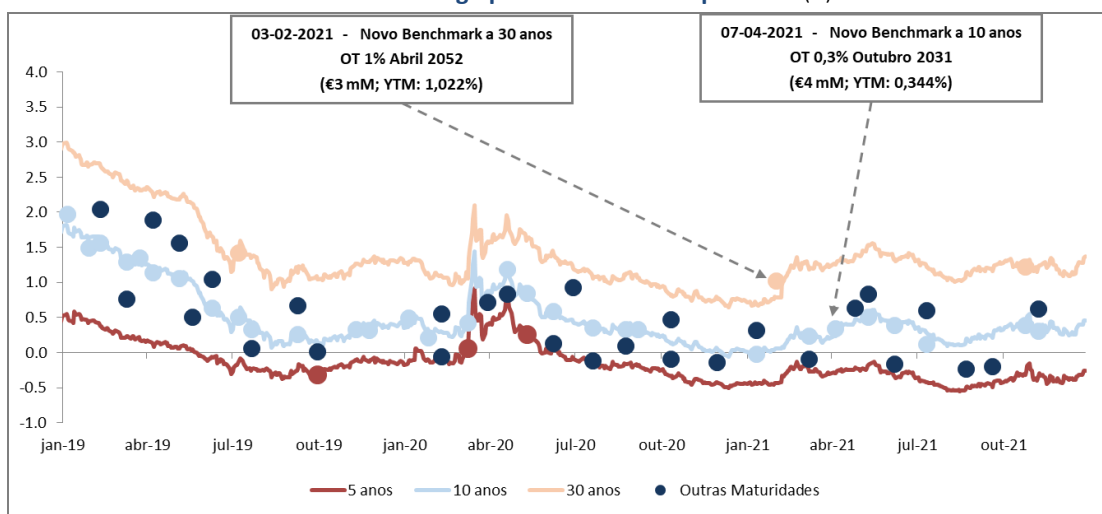


Fonte: IGCP

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

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

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



Fonte: IGCP

A maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2021 situou-se em 14,2 anos, superior ao registado em 2020 (10,0 anos). Com este aumento, a maturidade média do *stock* da dívida subiu ligeiramente, para 7,7 anos em dezembro de 2021 (incluindo empréstimos oficiais).

A estratégia ativa de gestão de dívida beneficiou ainda da manutenção de reservas de liquidez relativamente elevadas, o que não só reduz o risco de refinanciamento em períodos de maior volatilidade de mercado, como também possibilita a execução de recompras de dívida com vista ao alisamento do perfil de reembolsos da carteira. Em 2021, prosseguiu-se a estratégia de alisamento do perfil de amortizações, com foco nos anos de 2022, 2023 e 2024, contribuindo para a redução do risco de refinanciamento. Ao longo do ano realizaram-se recompras de dívida, através de leilões de troca de OT, leilões de recompra do título em dólares (PORTUG 5,125% out/2024), e executadas operações bilaterais quando considerado adequado face às condições e procura de mercado, num montante total que ascendeu a cerca EUR 4,1 mil milhões de OT (valor nominal) e cerca de USD 1,4 mil milhões (valor nominal).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.2. Mercado Secundário

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

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

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

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

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

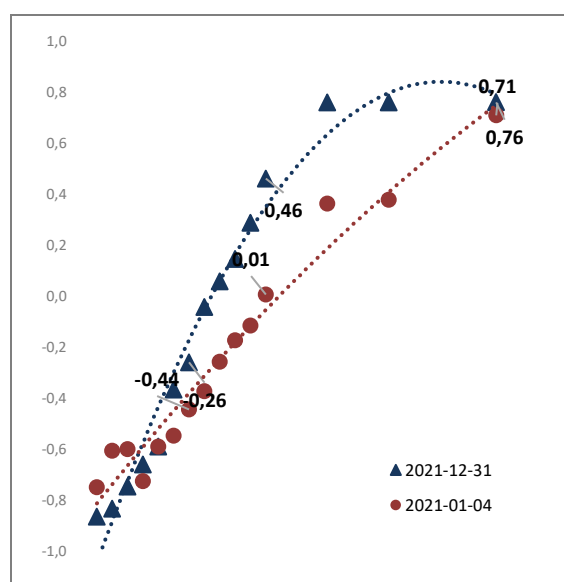
A concentração do fluxo no mercado secundário é ainda significativa, dado que os cinco maiores OEVT detiveram em 2021 uma quota de mercado de 48%. Este registo representa uma inversão da tendência descendente verificada nos últimos anos, com uma subida significativa face a 2020 (43%). Contudo, o valor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

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

As taxas de emissão de BT tiveram uma trajetória semelhante às das OT, com elevada volatilidade entre março e abril, e uma trajetória descendente até ao final do ano. O custo médio de emissão anual de BT correspondeu a -0,55% em 2021, inferior quer à referência homóloga quer ao observado em 2019 (-0,39% e -0,41%, respetivamente).

No que respeita à estratégia de emissão de BT, manteve-se em 2021 a política de emissões iniciada em 2015, ou seja, concentrar as emissões em apenas seis linhas e abrir apenas uma nova linha a cada dois meses, o que permite um acréscimo de saldo vivo por linha. Devido ao crescimento das reservas de liquidez do Tesouro na segunda metade do ano, suprimiu-se os leilões de agosto, setembro e novembro, o que levou o programa de BT a ter apenas 4 linhas a transitar para 2022 (menos uma do que em 2020).

Gráfico 12 – Evolução da curva de OT (%)



Fonte: Bloomberg

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



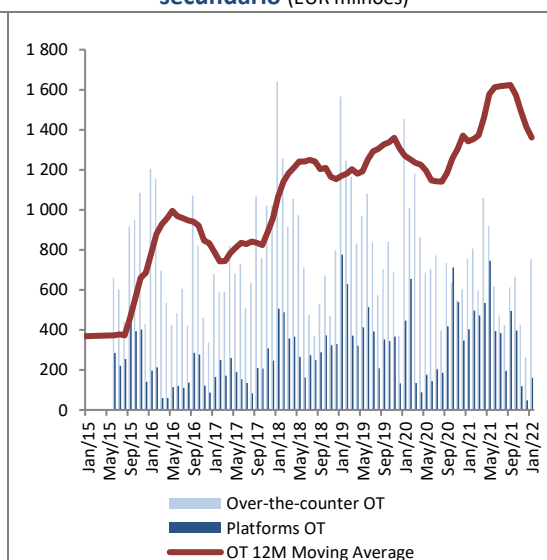
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

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



Fonte: IGCP

3. Ativos e Passivos do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos

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

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

¹¹ A dívida direta do Estado é um conceito que difere da dívida pública compilada pelo Banco de Portugal para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (dívida de Maastricht, apresentada no gráfico 5) em vários aspetos, entre os quais se destaca: (i) diferenças de delimitação do setor – a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de Maastricht se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor institucional das Administrações Públicas; (ii) efeitos de consolidação – a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada, isto é, excluem-se os ativos das Administrações Públicas em passivos emitidos pelas próprias Administrações Públicas.

O peso dos instrumentos de retalho (CA e CT) registou um decréscimo ligeiro, ao passar de 11,1% para 10,9%, 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 um aumento do saldo vivo em torno de EUR 5,6 mil milhões em 2021, explicado sobretudo pela evolução de CEDIC (cujas amortizações superaram as emissões em EUR 10,5 mil milhões). Esta evolução, a par do aumento ligeiro das contas-margem recebidas no âmbito de operações de derivados para cobertura de risco de taxa de juro e cambial (cerca de EUR 0,1 mil milhões), mais do que compensou a redução observada no *stock* de BT (em torno de EUR 5,0 mil milhões). O peso relativo dos instrumentos de dívida de curto prazo aumentou 1,8 p.p., para 8,8% no final de 2021.

O peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo empréstimos oficiais) diminuiu em 2021, passando de 1,5% para 1,1% do total, refletindo sobretudo a operação de recompra antecipada do título denominada em USD (no montante de USD 1,4 mil milhões).

Por seu turno, os empréstimos oficiais (englobando PAEF, SURE e os empréstimos no âmbito do Mecanismo de Recuperação e Resiliência - MRR) registaram um acréscimo ligeiro no peso relativo no *stock* da dívida, passando de 19,6% em 2020 para 19,9% no final de 2021. Esta evolução reflete o incremento do saldo do empréstimo SURE, com o desembolso da segunda tranche do empréstimo da CE a Portugal em maio de 2021, a par do desembolso da componente de empréstimos do pré-financiamento do MRR) recebido em agosto de 2021.

Caixa 2 | Financiamento obtido através do MRR

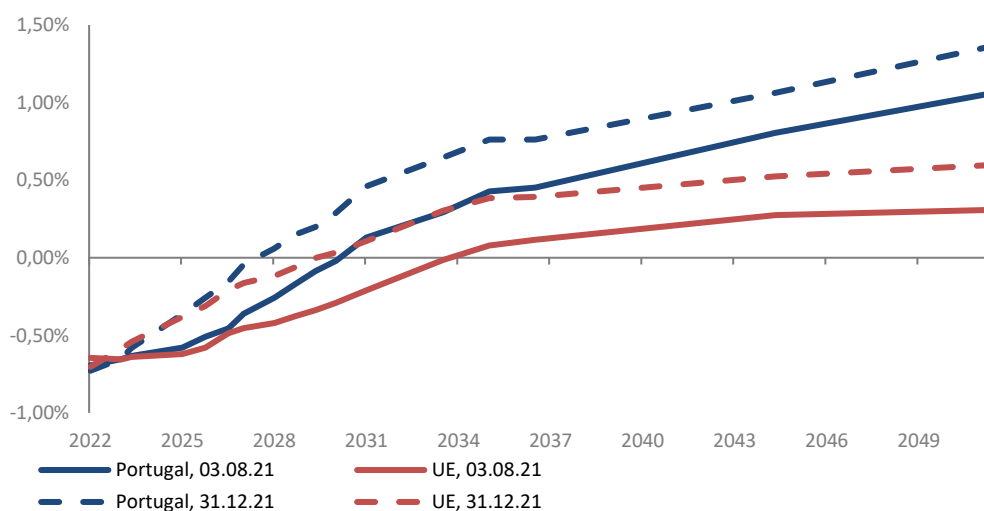
A Comissão Europeia criou o instrumento temporário de recuperação *Next Generation EU* (NGEU) como resposta à crise da COVID-19, no montante de 750 mil milhões de euros, destinado a apoiar a recuperação económica através de contribuições financeiras e empréstimos aos Estados-Membros.

O Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) português, desenvolvido no âmbito do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR) e aprovado pela União Europeia a 13 de julho de 2021, contém um plano de investimentos assente em 3 dimensões estruturantes: resiliência, transição climática e transição digital. O financiamento concedido pela União Europeia a Portugal no período 2021-26, ao abrigo do PRR, ascende a EUR 16,6 mil milhões: EUR 13,9 mil milhões sob a forma de contribuições financeiras e EUR 2,7 mil milhões sob a forma de empréstimos.

Na sequência da aprovação do PRR, a República Portuguesa recebeu, a 3 de agosto de 2021 um montante de EUR 2,2 mil milhões, equivalente a 13% das verbas a que tem direito sob a forma de pré-financiamento: EUR 1,8 mil milhões sob a forma de subvenção e EUR 350,9 milhões sob a forma de empréstimo.

O empréstimo foi concedido por um prazo de 30 anos, com período de carência de capital de 10 anos e uma vida média de 20 anos. A taxa de juro deste empréstimo não é fixa, estando associada ao custo da União Europeia com o seu financiamento. A título ilustrativo, apresentam-se de seguida as curvas de rendimento de Portugal e da UE, verificando-se que existe uma vantagem financeira na utilização do financiamento do PRR, por comparação com o financiamento através de OT, sobretudo nos prazos mais longos.

Gráfico 16 - Curvas de rendimentos de Portugal e da União Europeia



O efeito cambial favorável de cobertura de derivativos (líquido) foi maior em 2021, totalizando EUR 0,5 mil milhões (face a EUR 0,3 mil milhões em 2020). Após cobertura de derivativos, o saldo da dívida direta do Estado fixou-se em EUR 278,0 mil milhões registando, assim, um acréscimo de EUR 10,0 mil milhões face a 2020.

Caixa 3 | Os novos Certificados do Tesouro Poupança Valor (CTPV)

Em setembro de 2021, foi lançado um novo instrumento de dívida pública, designado por Certificado do Tesouro Poupança Valor (CTPV), destinado a promover a poupança de médio prazo das famílias. O lançamento deste novo produto visou minorar o desalinhamento existente entre a remuneração oferecida pelos Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC) face a formas de financiamento de mercado alternativas para maturidades análogas.

Este novo produto de poupança manteve a maturidade final de 7 anos e, também, a aplicação de um prémio indexado ao crescimento do PIB real. No entanto, este prémio passou a ser de 20% sobre o crescimento médio real do PIB e a ser aplicado a todos os anos a partir do 3º ano, ou seja, um ano mais tarde do que nos CTPC. Estas alterações permitiram reduzir as taxas nos prazos mais curtos, mantendo ainda assim uma remuneração final competitiva e menos desalinhada com o custo de financiamento das OT, que em setembro de 2021 era negativo para os prazos de referência até 7 anos (relevantes nesta comparação).

Os CTPC são emitidos com um prazo de 7 anos e uma taxa fixa garantida na data de subscrição. As taxas de remuneração brutas fixadas para as subscrições efetuadas a partir de 13 de outubro de 2021, e garantidas até à sua amortização, são as seguintes:

Anos	1	2	3	4	5	6	7
Taxa de juro base CTPV	0,70	0,70	0,80	0,90	1,00	1,30	1,60

A esta taxa acrescerá, a partir do 3º ano, um prémio correspondente a 20% do crescimento médio real do PIB, se este for positivo. À semelhança dos CTPC, mas contrariamente aos CA, os CTPV vencem juros anualmente, não há lugar a capitalização de juros, e apenas poderão ser resgatados decorrido um ano após a data de subscrição. Na data de reembolso, é assegurado a totalidade do capital investido.

Encargos correntes da dívida

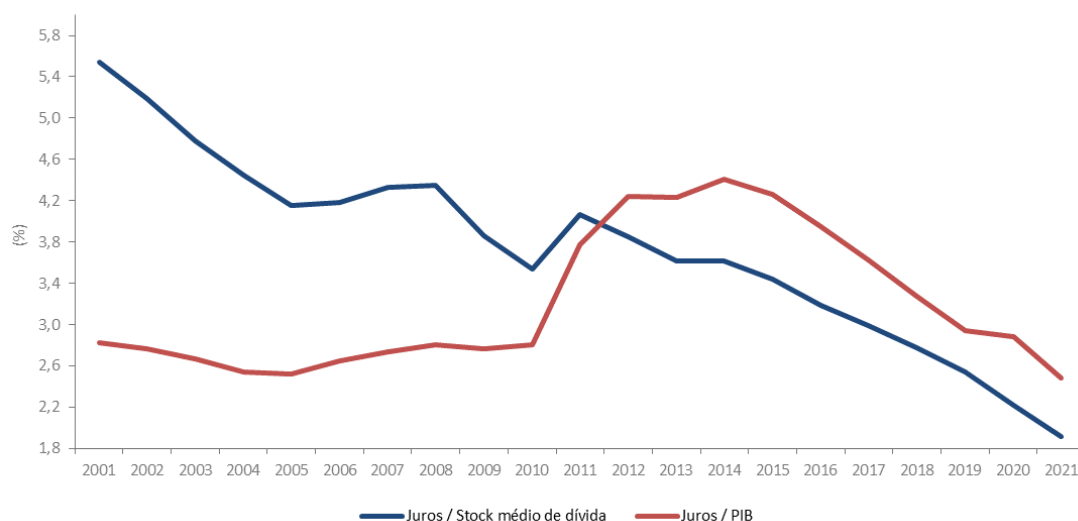
Em 2021, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em EUR 6,4 mil milhões (em termos líquidos), denotando uma redução de EUR 547 milhões face ao ano anterior (ver quadro 21, no Anexo 6).

As OT mantiveram-se como o instrumento com maior representatividade no total de juros da dívida, num montante de EUR 4.642 milhões em 2021. Este valor traduz uma diminuição de EUR 74 milhões

face ao ano anterior, para a qual contribuiu, essencialmente, o vencimento da OT 4,8% Junho 2020. Os juros dos empréstimos oficiais diminuíram em EUR 318 milhões face ao ano anterior, traduzindo a devolução, em julho, do FEEF ao Estado Português, de EUR 286,7 milhões relativos a juros associados ao reembolso da *prepaid margin*. Os juros dos CA e CT reduziram-se em cerca de EUR 139 milhões, em consequência da redução dos juros associados aos CTPM, decorrente do impacto do menor prémio referente ao crescimento do PIB e redução do *stock* vivo deste produto. Os juros de BT prosseguiram uma evolução favorável, continuando o instrumento a beneficiar de taxas de juro de emissão negativas, fixando-se os juros recebidos em EUR 51 milhões.

Em 2021, os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais fixaram-se em EUR 5,2 mil milhões, registando uma redução significativa pelo sexto ano consecutivo. A diminuição anual, que ascendeu a EUR 511 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 (ver quadro 23, no Anexo 6). Com efeito, a taxa de juro implícita prossegue uma tendência de descida consistente, tendo atingido um novo mínimo histórico de 1,9% em 2021. O peso dos juros no PIB também registou uma evolução favorável, passando de 2,9% em 2020 para 2,5% em 2021.

Gráfico 17 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais) (%)



3.2. Tesouraria do Estado

Disponibilidades da Tesouraria do Estado

A repartição das disponibilidades da tesouraria do Estado, no biénio de 2020-2021, é a apresentada no Quadro 3.

Quadro 3 – Contas de Disponibilidades

EUR milhões	dez/20	dez/21
Contas no BdP	17 162	9 306
Apli. Financeiras nas IC	300	0
Contas em Divisas	1	3
Outras Contas Bancárias	1	1
Contas RCE (Bancos, CTT, SIBS, IRN e Caixas do Tesouro)	439	476
Depósitos Externos nas IC	8	3
Cheques a Cobrar	1	1
TOTAL	17 912	9 790

Fonte: IGCP

Pela análise do quadro *supra*, constata-se que as disponibilidades da tesouraria do Estado, no final de 2021, apresentaram um decréscimo de cerca de EUR 8 mil milhões, face ao ano transato, em resultado da diminuição de 46% dos valores depositadas no Banco de Portugal (BdP).

No final do ano de 2021, a posição de tesouraria do Estado ascendia a 9,3 mil milhões de euros (ou 8,8 mil milhões de euros excluindo contas-margem), o que compara com um valor de 17,5 mil milhões de euros (ou 17,0 mil milhões de euros, excluindo contas-margem) no final do ano anterior¹². A posição de tesouraria extraordinariamente elevada 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, assim como refletia também a necessidade de realização do pré-financiamento da OT a amortizar em abril de 2021 (em contraste com os anos mais recentes em que o vencimento ocorria em junho ou outubro). Deste modo, a redução durante o ano de 2021 resultou sobretudo da utilização do saldo para financiamento das necessidades de 2021, permitindo uma diminuição do financiamento em 2021, ao mesmo tempo que reflete necessidades líquidas de financiamento estimadas para 2022 inferiores aos anos anteriores, que foram particularmente exigentes em termos de impacto das medidas de resposta aos efeitos da crise pandémica.

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 4, tendo como referência o universo dos serviços e entidades públicas aderentes ao *Internet Banking* (IB), a aplicação que funciona como o suporte informático privilegiado para o adequado cumprimento da UTE.

¹² Entende-se por posição de tesouraria o saldo de depósitos no BdP e nas IC, excluindo contas-margem (cf. Quadro 11).

Quadro 4 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas

Tipo Cliente	Disponibilidades (EUR milhões)							
	Dep. Ordem		CEDIC		CEDIM		TOTAL	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
ONSUTE	6 298	4 406	2 995	6 362	0	0	9 293	10 768
SEE	2 149	1 301	887	2 195	25	21	3 061	3 518
SFA	6 548	3 779	3 163	8 914	909	559	10 620	13 252
SI	1 784	2 067	0	52	0	0	1 784	2 119
TOTAL	16 779	11 553	7 046	17 524	934	580	24 759	29 657

Fonte: IGCP

Considerando o valor das disponibilidades dos serviços e entidades públicas na tesouraria do Estado, verificou-se um acréscimo de EUR 4.898 Milhões, entre 2020 e 2021.

Esta variação resulta, essencialmente, do acréscimo dos valores aplicados em CEDIC, que ascendeu a cerca de EUR 10,5 Milhões, face ao ano anterior.

Em simultâneo, verificou-se uma diminuição dos valores mantidos em depósitos à ordem, em cerca de EUR 5,2 Milhões, o que evidencia a deslocação destes valores para a subscrição de CEDIC.

Ações de Promoção da Unidade da Tesouraria do Estado

Durante o ano de 2021 foram desenvolvidas várias ações de promoção da UTE que em muito contribuíram para atingir o nível de disponibilidades centralizadas na tesouraria do Estado indicado no Quadro 4 do presente relatório.

A promoção da UTE junto dos serviços e entidades públicas foi realizada através de iniciativas de divulgação e sensibilização junto de serviços e entidades públicas, celebração de protocolos de prestação de serviços, emissão de pareceres sobre a UTE, e bem assim, através da implementação da nova plataforma de prestação de serviços bancários *online*, o *Internet Banking*.

No decurso dessas ações, o IGCP procurou sempre aconselhar os serviços e entidades públicas a utilizar as ferramentas que melhor se adequam à sua realidade, dentro do leque de serviços bancários disponibilizados pela tesouraria do Estado.

Em 2021, encetaram-se importantes passos com a AMA, no sentido de esta passar a funcionar em articulação com o IGCP, como facilitador técnico junto dos serviços e entidades públicas na geração das referências DUC (Documento Único de Cobrança) e nas trocas dos ficheiros de emissão e de cobrança, inerentes à utilização da Rede de Cobranças do Estado (RCE).

Esta parceria entre o IGCP e a AMA, que possibilitará a disponibilização na nova Plataforma de Pagamentos da Administração Pública do serviço de cobrança de Pagamentos ao Estado, objetiva:

- Dinamizar a integração na RCE de entidades com reduzida capacidade tecnológica;
- Melhorar a informação de gestão para as entidades administradoras de DUC.

Das ações empreendidas pelo IGCP para a promoção da UTE, resultou também a celebração de cerca de 30 protocolos de prestação de serviços bancários, 76% dos quais relativos à disponibilização de TPA

(no final de 2021, o IGCP tinha disponibilizado cerca 5 400 equipamentos, que permitiram a entrada de fundos públicos na tesouraria do Estado de cerca de EUR 277 milhões), e os restantes 24% repartidos por protocolos de depósitos de cauções e validação do par IBAN/NIF.

Nos termos do nº 5, do artigo 172º, da Lei nº 75-B/2020, 31 de dezembro, os serviços e entidades públicas podem ser dispensados do cumprimento da 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. Em 2021, o IGCP emitiu 54 pareceres sobre pedidos de isenção do cumprimento da UTE solicitados pelos serviços e entidades públicas, 57% dos quais foram formulados por entidades do SEE.

O Gráfico 18 ilustra os motivos apresentados pelos serviços e entidades públicas para justificar as solicitações de dispensa.

Destacam-se os quatro motivos mais invocados nos pedidos de isenção da UTE: garantias bancárias, cartões pré-pagos, vertente credora dos débitos diretos e a custódia de títulos (excluindo Dívida Pública), os quais representam 50% das fundamentações para a dispensa.

Gráfico 18 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE



Fonte: IGCP

No decurso do ano de 2021 foi finalizada a implementação do *Internet Banking (IB)*, nova plataforma *online* de prestação de serviços bancários, que substituiu o *Homebanking (HB)*.

Esta nova plataforma integra as melhores práticas em termos de segurança, usabilidade e eficiência, aproximando-se às aplicações similares disponibilizadas pela banca comercial.

Em 2021 foi medida a satisfação dos serviços e entidades públicas, nomeadamente ao nível dos serviços bancários prestados através do IB, a qual, no âmbito do inquérito de satisfação realizado no ano em reporte, passou de 73%, em 2017, para 93%, em 2021.

4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco

4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado

As operações de derivados executadas em 2021 tiveram como principal objetivo assegurar a cobertura cambial da carteira. As transações executadas corresponderam sobretudo a desfazer posições existentes sobre taxa de câmbio, na sequência das operações de recompra das obrigações denominadas em dólares em julho e outubro.

A carteira de derivados obteve um resultado líquido de EUR 762,6 milhões ao longo do ano, que é explicado sobretudo pelo efeito positivo da valorização do dólar face ao euro no valor de mercado dos instrumentos de cobertura cambial (*cross-currency swaps* e *FX swaps*) associados a emissões de dívida em USD e CNY. Também o resultado dos derivados de taxa de juro foi positivo devido ao aumento, face a 2020, das taxas de longo prazo (em 2021 atingiram a maturidade as *swaptions* que foram contratadas pelo IGCP em 2009 como cobertura de taxas de juro a 30 anos).

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 151/2019, de 11 de outubro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 175/2019, 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 derivados financeiros pela STCP até 31 de dezembro de 2019. No final de 2021, apenas um derivado assinado pela empresa permanecia vivo, com vencimento em junho de 2022 e um valor de mercado de EUR -16,6 milhões.

Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados

(EUR milhões)	Valor de Mercado		Cash-flow no período (*)	Resultado líquido
	31-dez-21	31-dez-20		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) - (2) + (3)
Taxa de juro	-32,1	-430,5	-313,7	84,7
IRS	-32,1	-3,0	30,1	1,0
Swaptions	0,0	-427,6	-343,9	83,7
Taxa de câmbio	535,5	393,4	535,8	677,9
CCIRS	535,5	425,3	454,1	564,4
FX swaps	0,0	-31,8	81,8	113,6
Total	503,4	-37,1	222,1	762,6
Derivado STCP	-16,6	-41,6	-13,8	13,2

(*) Cashflows positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto cashflows 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 31 de dezembro de 2021, permaneciam vivos 12 instrumentos derivados nas carteiras das EPR, com um valor de mercado de EUR -232,3 milhões e um valor contratual de EUR 524,2 milhões.

Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR

(EUR milhões)	Nº derivados	Valor contratual	Valor de mercado		Cash-flow no período (*)	Resultado líquido
			31-dez-21	31-dez-20		
			(1)	(2)	(3)	(4) (5) = (2) - (3) + (4)
Metropolitano de Lisboa	8	348,5	-122,0	-272,4	-94,4	56,0
Metro do Porto	4	168,1	-110,4	-213,7	-100,6	2,7
Total	12	516,6	-232,3	-486,0	-195,0	58,7

(*) Cashflows positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto cashflows 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 58,7 milhões ao longo do ano, que é explicado sobretudo pela subida das taxas *swap* do euro, em particular nos prazos mais longos, assim como da respetiva volatilidade.

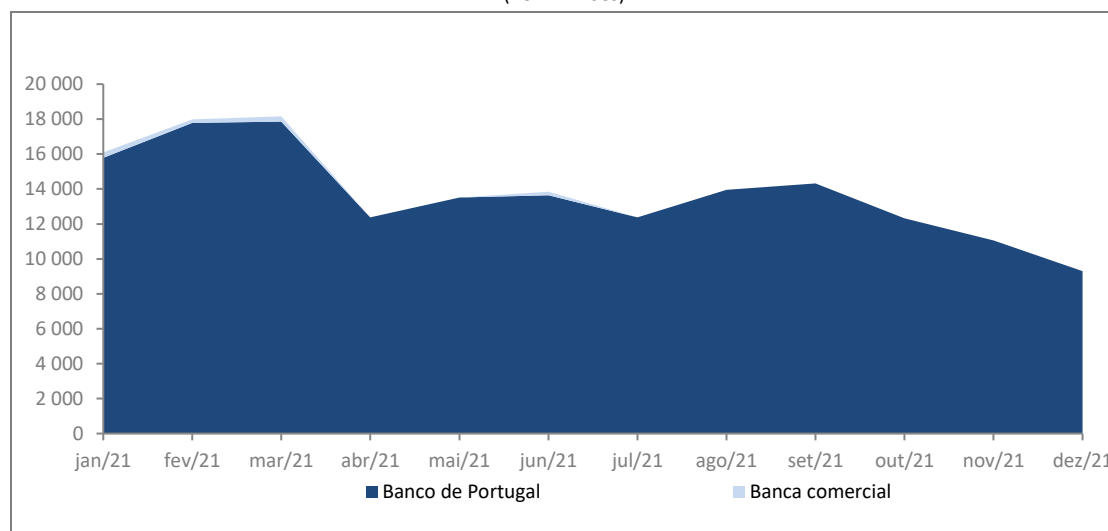
4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2021 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.

No final do ano de 2021, a posição de tesouraria do Estado equivalia a 8,8 mil milhões de euros, o que compara com um valor de 17,0 mil milhões de euros no final o ano anterior. A redução do saldo de tesouraria ao longo de 2021 reflete o maior recurso a depósitos na satisfação das necessidades de financiamento do Estado, conforme já mencionado anteriormente.

Gráfico 19 – 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) voltou a renovar os mínimos beneficiando simultaneamente da redução do custo de financiamento da dívida (independentemente da metodologia de cálculo considerada) e da redução gradual do saldo médio de tesouraria ao longo do tempo.

Quadro 7 – Estimativa do custo da posição de tesouraria

(EUR milhões)

	Taxa implícita <i>stock</i> total ⁽¹⁾			Custo médio (BT+OT) ⁽²⁾			Custo médio (BT) ⁽³⁾		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Saldo médio de depósitos	11 606	14 009	13 850	11 606	14 009	13 850	11 606	14 009	13 850
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	2,5%	2,2%	1,9%	0,6%	0,3%	0,2%	-0,4%	-0,4%	-0,5%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	294	311	266	65	38	26	-48	-56	-76
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	-2	8	14	-2	8	14	-2	8	14
Custo líquido do saldo de Tesouraria	293	318	280	63	46	39	-49	-49	-62
Em % do saldo médio de depósitos	2,5%	2,3%	2,0%	0,5%	0,3%	0,3%	-0,4%	-0,3%	-0,4%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	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 2021, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado¹³ era de EUR 310.492 milhões, refletindo um prémio de 10,7% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu ligeiramente em 2021 para 2,0%, enquanto a *yield* média aumentou para 0,5%. O prazo médio de amortização da dívida manteve-se em 7,4 anos.

Quadro 8 – Indicadores¹⁴ de custo em fim de ano (EUR milhões)

	2019	2020	2021
Valor nominal	250.309	267.955	277.976
Cupão Médio	2,7%	2,4%	2,0%
<i>Yield</i> Média	0,7%	0,4%	0,5%
Prazo Médio Amortização (anos)	7,5	7,4	7,4
Valor Mercado	289.688	311.878	310.492
Prémio (incl. Juro Corrido)	14,3%	15,1%	10,7%

Fonte: IGCP

¹³ A dívida direta do Estado considerada é compatível 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*) e com o *stock* de dívida total após cobertura cambial reportada no Boletim Mensal do IGCP e, como tal, 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.

¹⁴ O cupão médio é calculado anualizando o juro corrido entre os dois últimos dias úteis do ano dividido pelo *outstanding* para o último dia útil. O indicador prémio resulta de subtrair a unidade ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*. A *yield* média corresponde a considerar uma Obrigação do Tesouro de maturidade igual ao prazo médio de amortização, que paga anualmente o cupão médio e que tem preço igual ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*.

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.

Tendo por base a previsão das necessidades de financiamento subjacente à proposta de Orçamento do Estado para 2022, a posição da carteira no final de 2021, um cenário central para financiamento de 2022 e um conjunto de cenários simulados¹⁵ para a dinâmica da curva das taxas de juro (BT e OT):

- O valor esperado dos encargos com a carteira para 2022 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de EUR 5.213 milhões;
- Existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder EUR 5.370 milhões (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro.
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 157 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 0,08 p.p. em 2022 é inferior a 5%.

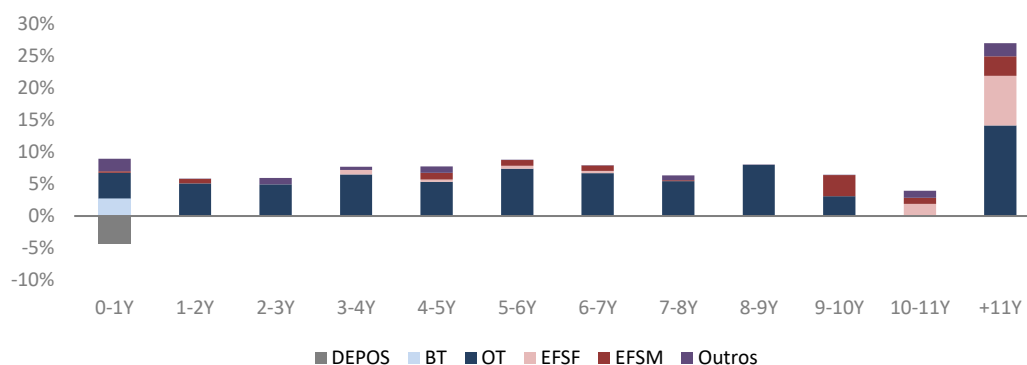
Risco de refinanciamento

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 2021, a carteira ajustada apresentava o perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

¹⁵ 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.

Gráfico 20 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2021



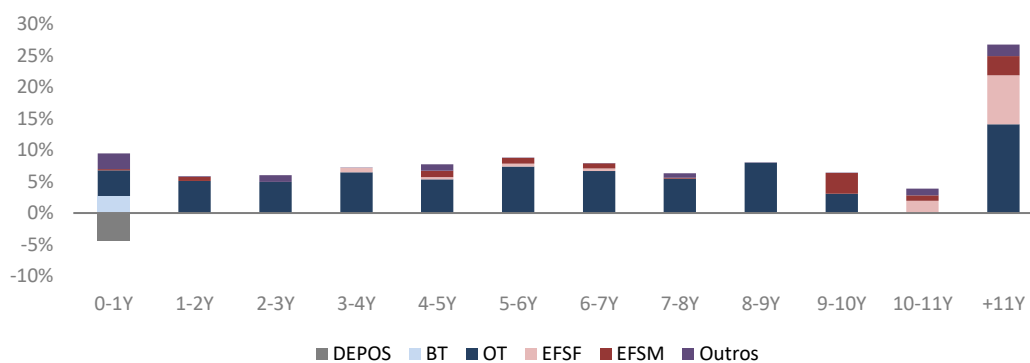
Fonte: IGCP

Risco de taxa de juro

A duração modificada¹⁶ da carteira de dívida total e ajustada situava-se no final de 2021 em 5,65 e 6,43, respetivamente. Durante o ano de 2021, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2021, a carteira apresentava o perfil de *refixing* (i.e. percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos) evidenciado na figura seguinte.

Gráfico 21 – Perfil de refixing no final de 2021



Fonte: IGCP

¹⁶ A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

Risco de taxa de câmbio

No final de 2021, a exposição cambial primária (i.e. não incluindo operações de cobertura) representava 1,36% do total da carteira de dívida ajustada, valor largamente inferior ao limite de 20% fixado nas *guidelines*. Esta exposição é resultado das Obrigações emitidas em moeda estrangeira (USD e CNY).

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

Risco de crédito

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

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

Ao longo de 2021, 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 0,04% do valor da carteira ajustada, ou seja, aquele limite estava ocupado em 1,24%.

Quadro 9 – Indicadores de risco em fim de ano (EUR milhões)

	2019	2020	2021
Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada)	2,12%	1,86%	1,36%
Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada)	0,00%	0,00%	0,00%
Duração Carteira Total (anos)	5,42	5,71	5,65
Duração Carteira Ajustada (anos)	6,07	6,30	6,43

Fonte: IGCP

Anexos

A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2021

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

(EUR milhões)	2020	2021 ^(P)
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	16.790	13.773
Défice Orçamental	12.204	9.471
Aquisição líquida de activos financeiros (excepto privatizações)	4.585	4.301
Dotação para o FRDP	0	0
Transferência de saldo de gerência da ADSE	0	0
2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)	36.841	42.122
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	3.987	4.959
Dívida de curto prazo em euros	22.327	18.914
Dívida de médio e longo prazo em euros	10.530	16.662
Dívida em moedas não euro	0	1.387
Fluxos de capital de swaps (líq.)	-3	200
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	53.631	55.894
4. FONTES DE FINANCIAMENTO	55.117	56.070
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	108	1.501
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	55.009	52.994
Emissões de dívida no Período Complementar	0	1.575
5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3.)	1.501	198
p.m. Discrepância estatística	15	23
p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)	56.562	52.994
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	1.553	0
Relativas ao Orçamento do ano	55.009	52.994

Nota: Os valores relativos à execução de 2021 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2021

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

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

Necessidades e fontes de financiamento 2020 e 2021		
(EUR milhões)	2020	2021 ^(P)
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	24.862	26.904
Défice orçamental do Estado	12.204	9.471
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	4.585	4.301
Operações pontuais	0	0
Amortizações OT (excl operação de troca)	8.019	8.035
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	0	0
Outras amortizações de dívida MLP	53	5.096
FONTES DE FINANCIAMENTO	24.862	26.904
Utilização de depósitos (excl contas margem)	-10.225	8.281
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	0	3.593
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	27.157	14.559
Emissões OTRV	0	0
Outras emissões de dívida MLP	16	0
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	-530	-4.760
Emissões líquidas CA/CTPC	711	536
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	7.733	4.695
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	17.047	8.766
Saldo de contas-margem no final do ano	415	540
Saldo total de depósitos no final do ano	17.462	9.306

Nota: Os valores relativos à execução de 2021 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2021

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

A2. Composição do Financiamento em 2021

Quadro 12 – Composição do financiamento

(EUR milhões)	Emissão	Amortização	Líquido
DÍVIDA EURO	52.994	40.535	12.459
CA - Certificados de Aforro	873	624	249
CT - Certificados do Tesouro	4.622	4.335	287
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	17.523	7.046	10.477
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	0	354	-354
BT - Bilhetes do Tesouro	6.467	11.453	-4.986
OT - taxa fixa	19.375	12.599	6.776
OTRV	0	3.450	-3.450
FEEF	828	0	828
MEEF	8	0	8
SURE	2.407	0	2.407
PRR	351	0	351
Outra Dívida curto prazo	540	415	126
Outra Dívida longo prazo	0	259	-259
DÍVIDA NÃO EURO	0	1.387	-1.387
FMI	0	0	0
Outra Dívida	0	1.387	-1.387
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)	0	200	-200
TOTAL	52.994	42.122	10.872

Nota: Os valores relativos à execução de 2021 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2021.

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 13 – Emissão de OT via sindicato

Data	Emissão	Valor nominal (EUR milhões)	Taxa de emissão	Spread vs benchmark ⁽¹⁾ (pb)	Mid swap spread(pb)
03-fev-2021	OT 1% ABR 2052	3,000	1.022%	103	85
07-abr-2021	OT 0,3% OUT 2031	4,000	0.344%	67	28

¹ Bund.

Fonte: IGCP

Quadro 14 – Emissão de OT via leilão

Data	Título	Leilão competitivo valor nominal (EUR milhões)	Leilão não-competitivo valor nominal (EUR milhões)	Taxa de corte/alocação	Mid swap spread(pb)
13-jan-2021	OT 0,475 OUT 2030	500	0	-0.01%	22.2
13-jan-2021	OT 0,9% OUT 2035	750	0	0.32%	35.7
10-mar-2021	OT 0,7 OUT 2027	625	123	-0.09%	12.1
10-mar-2021	OT 0,475 OUT 2030	625	123	0.24%	23.9
12-mai-2021	OT 0,3% OUT 2031	551	0	0.51%	34.1
12-mai-2021	OT 0,9% OUT 2035	699	0	0.84%	46.6
09-jun-2021	OT 0,7 OUT 2027	300	0	-0.16%	2.3
09-jun-2021	OT 0,3% OUT 2031	700	0	0.40%	29.0
14-jul-2021	OT 0,475 OUT 2030	622	118	0.13%	14.0
14-jul-2021	OT 4,10% ABR 2037	292	56	0.61%	30.1
10-nov-2021	OT 0,3% OUT 2031	686	0	0.31%	19.9
10-nov-2021	OT 4,10% ABR 2037	314	0	0.62%	34.2

Fonte: IGCP

Quadro 15 – Ofertas de troca de OT

Data	Título	Posição	Exchange offer YTM	Valor nominal (EUR milhões)
28-abr-2021	OT 2,25 ABR 2034	Emissão	0.65%	312
28-abr-2021	OT 2,125% OUT 2028	Emissão	0.09%	671
25-ago-2021	OT 2,125% OUT 2028	Emissão	-0.23%	1,025
25-ago-2021	OT 4,10% ABR 2037	Emissão	0.48%	336
22-set-2021	OT 2,125% OUT 2028	Emissão	-0.19%	279
22-set-2021	OT 2,25 ABR 2034	Emissão	0.39%	235
27-out-2021	OT 0,3% OUT 2031	Emissão	0.39%	681
27-out-2021	OT 1% ABR 2052	Emissão	1.23%	266
				3,805
28-abr-2021	OT 2,20% OUT 2022	Compra	-0.59%	501
28-abr-2021	OT 5.65% FEV 2024	Compra	-0.49%	482
25-ago-2021	OT 4.95% OUT 2023	Compra	-0.69%	1,080
25-ago-2021	OT 5.65% FEV 2024	Compra	-0.68%	281
22-set-2021	OT 2,20% OUT 2022	Compra	-0.69%	330
22-set-2021	OT 5.65% FEV 2024	Compra	-0.70%	184
27-out-2021	OT 4.95% OUT 2023	Compra	-0.71%	205
27-out-2021	OT 5.65% FEV 2024	Compra	-0.66%	742
				3,805

Fonte: IGCP

Quadro 16 – Leilões de BT

Data	Título	Leilão competitivo valor nominal (EUR milhões)	Leilão não- competitivo valor nominal (EUR milhões)	Taxa de corte/alocação	Spread vs Euribor (pb)
20-jan-2021	BT 16 JUL 2021	750	8	-0.55%	-2.1
20-jan-2021	BT 21 JAN 2022	750	8	-0.52%	-1.6
17-fev-2021	BT 21 MAI 2021	625	0	-0.54%	0.1
17-fev-2021	BT 21 JAN 2022	625	0	-0.52%	-2.2
17-mar-2021	BT 17 SEP 2021	500	0	-0.55%	-3.2
17-mar-2021	BT 18 MAR 2022	1000	0	-0.53%	-4.2
21-abr-2021	BT 16 JUL 2021	450	0	-0.60%	-6.2
21-abr-2021	BT 18 MAR 2022	800	0	-0.56%	-7.5
19-mai-2021	BT 19 NOV 2021	750	0	-0.57%	-5.5
19-mai-2021	BT 20 MAI 2022	1000	0	-0.54%	-5.7
16-jun-2021	BT 17 SEP 2021	500	0	-0.59%	-4.5
16-jun-2021	BT 20 MAI 2022	750	0	-0.55%	-6.0
21-jul-2021	BT 22 JUL 2022	1000	33	-0.59%	-11.0

Nota: Exclui emissões a favor do FRDP

Fonte: IGCP

Quadro 17 – CEDIC/CEDIM

	2020				2021			
	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	9.253	260	0,08%	0,50	21.376	331	0,07%	0,41
Amortizações antecipadas	902	19	0,09%	0,52	188	23	0,06%	0,55
<i>Saldo final de ano</i>	<i>7.046</i>				<i>17.523</i>			
CEDIM								
Emissões	13	2	0,01%	2,35	0	1	0,47%	10,35
Amortizações antecipadas	0	0	0,00%	0,00	0	0	0,00%	0,00
<i>Saldo final de ano</i>	<i>934</i>				<i>580</i>			

¹ Taxa ponderada pelo prazo das aplicações.

Fonte: IGCP.

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

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 peça fundamental do bom funcionamento dos mercados financeiros.

Em 2021, destaca-se a *performance* dos seguintes participantes no mercado de OT e BT, respetivamente:

Quadro 18 – OEVT com melhor desempenho em 2021

1	Crédit Agricole
2	Nomura
3	Morgan Stanley
4	JP Morgan
5	BNP Paribas

Fonte: IGCP

Quadro 19 – EBT com melhor desempenho em 2021

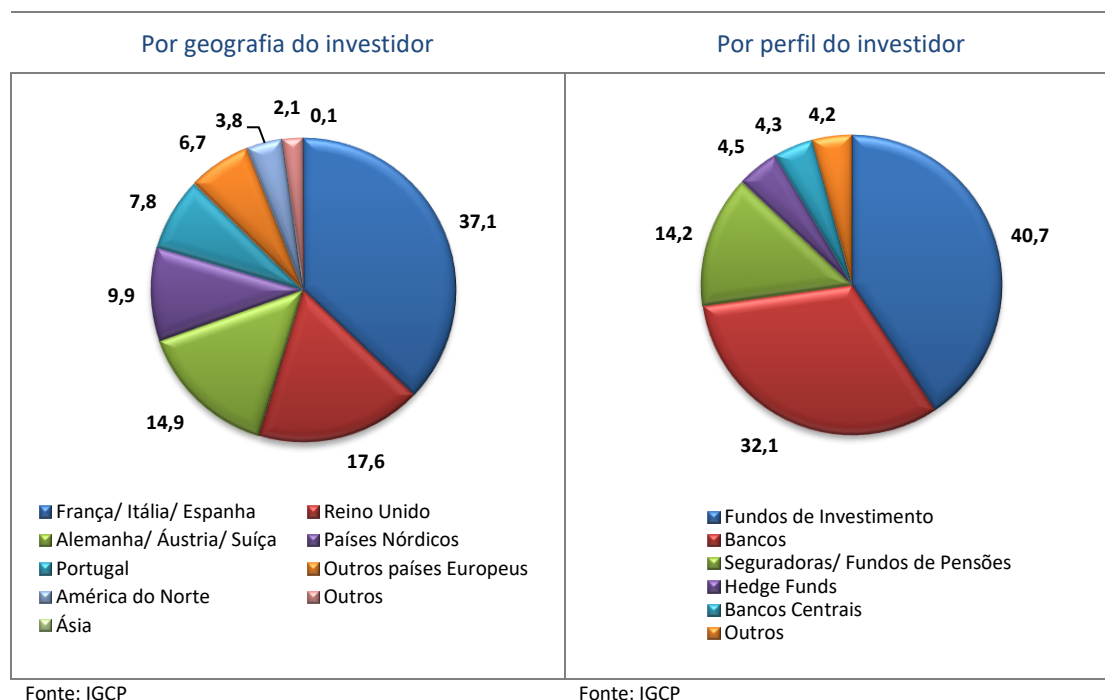
1	Millenniumbcp
2	JP Morgan
3	Crédit Agricole
4	Barclays
5	HSBC

Fonte: IGCP

A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT

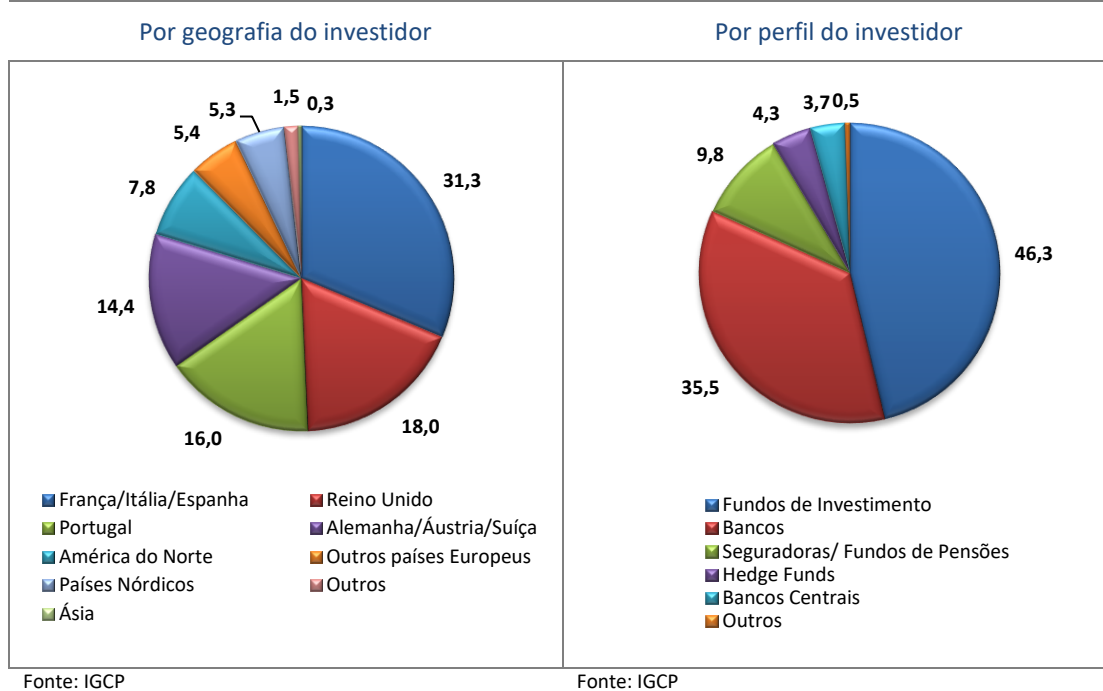
Em fevereiro de 2021, a República Portuguesa colocou EUR 3 mil milhões de OT através de uma operação sindicada a 30 anos. Nesta operação, cerca de 92% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores de França, Itália e Espanha (37%), mas também a presença relevante de investidores do Reino Unido (com cerca de 18% da distribuição), e da Alemanha, Áustria e Suíça (com 15% de alocação). É ainda de sublinhar a forte participação de investidores *real money*, com especial relevo n os Fundos de investimento, nas Seguradoras e Fundos de Pensões, que habitualmente garantem uma maior estabilidade dos preços em mercado secundário.

Gráfico 22 – Emissão sindicada de OT em fevereiro de 2021: Novo *Benchmark* a 30 anos



Em abril de 2021, a República Portuguesa colocou EUR 4 mil milhões de OT através de uma operação sindicada a 10 anos. Nesta operação, cerca de 84% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores do França, Itália e Espanha (com cerca de 31% da distribuição), do Reino Unido (18%), e de Portugal (com 16% de alocação). Os Fundos de investimento (com 46% da distribuição) e os Bancos (cerca de 36%).

Gráfico 23 – Emissão sindicada de OT em abril de 2021: Novo *Benchmark* a 10 anos



A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado

Quadro 20 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2021			Saldo em	
	31/dez/20	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31/dez/21	Estrutura
1. Dívida denominada em euros (excl. empréstimos oficiais)	211.771	78,9%	57.133	48.266	-522	220.116	79,0%
Transacionável	169.974	63,3%	29.433	31.298	-522	167.587	60,2%
ECP	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
BT (valor descontado)	11.453	4,3%	10.057	15.044	0	6.467	2,3%
OT	148.294	55,3%	19.375	12.599	-627	154.443	55,5%
OTRV	7.950	3,0%	0	3.450	0	4.500	1,6%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	100	100	0,0%
MTN	2.270	0,8%	0	205	5	2.070	0,7%
Obrigações de retalho	7	0,0%	0	0	0	7	0,0%
Não Transacionável	41.797	15,6%	27.700	16.969	0	52.529	18,9%
Certificados de Aforro	12.220	4,6%	873	624	0	12.469	4,5%
Valor de aquisição	7.949	3,0%	724	483	0	8.190	2,9%
Juros capitalizados	4.271	1,6%	148	141	0	4.279	1,5%
Certificados do Tesouro	17.562	6,5%	4.622	4.335	0	17.849	6,4%
CEDIC	7.046	2,6%	21.377	10.900	0	17.523	6,3%
CEDIM	934	0,3%	0	354	0	580	0,2%
Contas margem	415	0,2%	770	644	0	540	0,2%
Outros	3.621	1,3%	58	112	0	3.568	1,3%
2. Dívida denominada em moedas não euro (excl. empréstimos oficiais)	3.916	1,5%	0	1.387	455	2.984	1,1%
Transacionável	3.916	1,5%	0	1.387	455	2.984	1,1%
ECP	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	3.916	1,5%	0	1.387	455	2.984	1,1%
Não Transacionável	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
3. Empréstimos oficiais	52.628	19,6%	3.593	0	-831	55.390	19,9%
Empréstimos SURE (UE)	3.000	1,1%	2.407	0	4	5.411	1,9%
Empréstimos PRR (UE)	0	0,0%	351	0	0	351	0,1%
PAEF	49.628	18,5%	835	0	-835	49.628	17,8%
FEEF	25.328	9,4%	828	0	-828	25.328	9,1%
MEEF	24.300	9,1%	8	0	-8	24.300	8,7%
FMI	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
4. Dívida total (1.+ 2.+ 3.)	268.316	100,0%	60.726	49.654	-899	278.489	100,0%
5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	-288					-478	
6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+ 5.)	268.028					278.011	

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

Fonte: IGCP.

A6. Custo da Dívida Direta do Estado

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Juros da dívida pública	7.017	7.038	7.282	7.034	7.063	7.108	6.837	6.287
Bilhetes do Tesouro	381	99	9	2	-35	-45	-49	-51
Obrigações do Tesouro	3.964	4.087	4.544	4.599	4.842	4.858	4.716	4.642
Empréstimos Oficiais	2.009	2.119	1.846	1.567	1.178	1.058	990	673
Certificados de Aforro e do Tesouro	379	562	791	669	731	780	715	576
Outros	284	171	92	197	347	457	464	447
Outros encargos (*)	81	67	101	93	82	61	80	77
Empréstimos Oficiais	19	2	16	11	28	15	14	28
Outros	63	65	85	82	54	47	65	49
Total de encargos pagos	7.098	7.105	7.383	7.127	7.145	7.169	6.917	6.364
Juros recebidos de aplicações financeiras	-126	-13	-4	-4	1	-2	8	14
Juros e outros encargos líquidos	6.972	7.092	7.379	7.123	7.146	7.168	6.925	6.378

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

	(valores em EUR milhões)							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Juros da dívida pública	0	0	0	0	0	0	0	0
Bilhetes do Tesouro	214	35	5	-14	-46	-47	-49	-49
Obrigações do Tesouro	4.362	4.361	4.315	4.384	4.220	3.930	3.616	3.327
Empréstimos Oficiais	2.262	2.215	1.942	1.574	1.245	1.115	1.063	862
Certificados de Aforro e do Tesouro	517	687	734	707	791	752	586	623
Outros	281	352	365	454	516	549	543	486
Total de juros pagos	7.636	7.650	7.362	7.106	6.725	6.299	5.760	5.249
Juros recebidos de aplicações financeiras	-125	-13	-3	-4	1	-1	8	13
Juros e outros encargos líquidos	7.511	7.637	7.358	7.103	6.726	6.297	5.768	5.262

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

Fonte: IGCP.

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

(valores em EUR milhões)

Ano	Stock de dívida médio*	Juros pagos** (contabilidade nacional)	Taxa de juro implícita	Variação dos juros	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de stock	Efeito preço	Efeito cruzado
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2000	64.566	3.692	5,7%	0	0	0	0
2001	69.313	3.840	5,5%	147	271	-116	-9
2002	75.962	3.943	5,2%	103	368	-242	-23
2003	81.426	3.895	4,8%	-48	284	-309	-22
2004	87.058	3.871	4,4%	-24	269	-275	-19
2005	96.249	3.995	4,2%	124	409	-257	-27
2006	105.158	4.400	4,2%	404	370	31	3
2007	110.681	4.797	4,3%	397	231	158	8
2008	115.633	5.024	4,3%	227	215	12	1
2009	125.605	4.846	3,9%	-178	433	-562	-49
2010	142.261	5.038	3,5%	192	643	-398	-53
2011	163.657	6.646	4,1%	1.608	758	739	111
2012	185.431	7.141	3,9%	494	884	-344	-46
2013	199.837	7.218	3,6%	77	555	-443	-34
2014	211.201	7.636	3,6%	419	410	8	0
2015	222.207	7.650	3,4%	14	398	-365	-19
2016	231.323	7.362	3,2%	-289	314	-579	-24
2017	237.273	7.106	3,0%	-255	189	-434	-11
2018	241.911	6.725	2,8%	-381	139	-510	-10
2019	248.285	6.299	2,5%	-427	177	-588	-16
2020	259.664	5.760	2,2%	-539	289	-791	-36
2021	273.403	5.249	1,9%	-511	305	-775	-41

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.

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

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

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

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

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

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

Fonte: IGCP.