



# **A DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA**

---

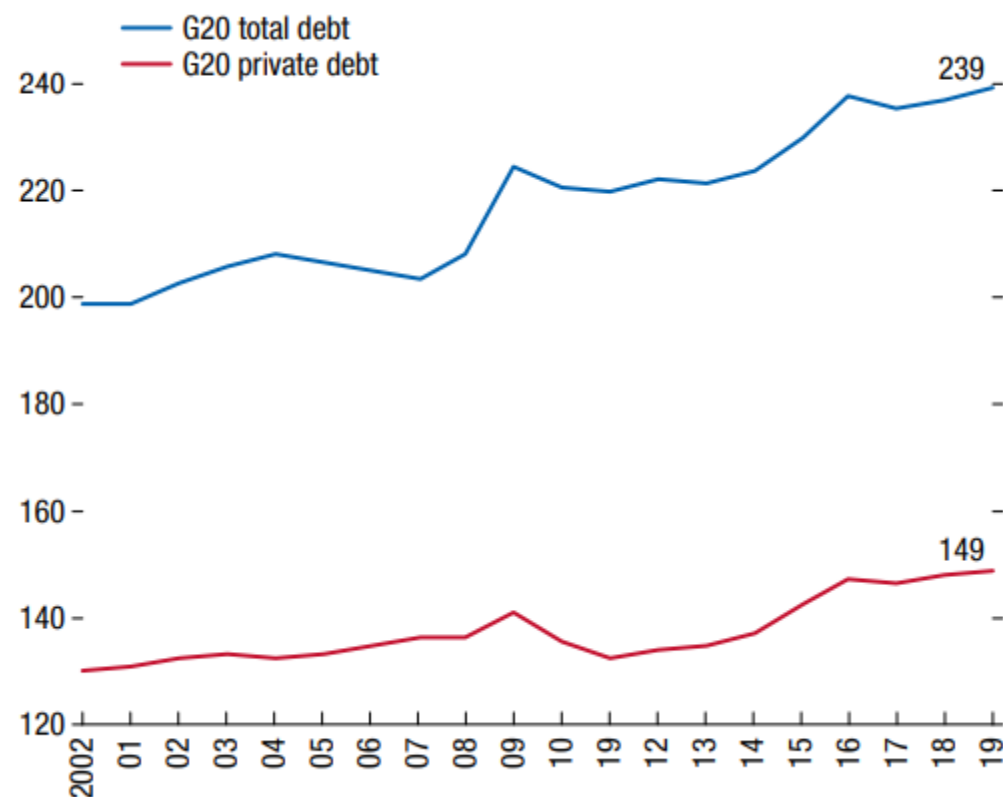
## **Endividamento em Portugal e na Europa**

*Universidade Autónoma de Lisboa*

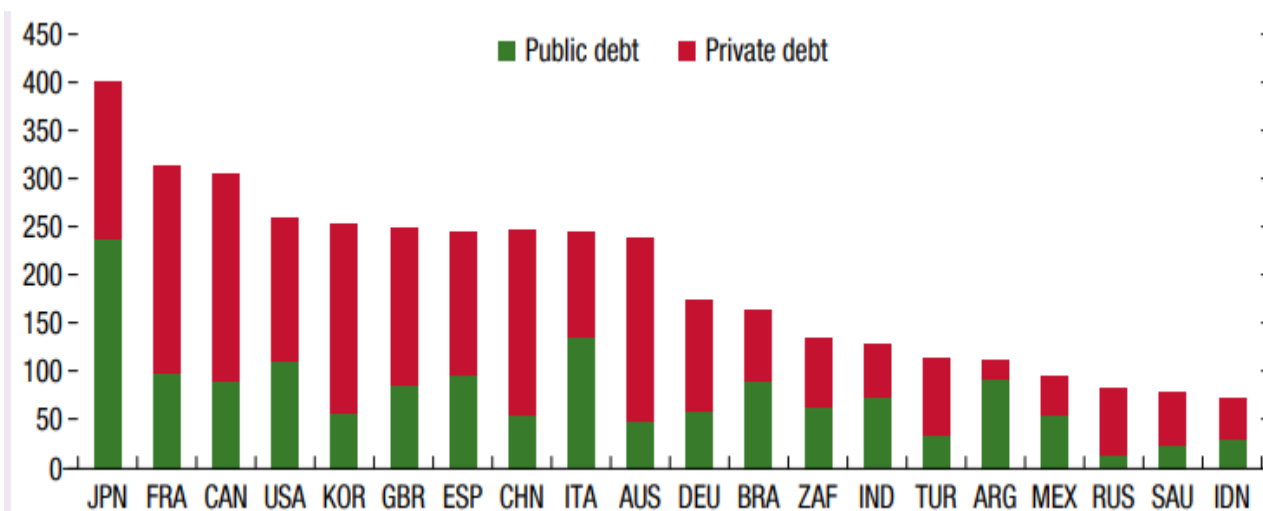
## O endividamento global tem observado crescimento gradual nas últimas décadas

Após a crise financeira de 2008-2012, o endividamento reduziu-se até 2015, mas retomou a tendência ascendente em 2016. O crescimento económico dos últimos anos não promoveu a queda do endividamento, e a crise pandémica antecipa um novo salto.

[Evolução da dívida total e dívida privada nas economias do G20, % do PIB]



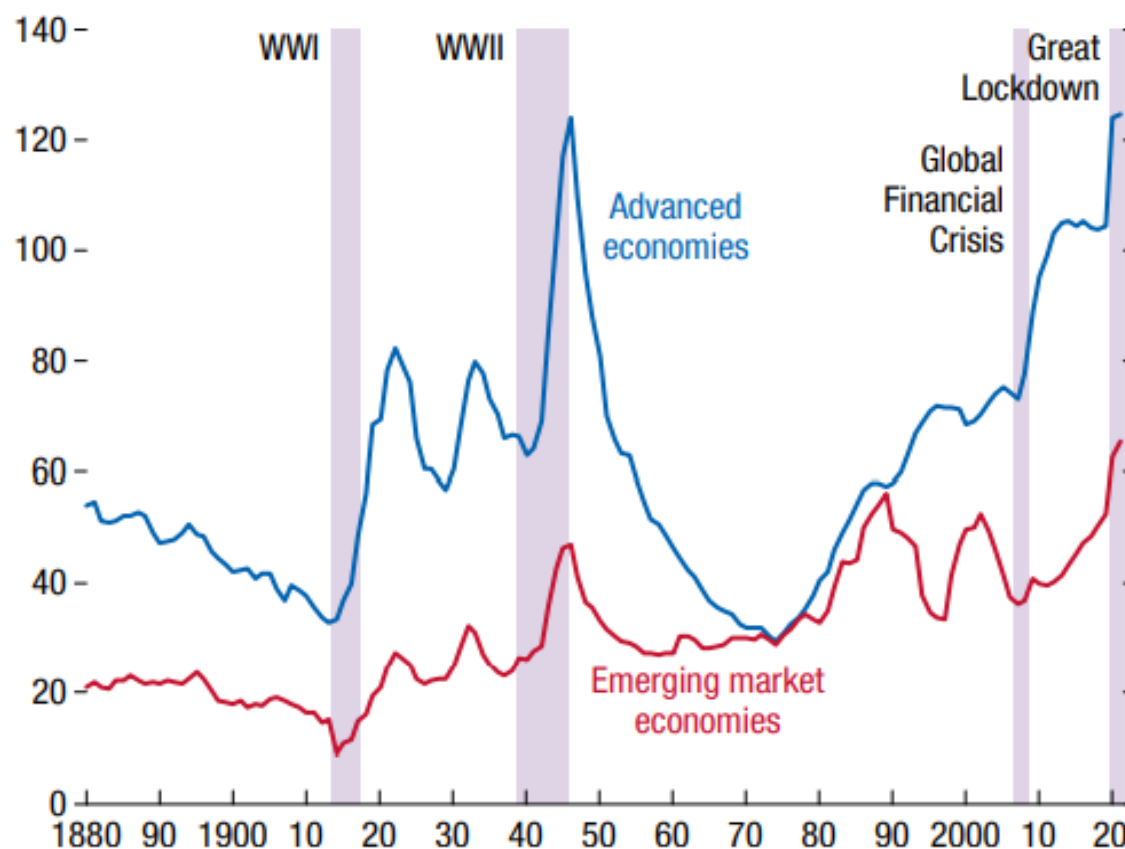
[Dívida total em países do G20, 2020, % do PIB]



## A crise pandémica empurrou o endividamento para máximos históricos

Economias desenvolvidas e emergentes observam níveis recorde de dívida pública com a mais recente recessão mundial.

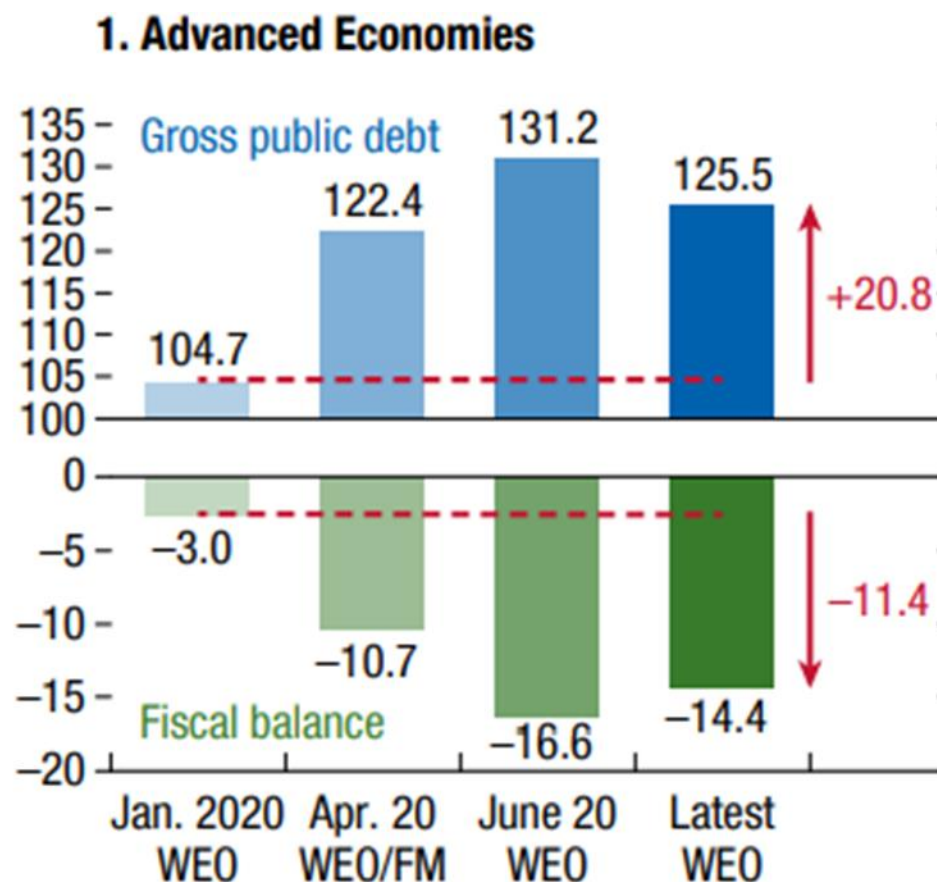
[Evolução histórica da dívida pública, % do PIB]



## O desconhecimento (antes) e a volatilidade (agora) na frente sanitária causam incerteza persistente na tomada de decisão

A variabilidade das previsões macroeconômicas e a adoção de medidas de estímulo para evitar o enraizamento das consequências da crise têm marcado a evolução econômica no curto prazo – e dependem intimamente do andamento da pandemia.

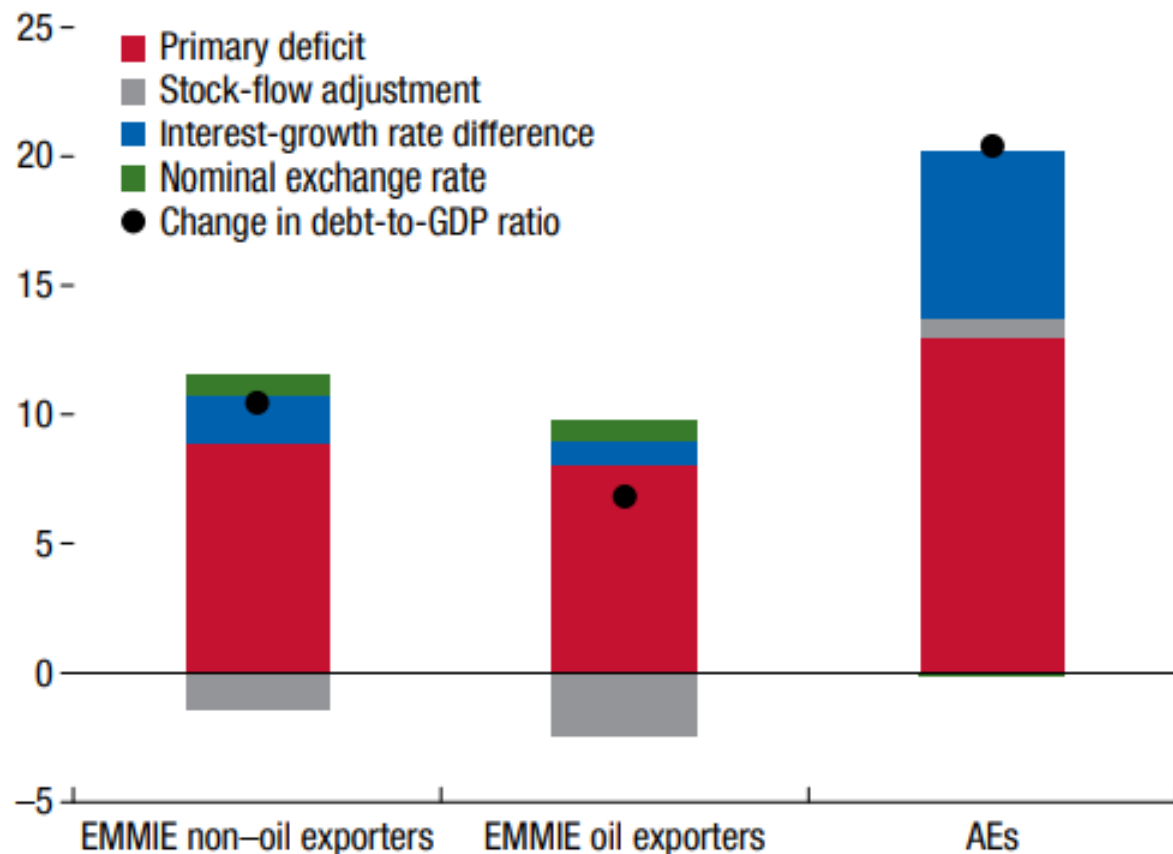
[Défice orçamental e dívida pública (evolução de previsões), % do PIB]



## O endividamento público: fatores determinantes

A dívida pública elevou-se, porque: o déficit público aumentou (mais despesa e menor receita); as taxas de juro embora baixas excederam o andamento do PIB nominal; outros riscos (e.g. responsabilidades fora do balanço)

[Variação da dívida pública, % do PIB]

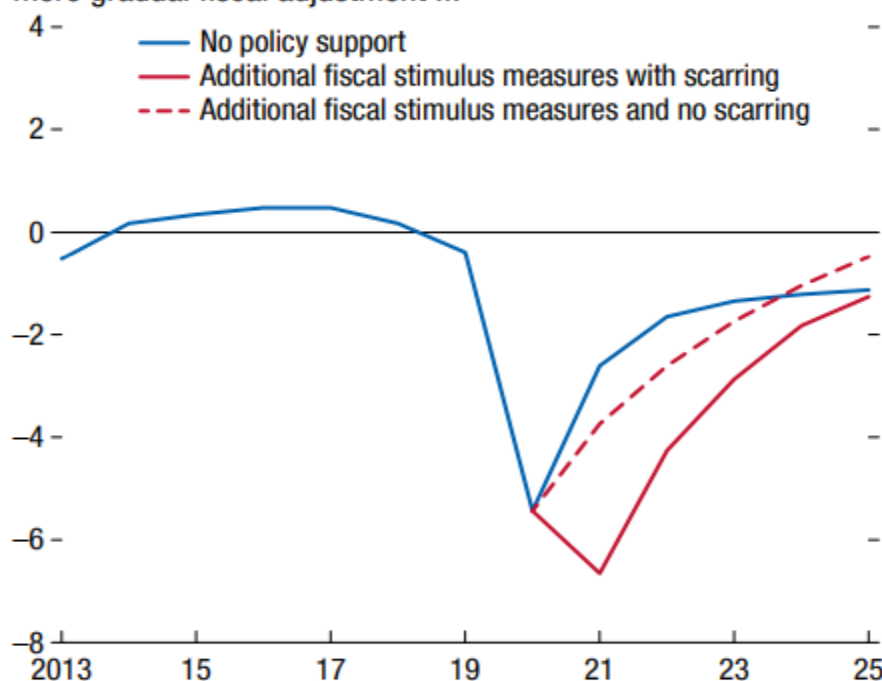


## Forte recessão económica: PIB contraiu sem precedentes exigindo medidas contra-cíclicas inéditas

A recessão económica foi única em termos de magnitude, deixando marcas profundas no défice por via das medidas adicionais de estímulo económico e da livre atuação dos estabilizadores automáticos para evitar efeito prolongado da crise.

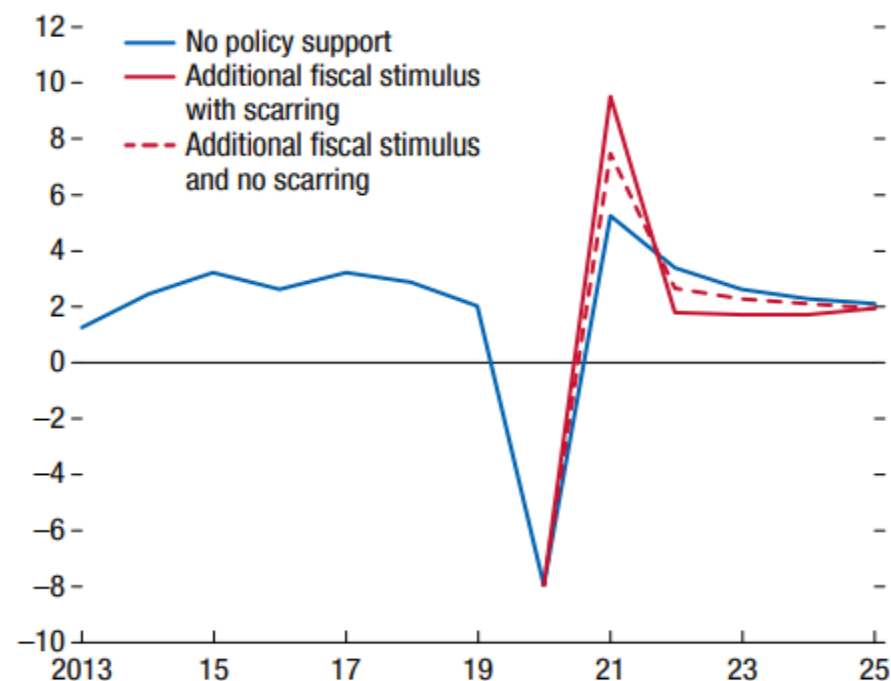
**Figure 1.18. Pace of Fiscal Adjustment, 2013–25**  
(Normative structural primary balance in percent of potential GDP)

Concerns with long-term scarring from the pandemic justify more gradual fiscal adjustment ...



**Figure 1.19. Economic Growth, 2013–25**  
(Percent change in GDP)

... allowing for a stronger economic recovery.

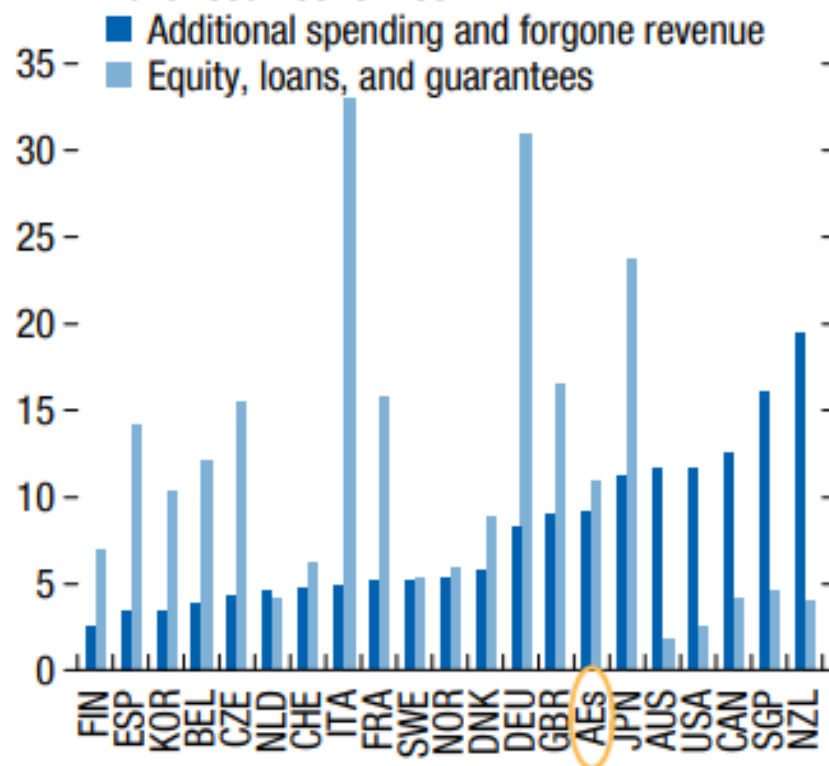


## Défice público elevado associado a medidas de estímulo discricionário e não-discricionário

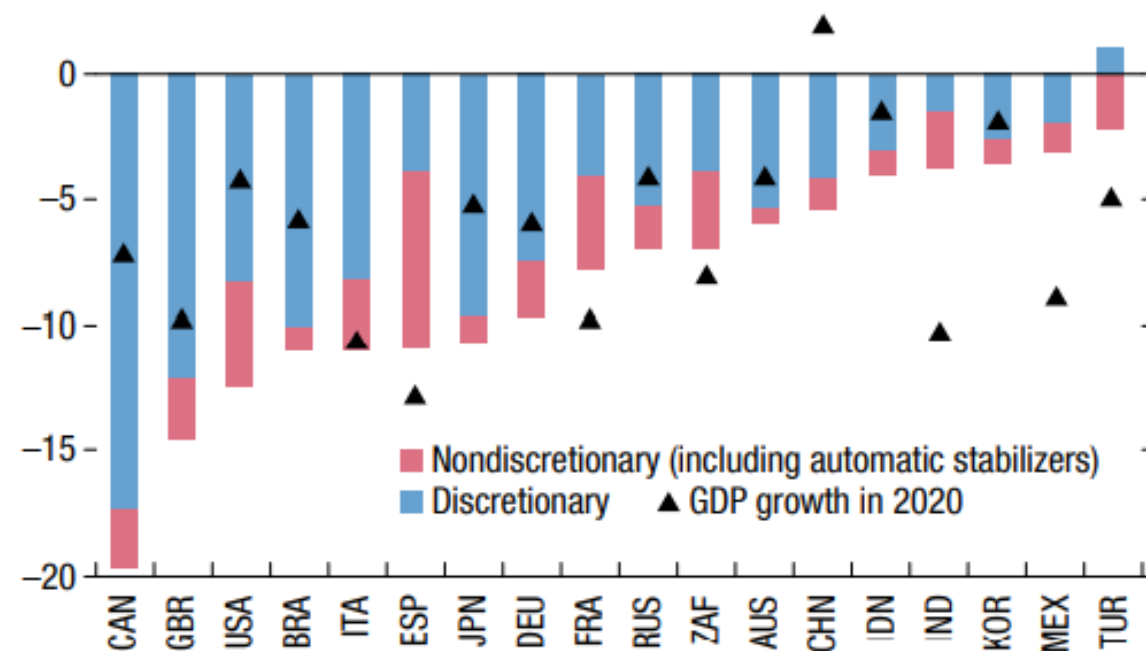
Na resposta à crise pandémica predominaram medidas discricionárias e fora de balanço, como garantias públicas a crédito bancário. Países com mais folga orçamental recorreram sobretudo a medidas discricionárias enquanto aqueles com menor margem de manobra fiscal privilegiaram medidas fora do balanço.

[Resposta orçamental à Covid-19 (medidas discricionárias), % do PIB]

### 1. Advanced Economies



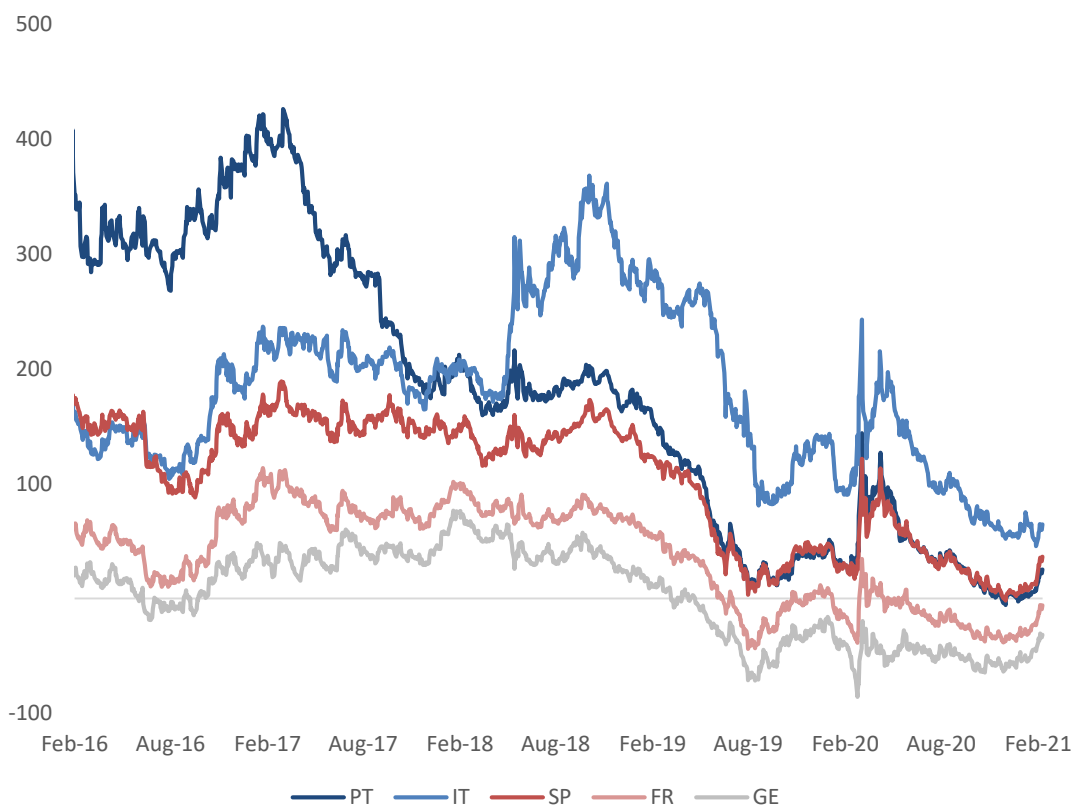
[Variação dos défices nos países do G20, % do PIB]



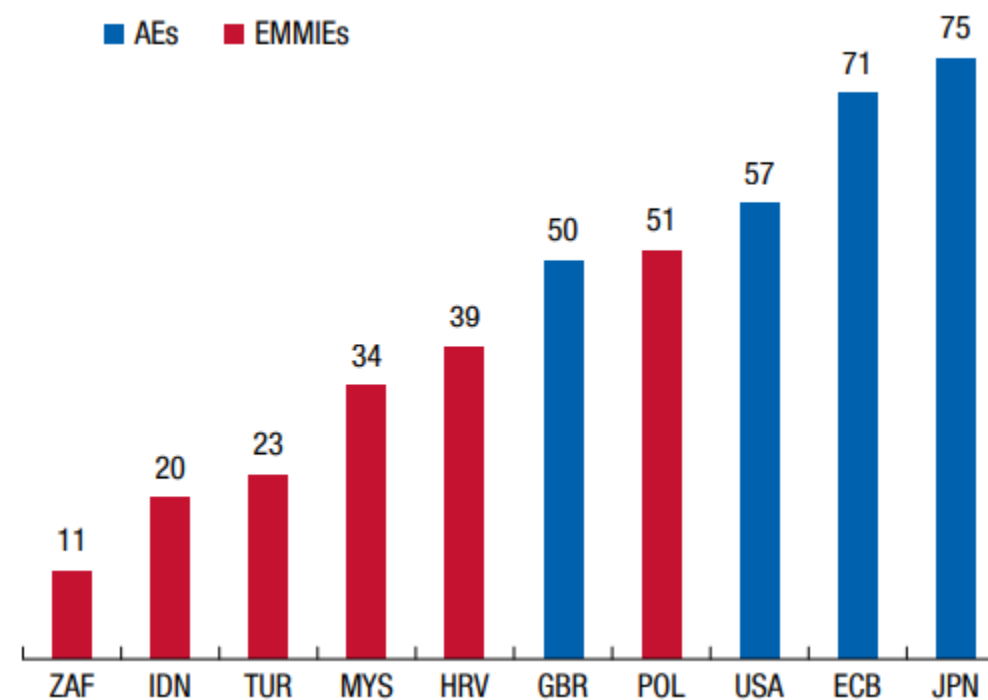
## Taxas de juro em mínimos históricos - uma excelente notícia em tempos de crise

Taxas de juro em mínimos históricos por via de forte intervenção dos bancos centrais (mediante programas de compra de ativos financeiros com destaque para obrigações dos Estados).

Taxas de juro 10 anos, mercado secundário, %]



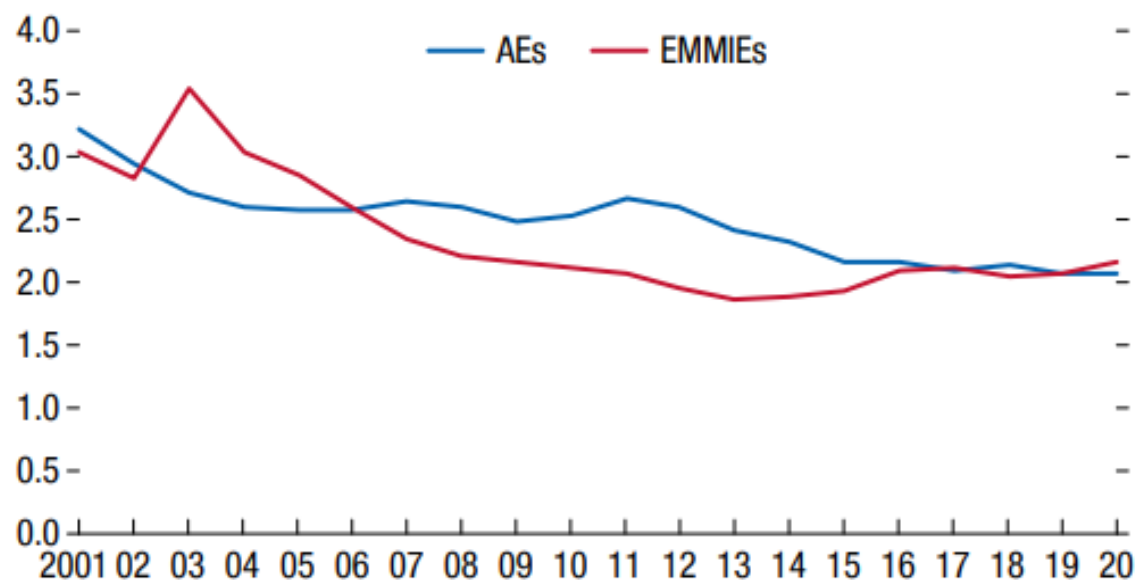
[% de dívida comprada pelo Banco Central (total de dívida transacionável ou emitida desde fev 2020)]



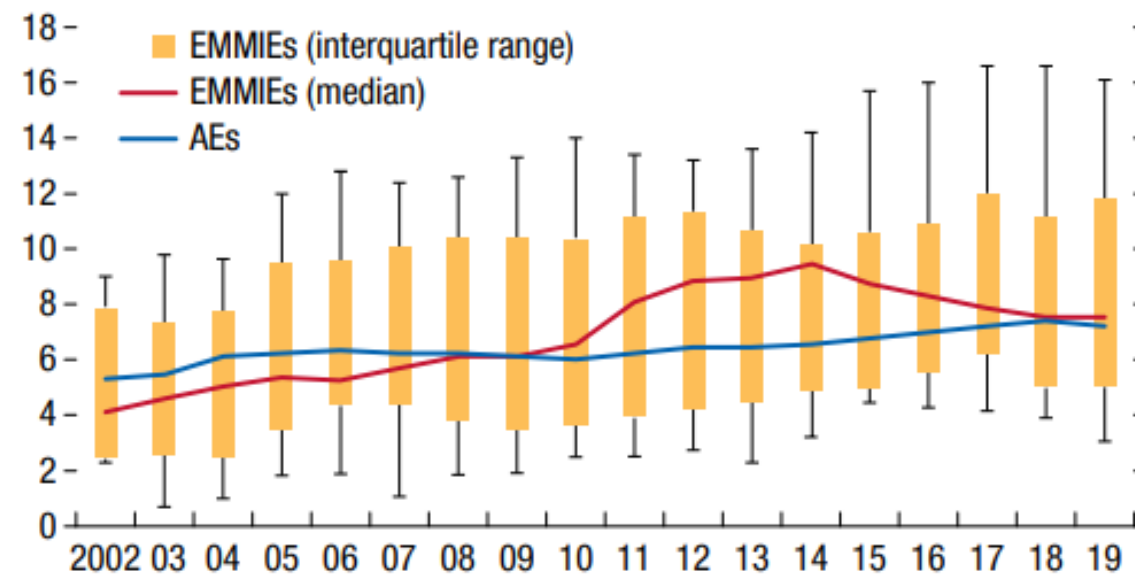
## Principais indicadores da dívida estáveis a despeito do choque brutal

Apesar da elevação dos défices primários e da queda do produto, a redução das taxas de juro/custos de financiamento decorrentes das compras dos bancos centrais permitiu que a fatura de juros não se agravasse e nem as maturidades se encurtassem, afastando sinais de *stress* financeiro.

[Fatura orçamental de juros, % do PIB]



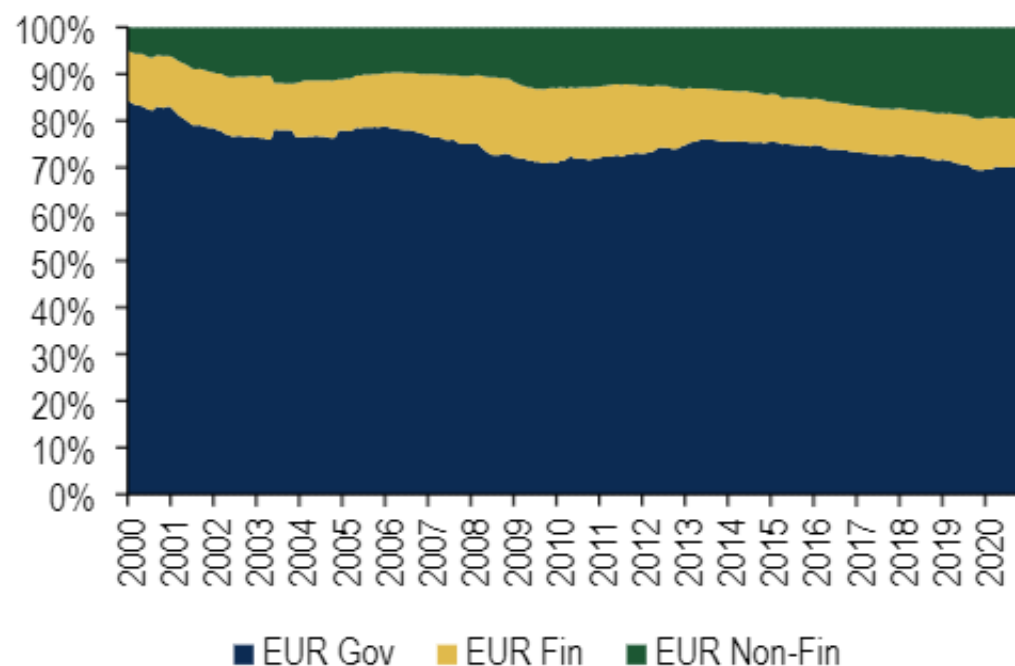
[Vida média residual da dívida pública, mediana do grupo de países, anos]



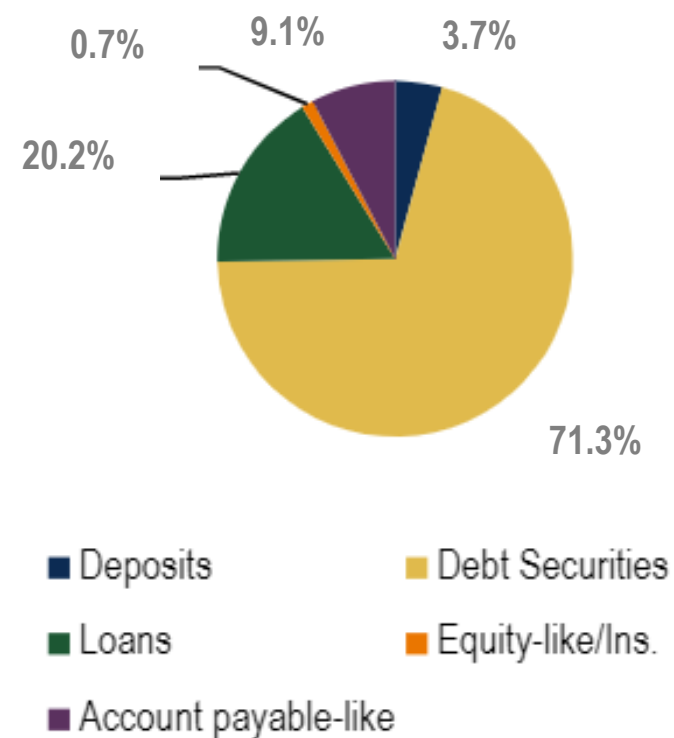
## Os maiores emitentes de dívida transacionável são Estados

A dívida pública nas economias desenvolvidas assume a forma preferencial de dívida transacionável, porque cria um referencial de custo do tempo para o setor privado (curva de rendimentos), a formação de preços é transparente e visível para todos, a informação é completa e acessível.

[Composição dos emitentes de dívida obrigacionista na União Europeia, %]



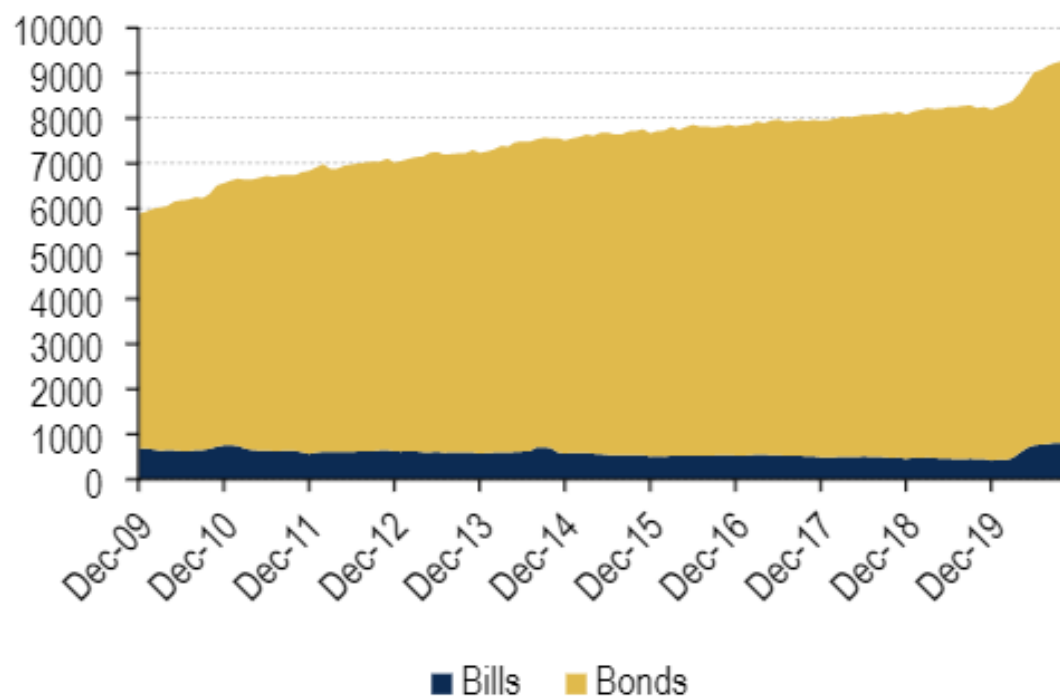
[Composição do endividamento público, % do total]



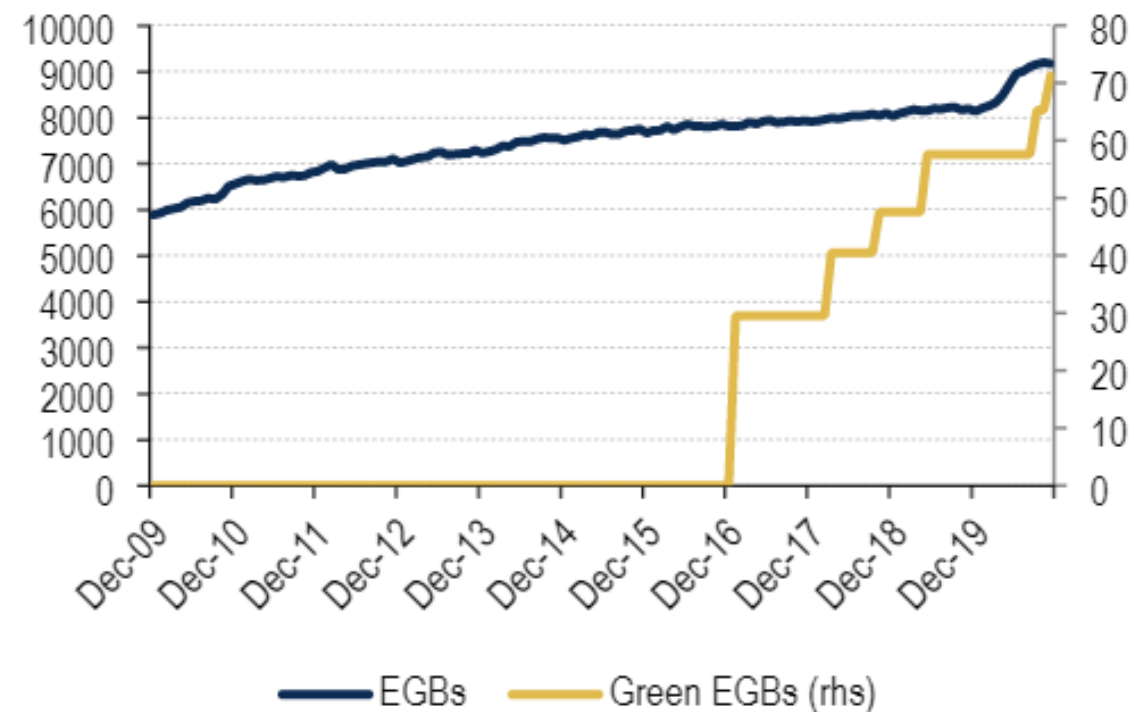
## Os Estados emitem sobretudo (dívida transacionável) a médio e longo prazo

Apesar dos Estados emitirem sobretudo dívida a médio e longo prazo, em momentos de crise como 2010 ou 2020, a emissão de títulos de curto prazo cresceu para fazer face a subidas inesperadas e pontuais das necessidades de financiamento. Hoje, os títulos verdes são crescentemente populares (dívida pública pode assumir várias missões ou papéis).

[Evolução da dívida de longo e curto prazo transacionável, mil milhões de euros]



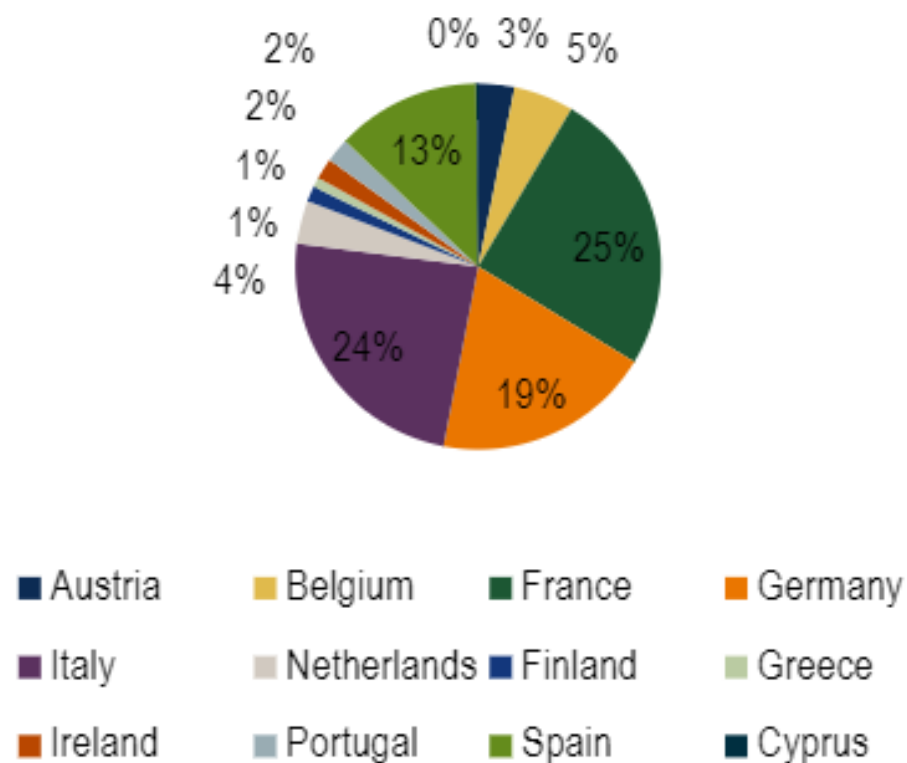
[Evolução da dívida pública de longo prazo tradicional e dívida verde (escala lado dto, mil milhões de euros)]



## França, Itália e Alemanha são os principais emissores de dívida pública na área euro

**França, Itália, Alemanha e Espanha são os principais emissores: França e Espanha têm vindo a reforçar a sua posição enquanto a posição alemã tem-se reduzido. A maturidade média ronda 7 anos, mas os maiores (AAA) emissores tendem a ter vidas médias menores.**

[Evolução da dívida de curto e longo prazo transacionável, mil milhões de euros]



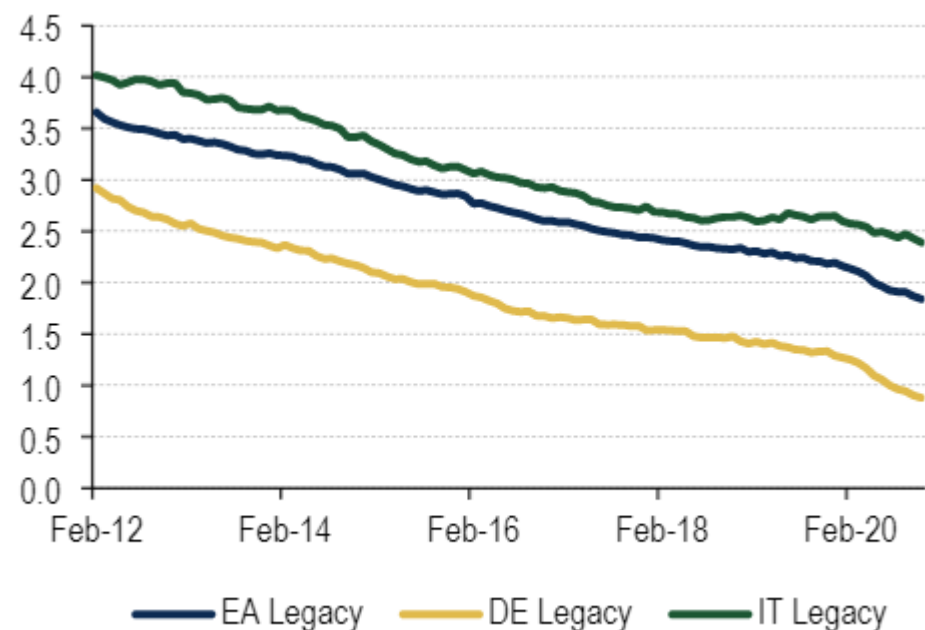
[Evolução da dívida pública de longo prazo tradicional e dívida verde (escala lado dto, mil milhões de euros)]



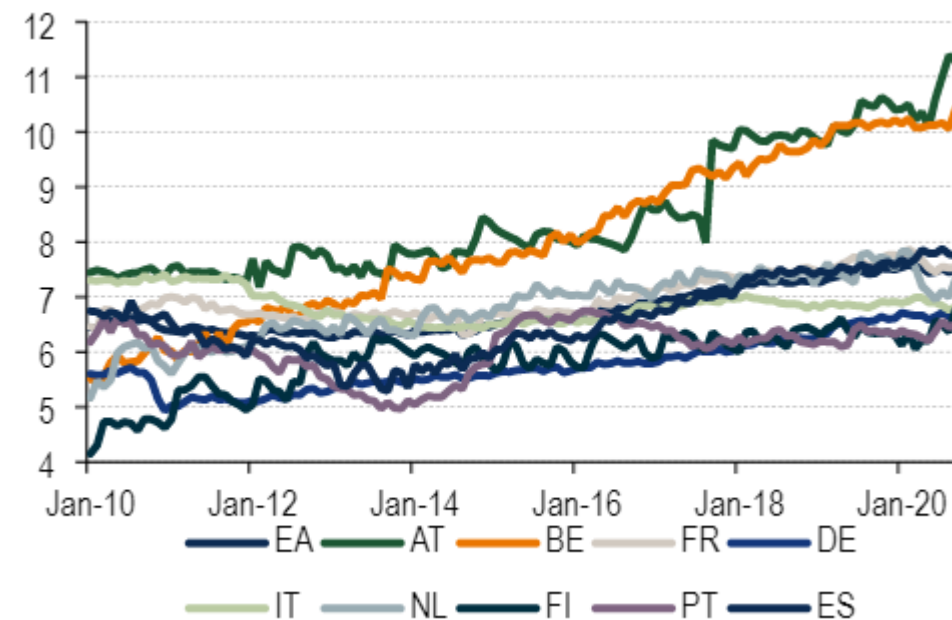
## O custo de financiamento na Europa reduziu-se para todos os emitentes soberanos

O custo do stock de dívida pública tem-se reduzido ao longo dos anos por via da queda das taxas de juro das novas emissões. Entretanto, para aproveitamento dos baixos custos por mais tempo, os Estados têm estendido a vida média das dívidas públicas.

[Taxas de juro, %]



[Evolução da vida média, anos]



## A dívida pública integra o conjunto de regras que obrigam os Estados-membros

O conjunto de regras orçamentais existente pretende promover um equilíbrio e alinhamento de tendências orçamentais entre Estados-Membros da União Europeia.

The EU fiscal rules centre around four main numerical requirements:

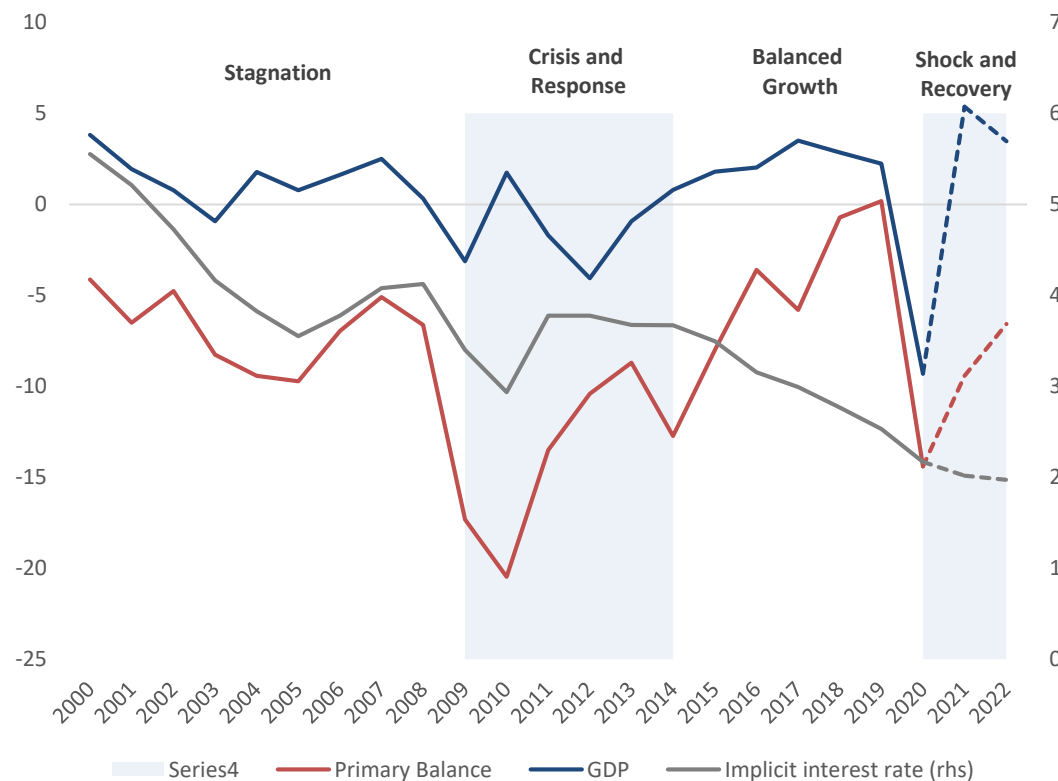
- Deficit rule: the headline budget balance cannot fall below -3% of GDP for more than two consecutive years;
- Debt rule: if the debt-to-GDP ratio is above 60%, it must fall at a sufficient pace, defined as 1/20 of the distance to the Treaty reference value of 60% on average over the past three years;
- Structural balance rule: if a country is not at the medium-term objective, the required structural fiscal effort has to exceed the benchmark requirement of 0.5% of GDP (or less, depending on the initial distance from the MTO);
- Expenditure benchmark rule: the annual growth of primary expenditure, net of discretionary revenue measures and one-offs, has to be below the 10-year average real potential GDP growth.

*Face ao choque pandémico, as regras orçamentais da UE foram temporariamente suspensas, num reconhecimento inédito da necessidade de apoiar a economia no curto prazo (para evitar perdas estruturais no longo prazo)*

## A crise pandémica e subsequente crise económica atingiram Portugal num momento favorável do ciclo económico

### A economia portuguesa registava um círculo virtuoso quando a crise pandémica emergiu

[em %, EC projeções para 2020-2022]



### Melhoria dos fundamentos económicos ofereceu proteção contra os efeitos do abrandamento económico e volatilidade dos mercados financeiros

- **Portugal concluiu a transição para um modelo de crescimento equilibrado.** Os anos 2000 foram marcados pela acumulação de desequilíbrios, os quais conduziram ao pedido de assistência financeira em 2011. O Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) marcou o início de um período de correção de desequilíbrios estruturais.
- **As fundações do crescimento económico fortaleceram-se significativamente desde 2014**, favorecendo um círculo virtuoso da economia:
  - A economia recuperou, retomando a tendência de **convergência com a área do euro**. O PIB cresceu sustentadamente ao longo de 25 trimestres consecutivos (2013T4-2019T4), apoiado em avanços no mercado de trabalho e robustez do consumo privado.
  - **A conta corrente apresentou-se maioritariamente equilibrada**, contrastando com os défices superiores a 10% do PIB na década anterior. O incremento dos fluxos de IDE valida as alterações estruturais registadas.
  - **O setor privado** apresenta-se mais forte e capaz de gerir choques adversos. Os bancos reconstituíram as suas bases de capital e liquidez, enquanto famílias e empresas avançaram nos esforços de desalavancagem.
  - **A sustentabilidade e moderação do custo da dívida pública** são reforçadas pela consolidação orçamental (excedentes primários e baixas taxas de juro) e gestão ativa da carteira (alisamento do perfil de reembolsos, estabilidade da maturidade média, alargamento da base de investidores e prudente gestão de tesouraria).
- **O impacto da pandemia, apesar de severo, prevê-se temporário:** fundamentos económicos mais sólidos e esforços concertados das autoridades nacionais e europeias ancoram a retoma.

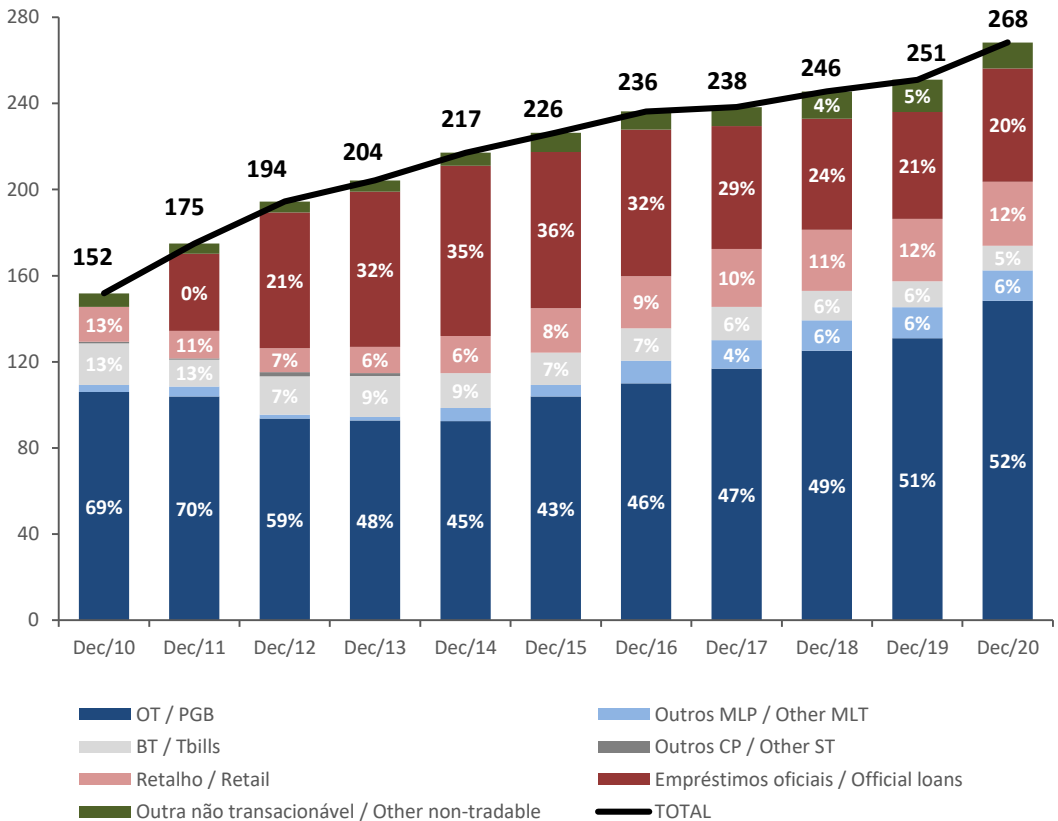
## Portugal: composição da dívida pública e instrumentos de financiamento

Os produtos a taxa fixa de médio e longo prazo transacionáveis são os mais populares entre os emitentes soberanos pela transparência na formação do preço e capacidade de dispersão de pagamentos ao longo do tempo.

[Instrumentos de dívida pública]

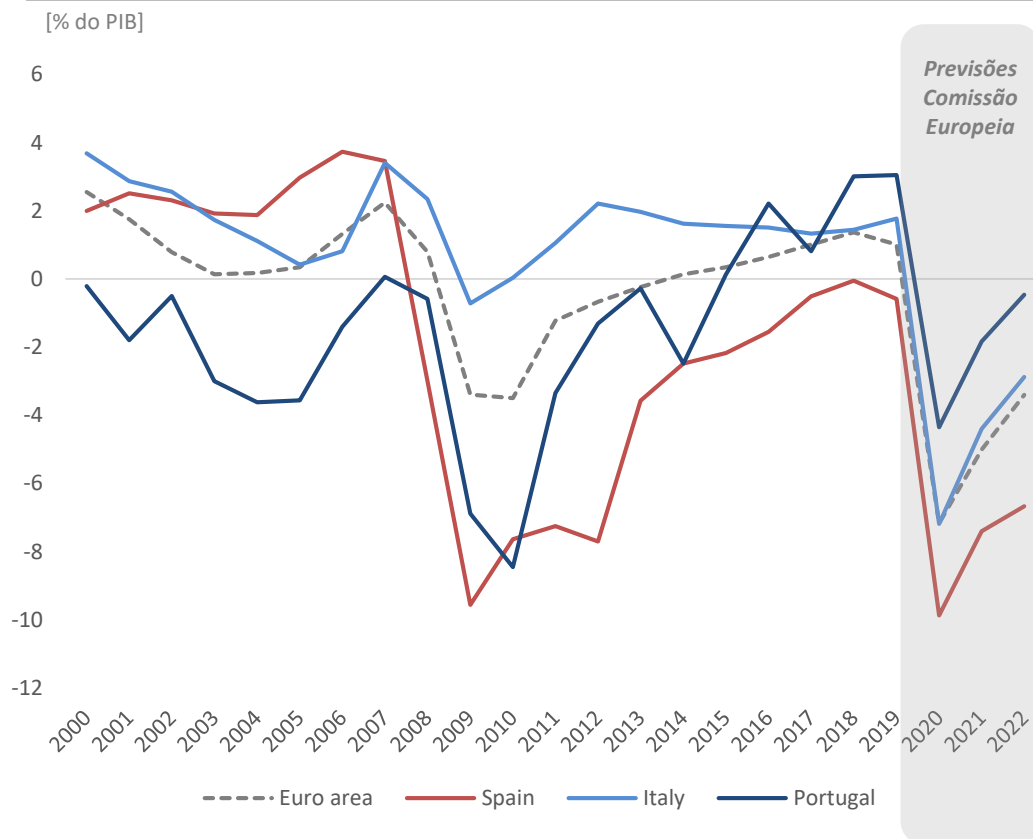
| Intrument Class          | Tenors                                    | Coupon type                           | Currency      | Selling mechanism                                                      |
|--------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------|---------------|------------------------------------------------------------------------|
| Treasury Bills           | Issues of 3, 6 or 12 months               | Zero coupon                           | EUR           | Multi price auction                                                    |
| Treasury Bonds           | Up to 30 years                            | Fixed                                 | EUR           | First issue through syndication<br>Single price auction (dutch method) |
| International Bonds      | Up to 10 years                            | Fixed                                 | EUR, USD, CNY | Syndication or private placement                                       |
| Retail Bonds (OTRV)      | 5 years                                   | Float                                 | EUR           | Public Offer                                                           |
| Saving Certificates (CA) | 10 years (early redemption after 3m)      | Float                                 | EUR           | Continuous subscription (post offices,Citizen Spaces, AforroNet)       |
| Treasury Certificates    | 5 and 7 years (early redemption after 1y) | Fixed (+ premium indexed to real GDP) | EUR           |                                                                        |

[EUR mil milhões e % da dívida direta do Estado]

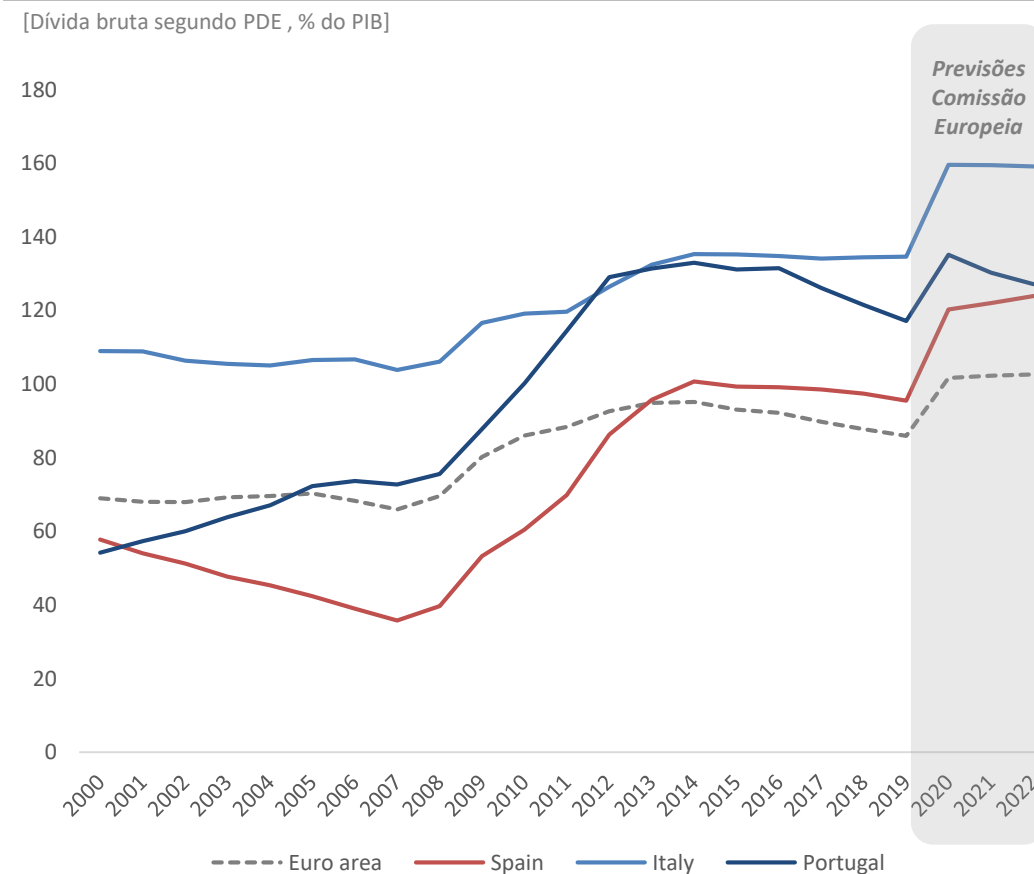


## Progressos na sustentabilidade da dívida ancorados em políticas orçamentais e gestão ativa previsíveis

### Saldos primários excedentários estáveis...



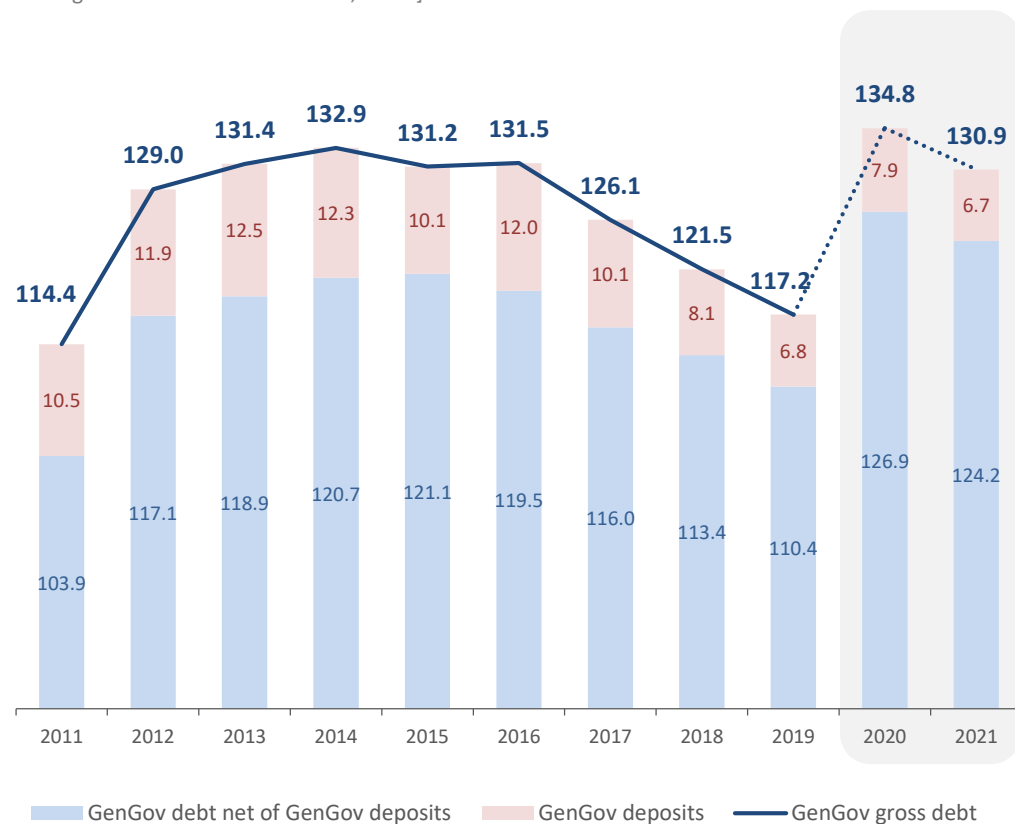
### ...favorecem a redução da dívida pública



## O rácio da dívida pública retoma a tendência descendente em 2021

Dívida reduz-se em 15,7 pp entre 2014-2019, mas o impacto da Covid-19 é profundo

[Dívida segundo critério de Maastricht, % PIB]



A trajetória da dívida permanece ancorada em métricas favoráveis e compromisso com estabilidade orçamental

[pp GDP]

| YEAR                           | 2018  | 2019  | 2020F | 2021F |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Maastricht debt (% GDP)</b> | 121,5 | 117,2 | 134,8 | 130,9 |
| <b>Annual change (pp GDP)</b>  | -4,7  | -4,3  | 17,6  | -3,9  |
| Primary balance effect         | -3,0  | -3,1  | 4,3   | 1,7   |
| Snowball effect                | -2,3  | -1,6  | 11,8  | -5,4  |
| Interest costs                 | 3,4   | 3,0   | 2,9   | 2,6   |
| Nominal GDP                    | -5,7  | -4,6  | 8,9   | -8,0  |
| Stock-flow adjustments         | 0,7   | 0,4   | 1,4   | -0,2  |
| <b>Real growth rate (yoy%)</b> | 2,8   | 2,2   | -8,5  | 5,4   |
| <b>GDP deflator (yoy%)</b>     | 1,8   | 1,7   | 1,5   | 0,9   |
| <b>Overall balance (%GDP)</b>  | -0,3  | 0,1   | -7,3  | -4,3  |
| Primary balance (%GDP)         | 3,0   | 3,1   | -4,3  | -1,7  |
| Interest costs (%GDP)          | 3,4   | 3,0   | 2,9   | 2,6   |

## Principais objetivos de gestão da dívida pública e execução da estratégia de financiamento

### ▪ Main objectives

Ensure stable and smooth issuance/  
Secure financing of the State

Minimize funding cost over time

### ▪ Guiding objectives

Predictability

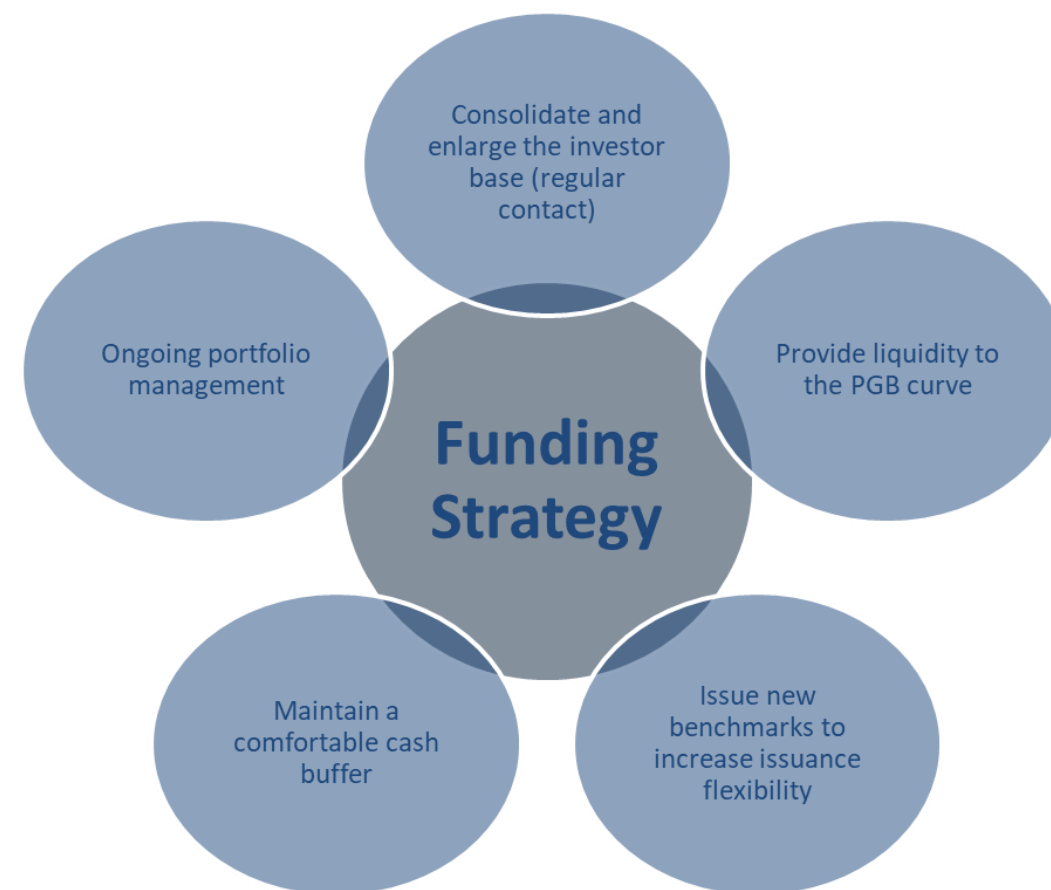
Transparency

Flexibility

### ▪ "Strategic targets"

Refinancing risk

Interest rate risk



## Para além do objetivo principal e operacionais, existem instrumentos de gestão aplicada

Minimize long-term cost of debt  
subject to an "acceptable" level of risk

### Risks

- Refinancing
- Interest Rate/Spread
- FX
- Credit
- Operational Risk

### Restrictions

- Duration (min 4)
- Refinancing (0-1y 25%)
- FX Exposure (USD 10%)
- Refixing

### Formal guidelines:

- Minimum Duration
- Primary FX Exposure
- Net FX Exposure
- Refinancing Risk
- Refixing Risk
- Max gross borrowing amount for the current year (approved by Parliament)

## Programa de financiamento exigente, mas flexível (em caso de necessidade)

### Necessidades e fontes de financiamento do Estado

[valores executados referentes a final de fevereiro; EUR mil milhões]

|                                                     | 2017        | 2018        | 2019        | 2020         | 2021 P      |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| <b>State borrowing requirements</b>                 | <b>28,3</b> | <b>20,3</b> | <b>19,2</b> | <b>24,6</b>  | <b>25,6</b> |
| <b>Net financing needs</b>                          | <b>10,4</b> | <b>7,3</b>  | <b>9,5</b>  | <b>16,8</b>  | <b>14,0</b> |
| Overall deficit (a)                                 | 4,8         | 3,7         | 3,9         | 12,2         | 10,0        |
| Net acquisitions of financial assets (b)            | 5,2         | 3,7         | 5,6         | 4,6          | 4,0         |
| One-off operations (c)                              | 0,4         |             |             |              |             |
| <b>MLT Redemptions</b>                              | <b>17,9</b> | <b>13,0</b> | <b>9,7</b>  | <b>7,7</b>   | <b>11,6</b> |
| Tbonds (PGB + MTN) (d)                              | 7,9         | 7,5         | 7,7         | 7,7          | 8,1         |
| FRN/OTRV                                            |             |             |             |              | 3,5         |
| Official loans                                      | 10,0        | 5,5         | 2,0         |              |             |
| <b>State financing sources</b>                      | <b>28,3</b> | <b>20,3</b> | <b>19,2</b> | <b>24,6</b>  | <b>25,6</b> |
| <b>Use of deposits</b>                              | <b>0,4</b>  | <b>0,5</b>  | <b>2,5</b>  | <b>-10,2</b> | <b>6,7</b>  |
| <b>Financing in the year</b>                        | <b>27,9</b> | <b>19,9</b> | <b>16,7</b> | <b>34,8</b>  | <b>18,9</b> |
| <b>Executed</b>                                     | <b>27,9</b> | <b>19,9</b> | <b>16,7</b> | <b>34,8</b>  | <b>4,2</b>  |
| EU                                                  |             |             |             | 3,0          |             |
| Tbonds (PGB + MTN)                                  | 15,1        | 16,4        | 15,7        | 27,2         | 4,3         |
| FRN/OTRV                                            | 3,5         | 1,0         |             |              |             |
| Retail debt (net)                                   | 2,8         | 1,3         | 0,8         | 0,7          |             |
| Tbills (net)                                        | 0,3         | -1,8        | -1,4        | -0,5         | -0,2        |
| Other flows (net) (e)                               | 6,2         | 2,9         | 1,6         | 4,4          |             |
| <b>To be executed</b>                               |             |             |             |              | <b>14,8</b> |
| EU                                                  |             |             |             |              | 2,9         |
| Tbonds (PGB + MTN)                                  |             |             |             |              | 10,7        |
| FRN/OTRV                                            |             |             |             |              |             |
| Retail debt (net)                                   |             |             |             |              | 0,0         |
| Tbills (net)                                        |             |             |             |              | 0,2         |
| Other flows (net) (e)                               |             |             |             |              | 1,0         |
| <b>State Treasury cash position at year-end (f)</b> | <b>9,8</b>  | <b>9,3</b>  | <b>6,8</b>  | <b>17,0</b>  | <b>10,4</b> |

<sup>(a)</sup> State sub-sector cash deficit in 2017-2021.

<sup>(b)</sup> Includes refinancing of other public entities (namely SOEs) and credit lines to the Single Resolution Board and the National Resolution Fund.

<sup>(c)</sup> Includes other operations that impact net financing needs (e.g. bank recapitalization in 2012-2013, privatization revenues).

<sup>(d)</sup> Includes net impact of exchange offers.

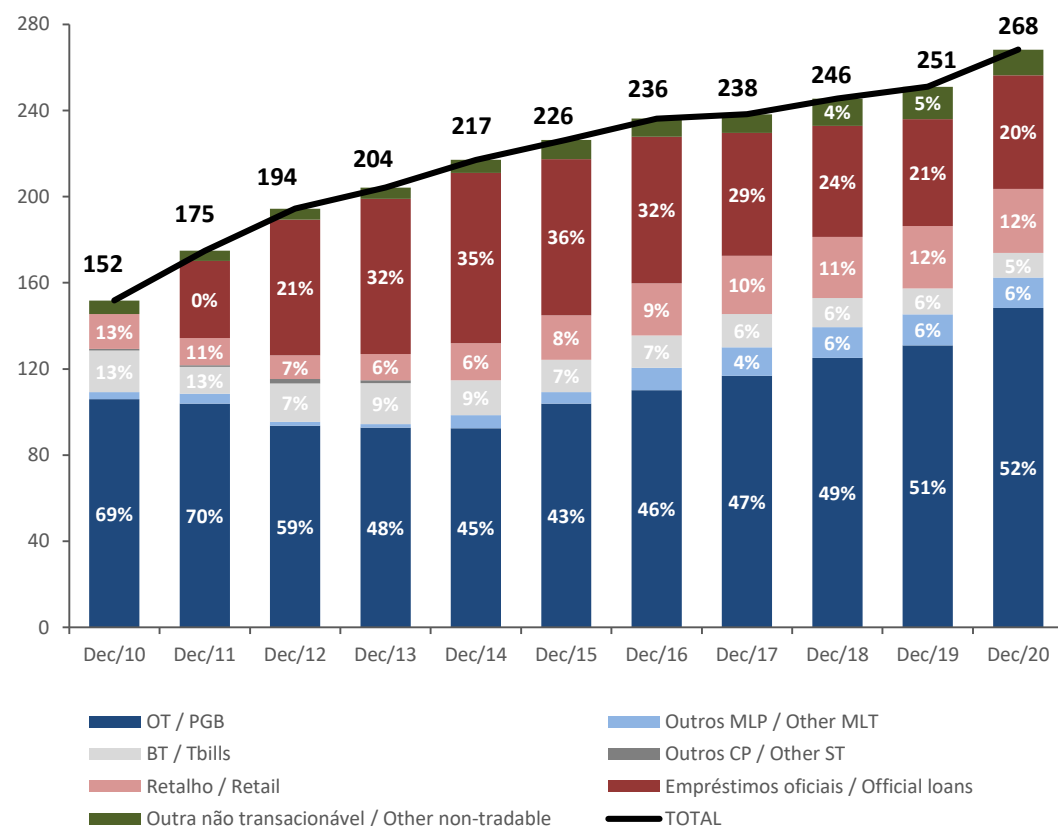
<sup>(e)</sup> Includes centralization of funds of other public entities in the Single Treasury Account.

<sup>(f)</sup> Excluding cash-collateral.

## A composição da dívida reflete diversificação e estabilidade

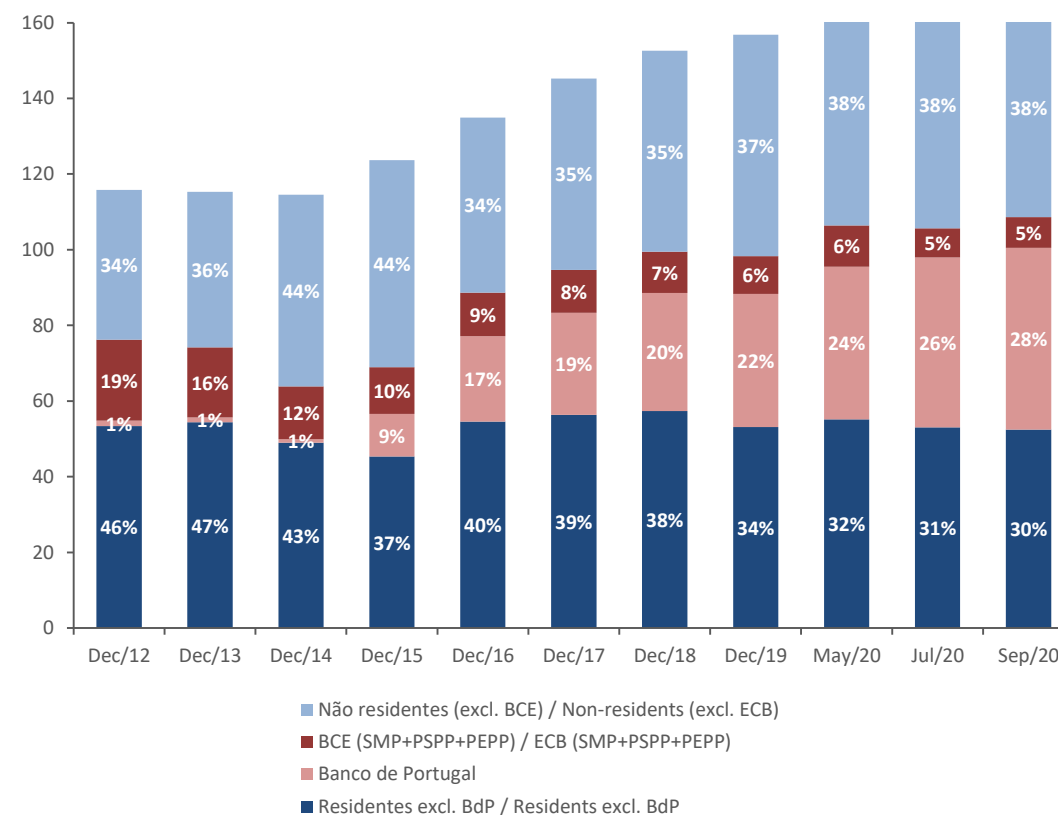
### OT são o instrumento privilegiado de financiamento

[EUR mil milhões e % de total da Dívida Direta do Estado]



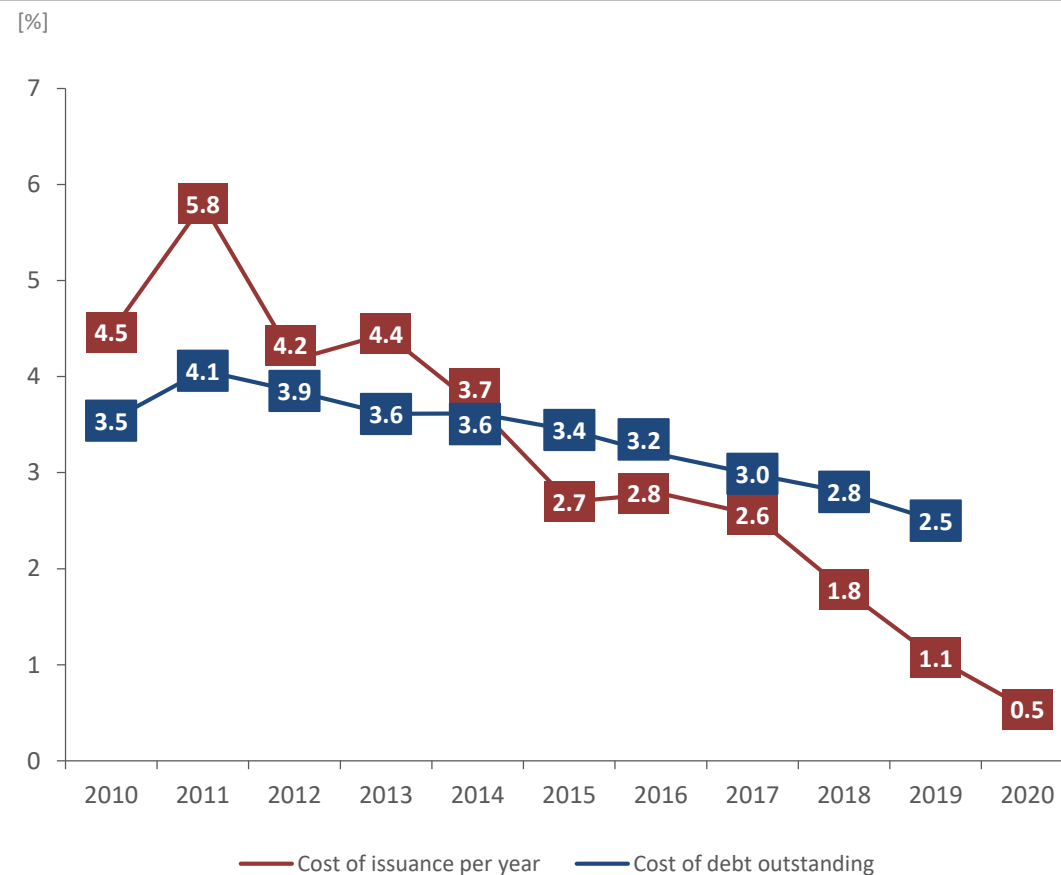
### A quota do Eurosistema (BCE e BdP) tem vindo a aumentar

[EUR mil milhões e % de dívida transacionável de m/ prazo em euros]

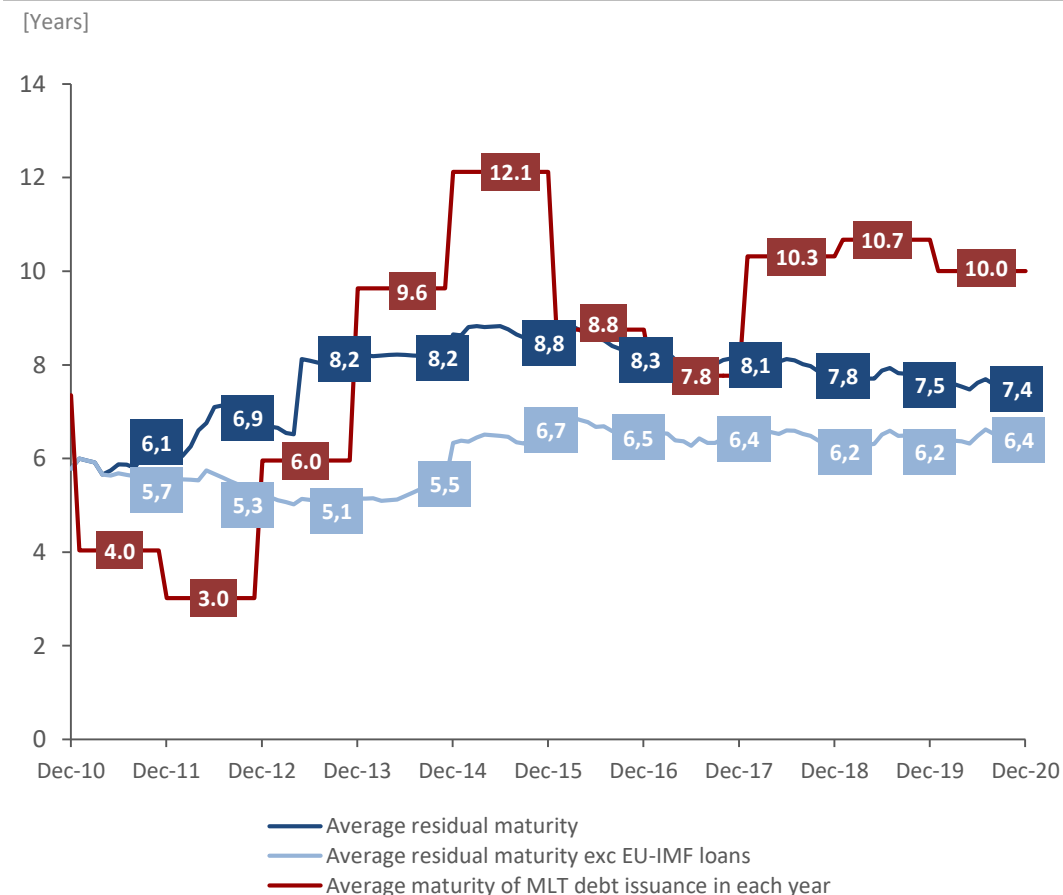


## O custo de financiamento moderou-se significativamente e o risco de refinanciamento permanece baixo

### Queda sustentada do custo da dívida induzida por baixos custos de emissão



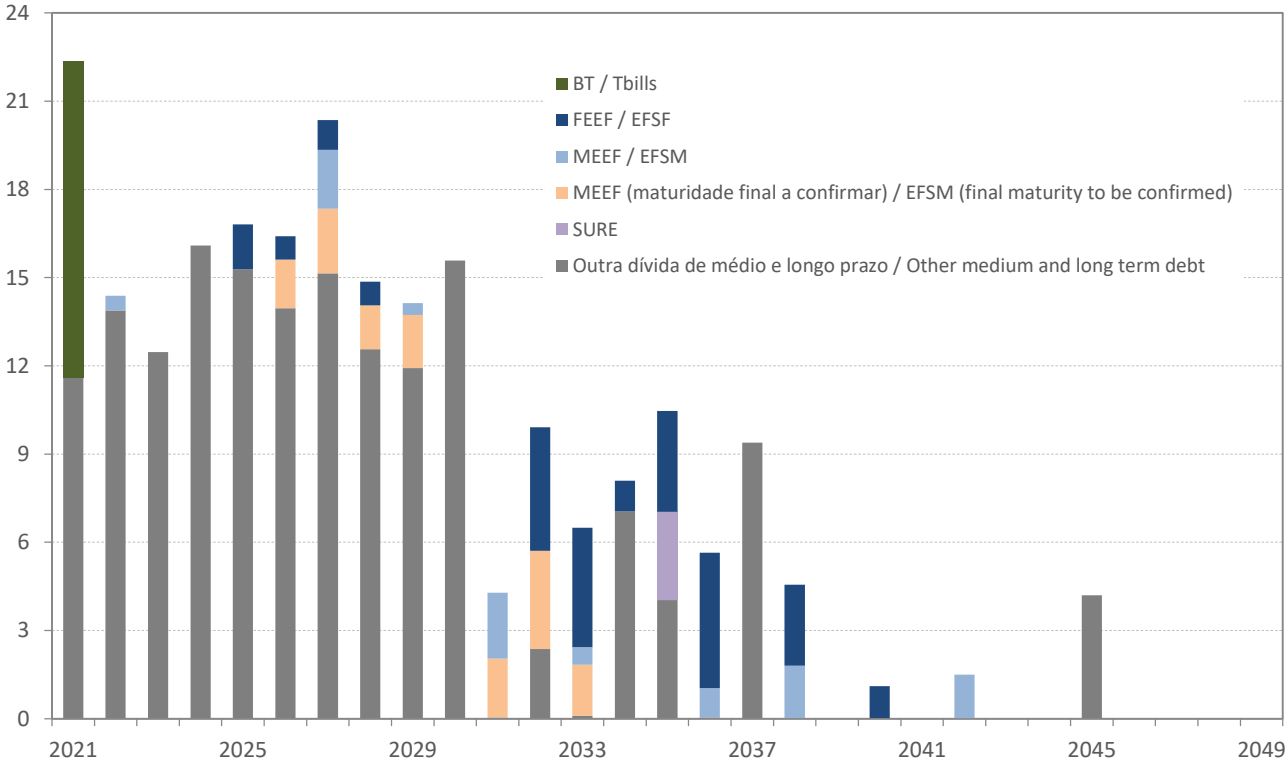
### A maturidade média pós-crise mantém-se estável em torno de 8 anos



# Recompras de dívida e trocas contribuem para o alisamento do perfil de reembolsos

## Perfil de reembolsos a dezembro 2020

[Calendário de reembolsos; dezembro-2020 + refinanciamento EFSM; EUR mil milhões]



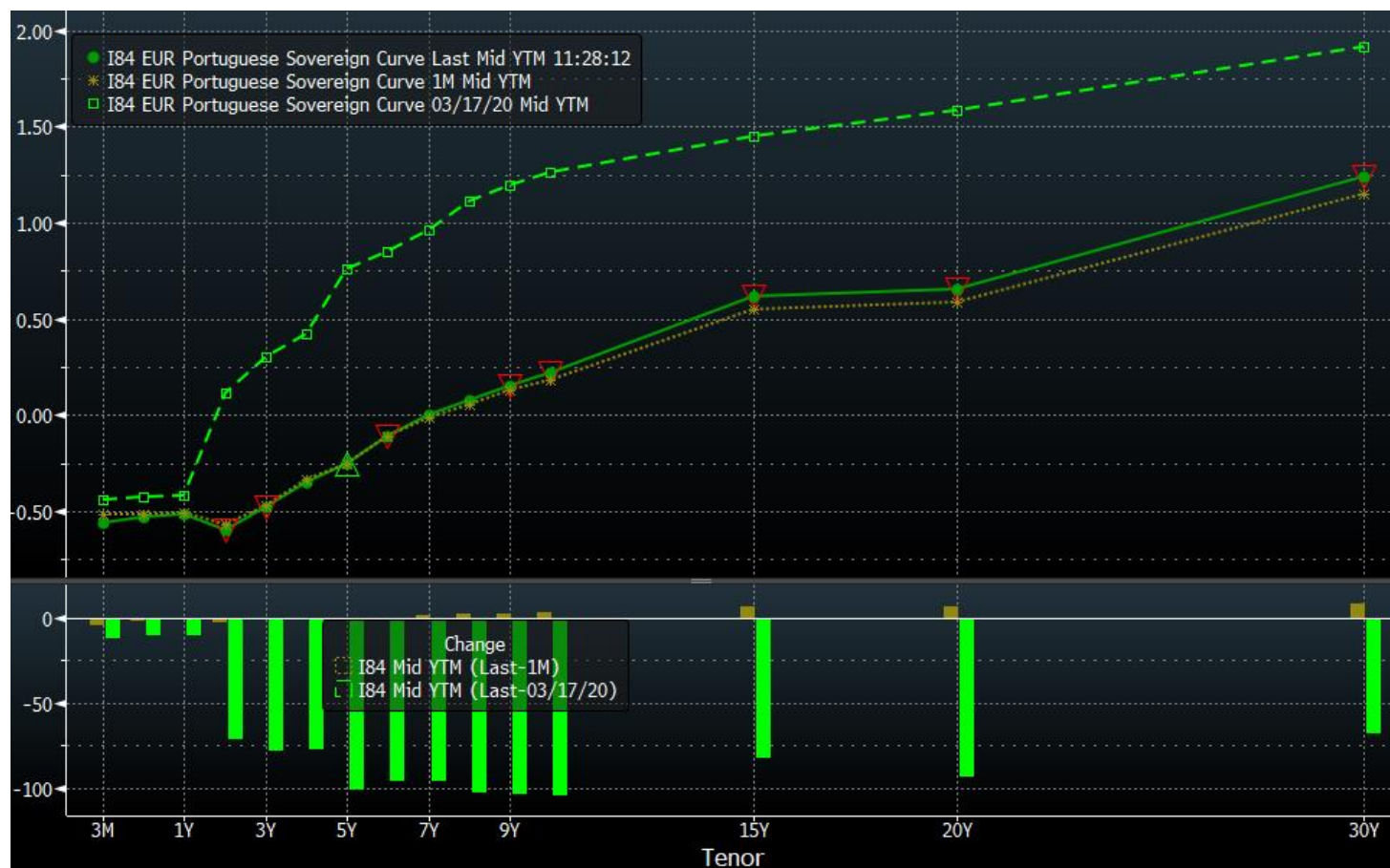
## IGCP realizou duas trocas de OT em 2020

[EUR milhões]

| PGB         | Outright<br>buybacks | Exchange offers |       |
|-------------|----------------------|-----------------|-------|
|             |                      | Bought          | Sold  |
| OT Jun 2020 | 45                   |                 |       |
| OT Apr 2021 |                      | 1 641           | -     |
| OT Oct 2022 |                      | 684             | -     |
| OT Oct 2028 |                      | -               | 592   |
| OT Jun 2029 |                      | -               | 1 733 |
| TOTAL 2020  | 45                   | 2 325           | 2 325 |

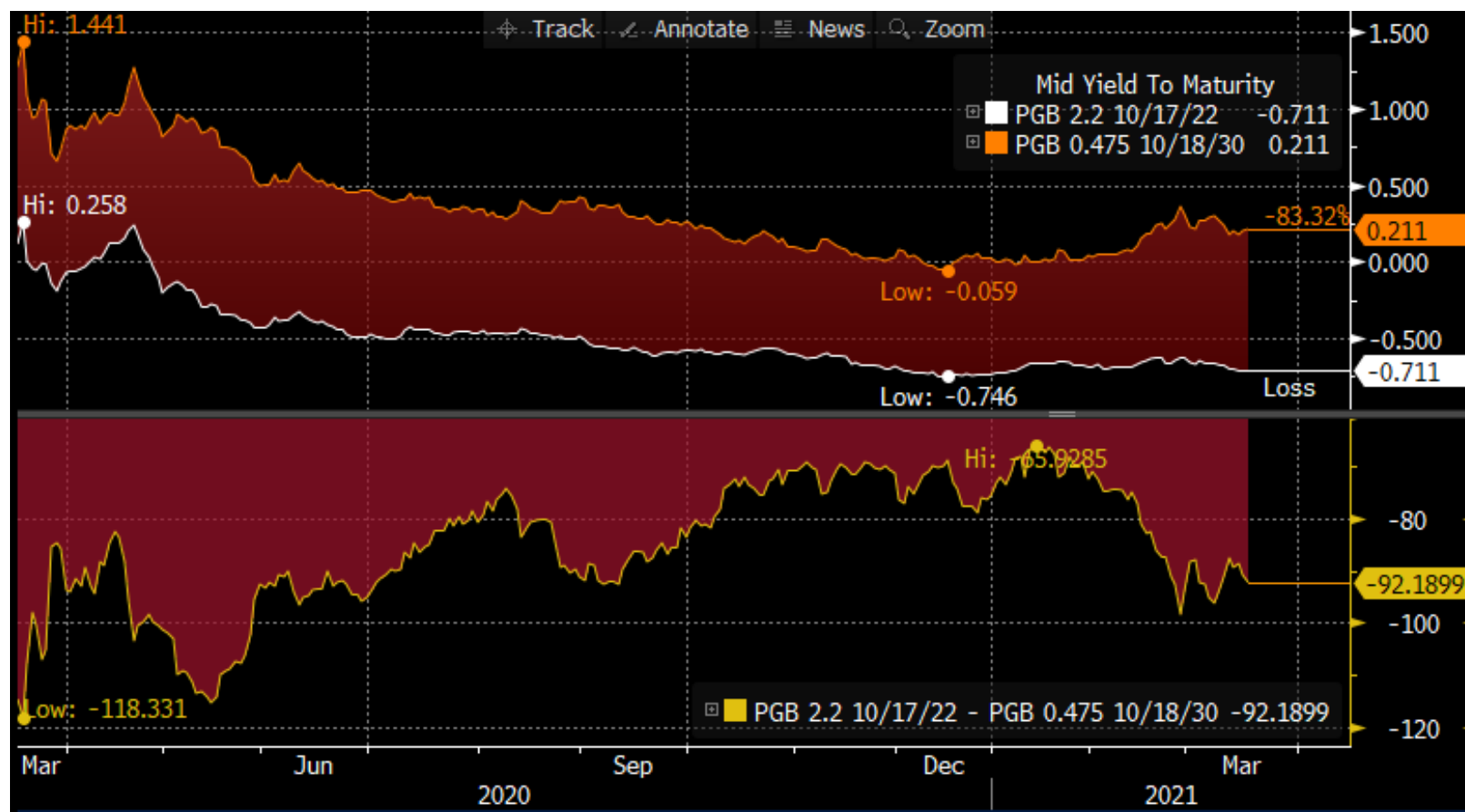
## O risco de refinanciamento é equacionado em relação ao risco/custo de taxa de juro

Taxas de juro mais baixas e inclinação da curva de rendimentos favorecem aumento da maturidade da dívida, que protegem contra subidas de taxas de juro



## Trocas de dívida para redução do risco de refinanciamento mas implica um custo

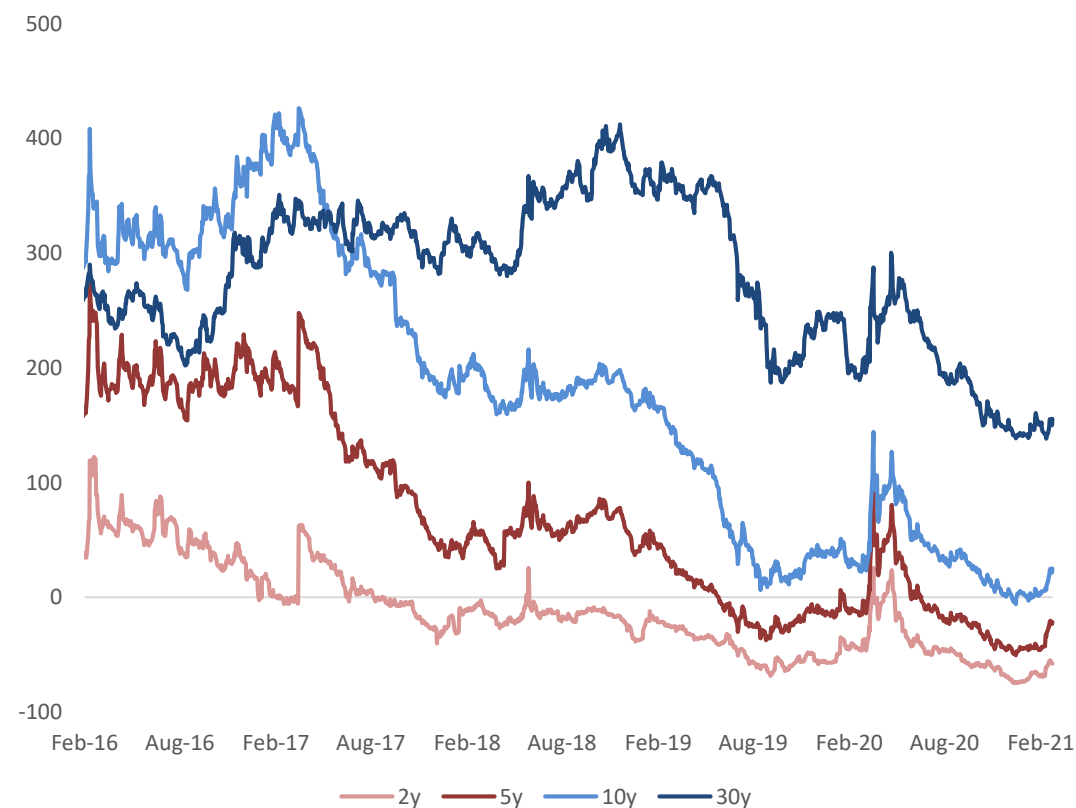
O custo de extensão de maturidade por troca de títulos de mais curto prazo por títulos de mais longo prazo dependem da inclinação da curva de rendimentos.



## As taxas de juros continuam a registar mínimos históricos apesar da recente subida

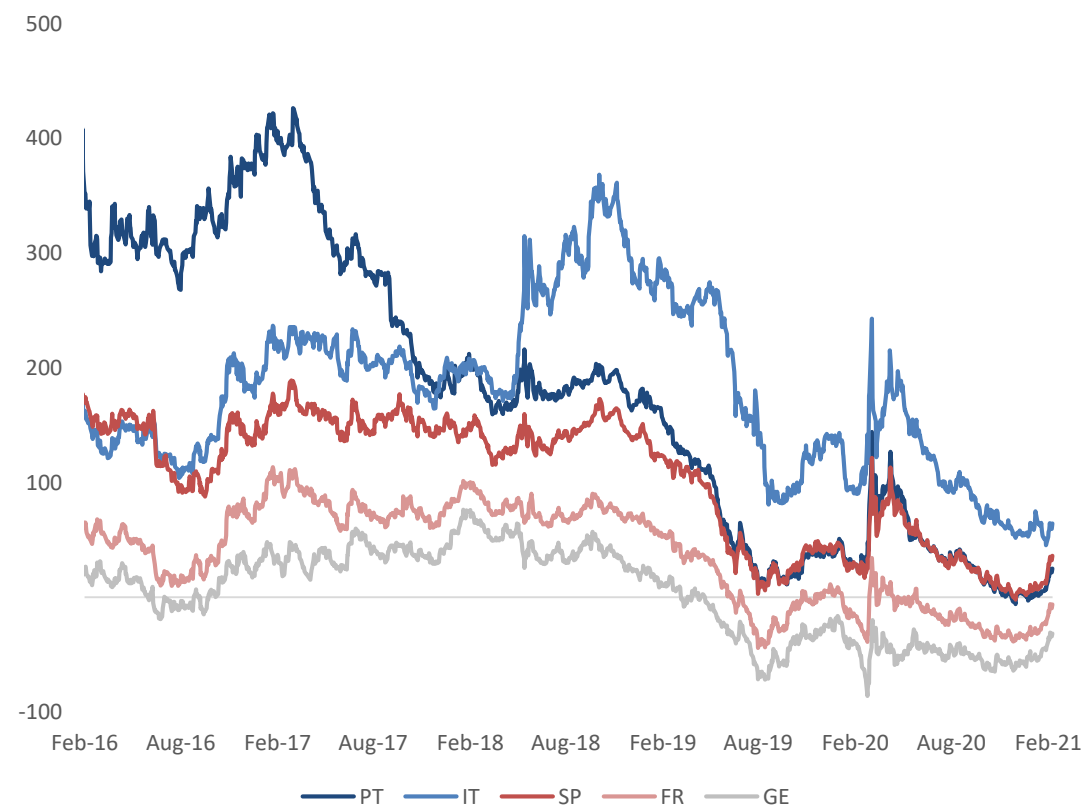
### Taxas de juro portuguesas em mínimos em todos os prazos...

[Secondary market yields, %]



### ...acompanhando a tendência evolutiva europeia

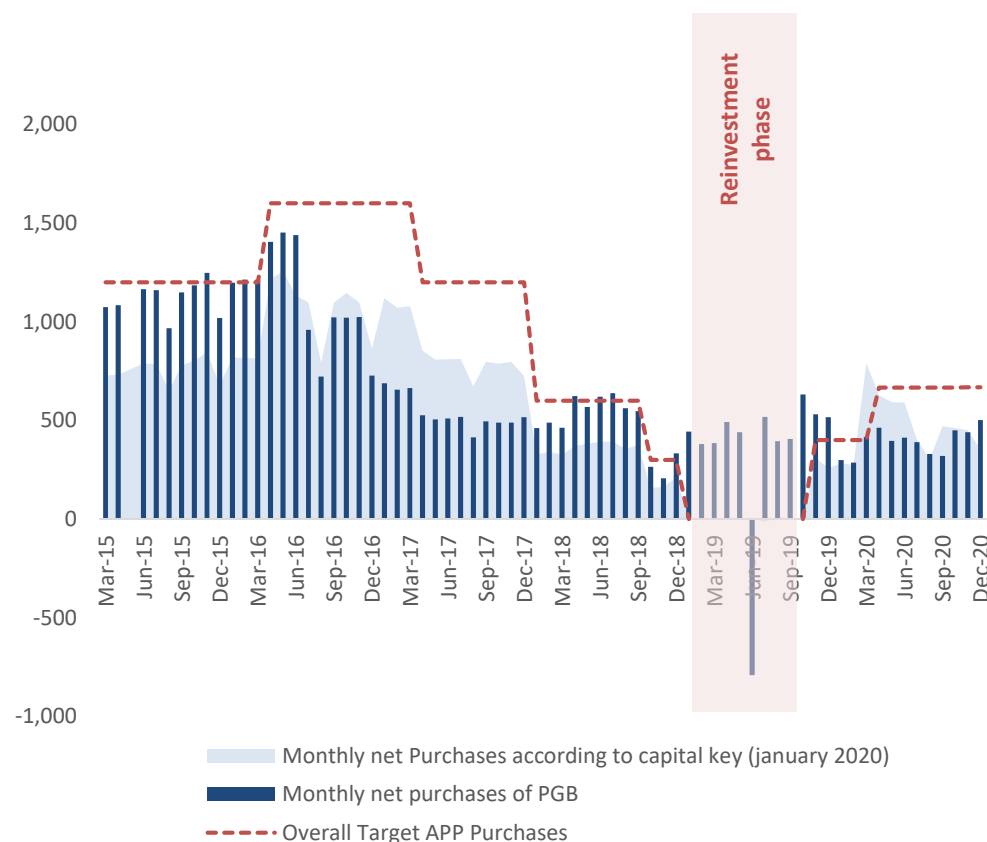
[10-yr secondary market yields, %]



## O Eurosistema permanece um importante (senão o mais relevante) participante no mercado

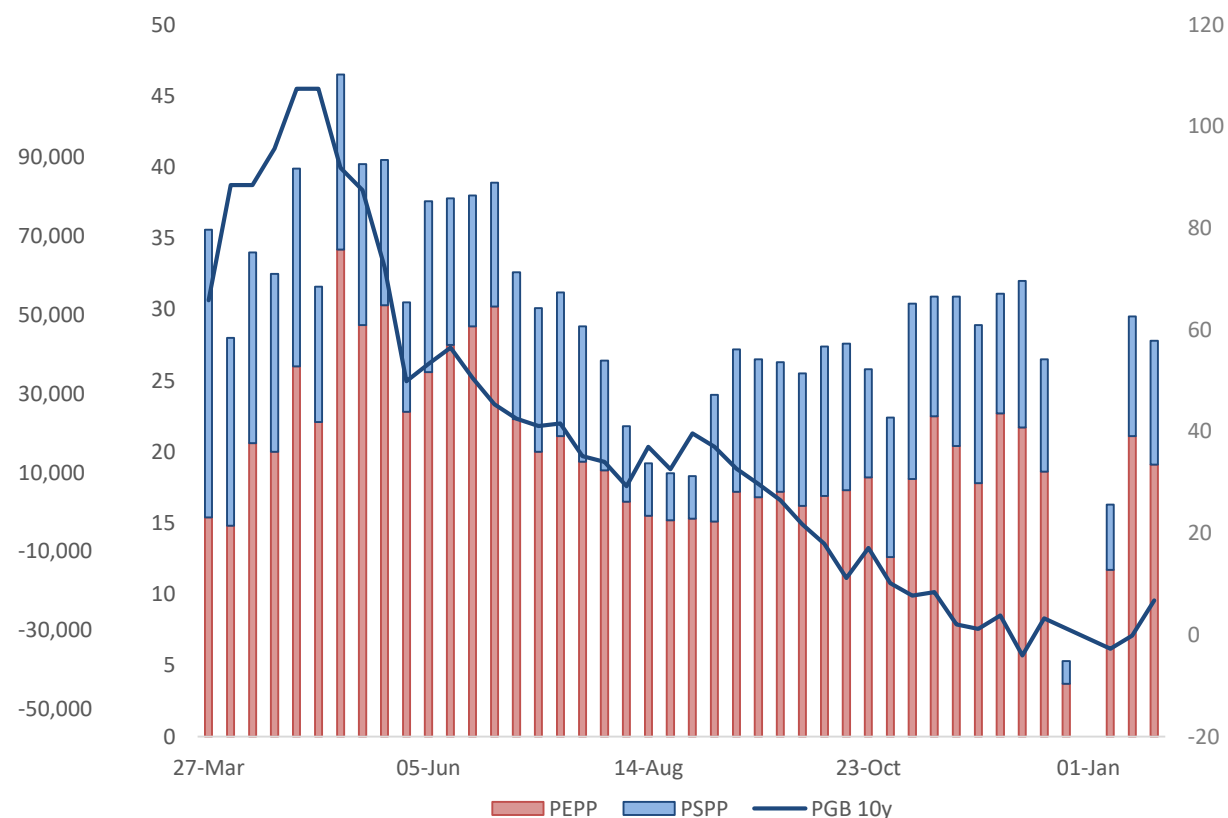
### O BCE/BdP continua a comprar ativamente OT no âmbito do PSPP...

[EUR million]



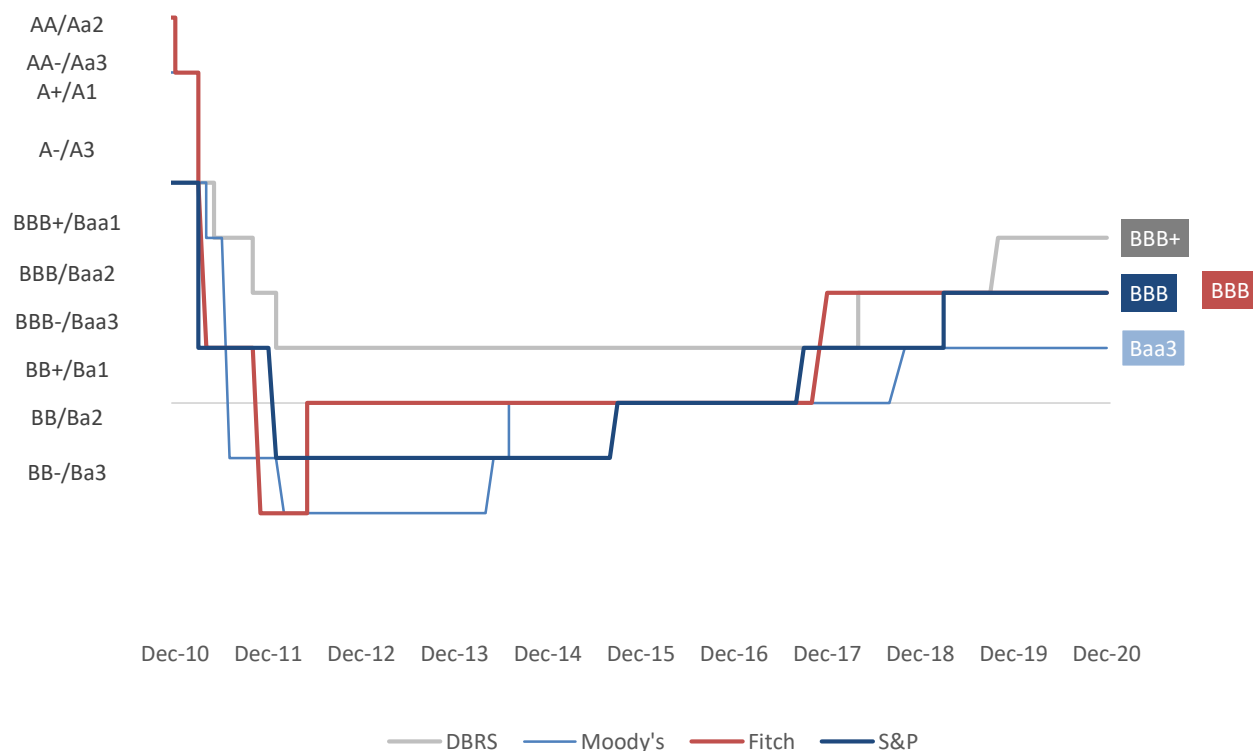
### ...entretanto o PEPP tem sido crucial para assegurar a correta transmissão da política monetária europeia

[LHS: ECB Total Net Purchases, net changes in EUR million. RHS: 10-yr secondary market spreads, basis points]



## O regresso à notação de “investimento” (abandono da classificação “especulativa”) inaugurou um novo paradigma de investidores, através da reentrada nos principais índices obrigacionistas de referência

### Evolução da notação financeira de Portugal (crédito soberano)



#### Positive Rating Drivers

- ✓ Government's ongoing commitment to fiscal discipline and debt reduction
- ✓ Pursuit of macroeconomic reforms that support near-term growth and boost growth potential
- ✓ Enhanced growth supporting the decline in the debt burden

#### Negative Rating Drivers

- ✗ Erosion of public debt trend sustainability
- ✗ Weaker-than-expected economic growth
- ✗ Unforeseen material capital support to the banking sector
- ✗ Reversal of previous reforms (including pension or labor market reforms)

# Muito obrigada

**Web site: [www.igcp.pt](http://www.igcp.pt)**  
**Bloomberg pages: IGCP**  
**Reuters pages: IGCP01**

## Disclaimer

The information and opinions contained in this presentation have been compiled or arrived at from Source(s) believed to be reliable and in good faith, but no representation or warranty, express or implied, is made as to their accuracy, completeness or correctness.

All opinions and estimates contained in this document are published for the assistance of recipients, but are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgment by a recipient and, therefore, do not form the basis of any contract or commitment whatsoever.

IGCP does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its contents.