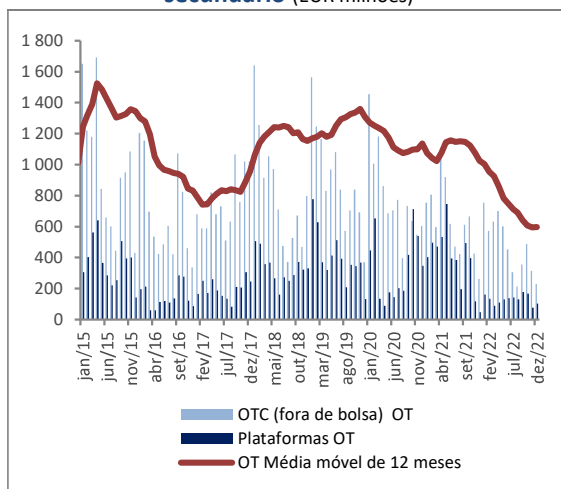
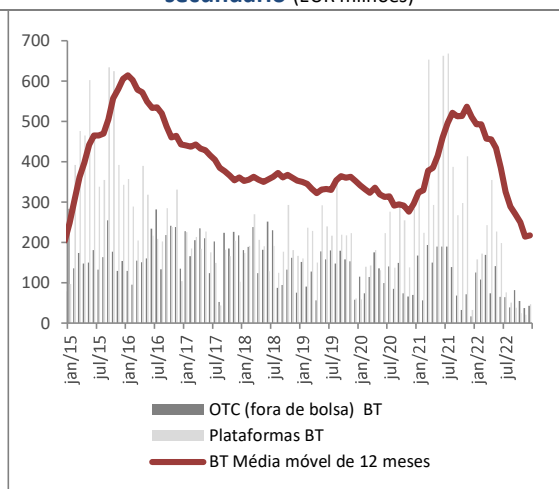


**Gráfico 16 – Negociação de OT em mercado secundário (EUR milhões)**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 17 – Negociação de BT 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 2022, o saldo da dívida direta do Estado<sup>3</sup> avaliado ao câmbio de final de período cifrou-se em EUR 287,0 mil milhões (ver quadro 20, no Anexo 5), o que representa um aumento de EUR 8,5 mil milhões face ao verificado em 2021 (3,1%). A variação anual decorre essencialmente do aumento do saldo de Certificados de Aforro em EUR 7,2 mil milhões (contributo 2,6 p.p.), de CEDIC com mais EUR 3,3 mil milhões (contributo de 1,2 p.p.), de OT com acréscimo de EUR 2 mil milhões (contributo de 0,7 p.p.) e de BT com aumento de EUR 1,3 mil milhões (contributo de 0,5 p.p.), parcialmente compensados pelo decréscimo nos saldos de OTRV em EUR 3,5 mil milhões (-1,3 p.p.) e de Certificados do Tesouro em EUR 2,6 mil milhões (-0,9 p.p.).

Em 2022, a emissão de dívida de médio e longo prazo manteve-se como uma importante fonte de financiamento da República. As emissões brutas de OT, avaliadas ao valor de encaixe, fixaram-se em EUR 14,2 mil milhões, traduzindo-se numa emissão líquida positiva de EUR 1,3 mil milhões, com o peso relativo das OT no stock de dívida (valor nominal) a fixar-se em 54,5% em 2022 (face a 55,5% no final de 2021). Incorporando na análise o saldo de OTRV, de MTN e de outras Obrigações em euros (com emissões líquidas de EUR -3,5 mil milhões, EUR -0,3 mil milhões e EUR -0,1 mil milhões, respetivamente), o peso relativo da dívida transacionável de médio e longo prazo emitida em euros fixou-se em 55,5% (que compara com 57,9% em 2021).

<sup>3</sup> 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 acréscimo significativo, ao passar de 10,9% para 12,1%, refletindo o comportamento positivo dos CA, cujas subscrições registaram níveis bastante elevados, em particular no último trimestre do ano.

No que respeita à dívida de curto prazo (em euros), observou-se um aumento do saldo vivo em torno de EUR 4,7 mil milhões em 2022, explicado sobretudo pela evolução de CEDIC e BT, que registaram um incremento líquido de EUR 3,3 mil milhões e EUR 1,3 mil milhões, respetivamente. 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), refletiu-se num aumento do peso relativo dos instrumentos de dívida de curto prazo, de 1,4 p.p., para 10,2% no final de 2022.

O peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo empréstimos oficiais) diminuiu ligeiramente em 2022, passando de 1,1% para 1,0% do total, refletindo sobretudo a amortização das obrigações MTN denominadas em CNY (no montante de CNY 2,0 mil milhões).

Os empréstimos oficiais (englobando PAEF, SURE e os empréstimos no âmbito do Plano de Recuperação e Resiliência - PRR) registaram um decréscimo ligeiro no peso relativo no *stock* da dívida, passando de 19,9% em 2021 para 19,6% no final de 2022. Esta diminuição reflete, essencialmente, o comportamento de outros instrumentos de dívida, que aumentaram em valor absoluto, diminuindo assim o peso dos empréstimos oficiais no conjunto do *stock* da dívida. Em 2022, verificou-se um incremento do saldo do empréstimo SURE, com o desembolso das últimas duas tranches do empréstimo da CE a Portugal em março (EUR 523 milhões) e dezembro (EUR 300 milhões), a par do recebimento da primeira tranche da componente de empréstimos do PRR em maio no valor de EUR 609 milhões. Em abril de 2022, verificou-se ainda a amortização parcial do empréstimo do MEEF no valor de EUR 500 milhões.

## Caixa 2 | Financiamento obtido através de empréstimos oficiais

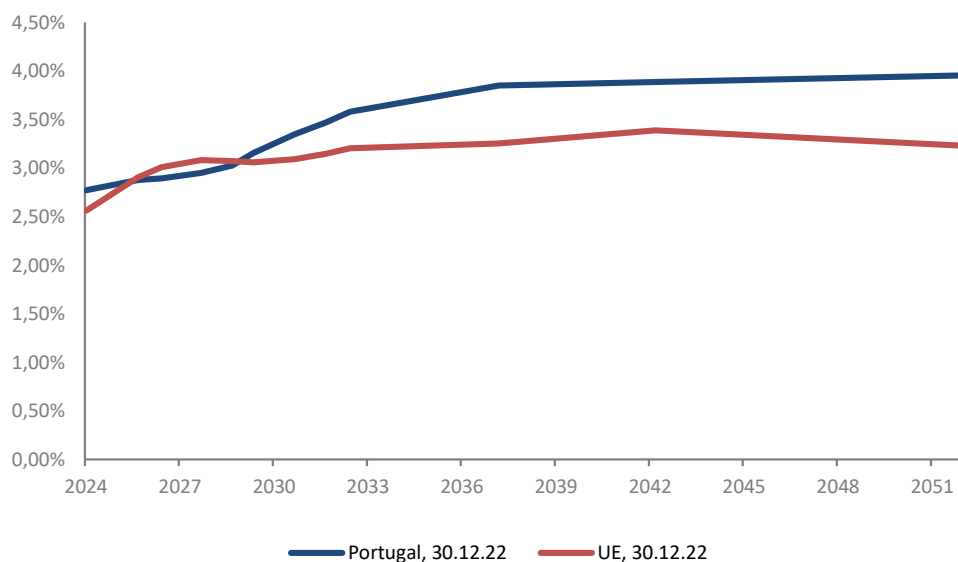
A 19 de maio de 2022 a República Portuguesa recebeu o primeiro desembolso dos fundos do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) após aprovação da Comissão Europeia dos marcos e metas acordados com a União Europeia, correspondentes a EUR 609 milhões sob a forma de empréstimo e EUR 553.4 milhões sob a forma de subvenções. Estes montantes acrescem ao valor recebido em agosto de 2021 como adiantamento de 13% dos fundos do PRR, equivalente a EUR 350,9 milhões sob a forma de empréstimo e EUR 1.808 milhões sob a forma de subvenções.

O empréstimo recebido em 2022, de EUR 609 milhões, tem 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 está associada ao custo da União Europeia com o seu financiamento.

A República Portuguesa recebeu também a tranche final relativa ao programa SURE<sup>4</sup> a 29 de março de 2022, no valor de EUR 523 milhões, e uma tranche adicional de EUR 300 milhões a 14 de dezembro de 2022, resultando num financiamento total de EUR 6,234 milhões ao abrigo do programa.

O financiamento obtido através da União Europeia apresenta condições financeiras mais vantajosas do que as condições de financiamento da República em mercado. A título ilustrativo, as curvas de rendimento de Portugal e da UE no final do ano demonstravam a vantagem financeira da utilização do financiamento do PRR e SURE, para prazos médios e longos, por comparação com o financiamento através de Obrigações do Tesouro.

**Gráfico 18 – Curvas de rendimentos de Portugal e da União Europeia**



---

<sup>4</sup> O SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) corresponde ao instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência.

### Caixa 3 | Evolução do financiamento através dos instrumentos de retalho – Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro Poupança Valor

Durante o ano de 2022, o peso dos instrumentos de retalho – Certificados de aforro (CA) e Certificados do Tesouro (CT) – na dívida direta do Estado aumentou 1,3 p.p. face ao ano anterior, com estes instrumentos a representarem 12,1% do total da dívida direta do Estado no final do ano (10,9% no final de 2021).

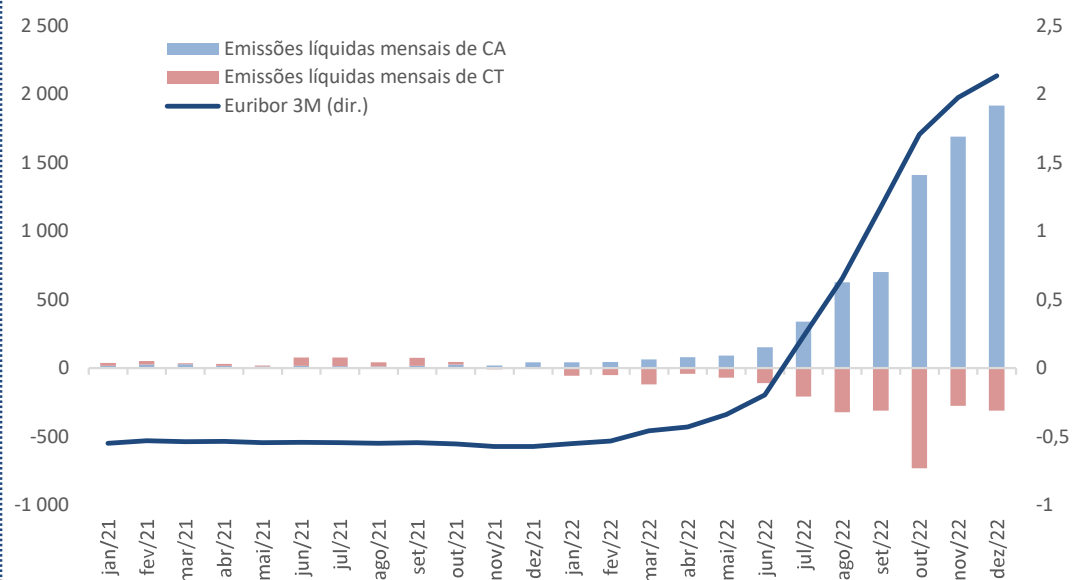
Esta evolução registada essencialmente na segunda metade do ano, terá sido influenciada em primeiro lugar pela subida acentuada das taxas de juro do mercado monetário, que servem de indexante à remuneração dos CA e, numa segunda fase, pelo aumento relativo da remuneração dos CA face à taxa de juro praticada nos depósitos bancários.

A taxa Euribor a três meses, à qual se encontra indexada a série dos CA em subscrição durante 2022 (série E), subiu cerca de 270 p.b. durante o ano, passando de - 0,57% no final de dezembro de 2021 para 2,13% no final de 2022, tendo entrado em terreno positivo durante o mês de julho.

Neste contexto, as subscrições líquidas de CA aumentaram significativamente a partir do segundo semestre do ano, tendo atingido valores máximos nos últimos meses do ano (com o valor a atingir cerca de EUR 1,9 mil milhões em dezembro de 2022). No total do ano registaram-se emissões líquidas de CA de EUR 7,2 mil milhões.

Inversamente, os Certificados do Tesouro registaram emissões líquidas negativas de EUR 2,6 mil milhões. Em particular, a série disponível para subscrição durante o ano de 2022, os Certificados do Tesouro Poupança Valor (CTPV), sendo instrumentos de taxa fixa definida no seu lançamento, em setembro de 2021, foram perdendo competitividade com a subida generalizada das taxas de juro ao longo de 2022.

**Gráfico 19 – Evolução das emissões líquidas mensais de produtos de aforro**



O efeito cambial favorável de cobertura de derivados (líquido) aumentou ligeiramente em 2022, totalizando EUR 0,6 mil milhões (face a EUR 0,5 mil milhões em 2021). Após cobertura de derivados, o

saldo da dívida direta do Estado fixou-se em EUR 286,4 mil milhões registando, assim, um acréscimo de EUR 8,4 mil milhões face a 2021.

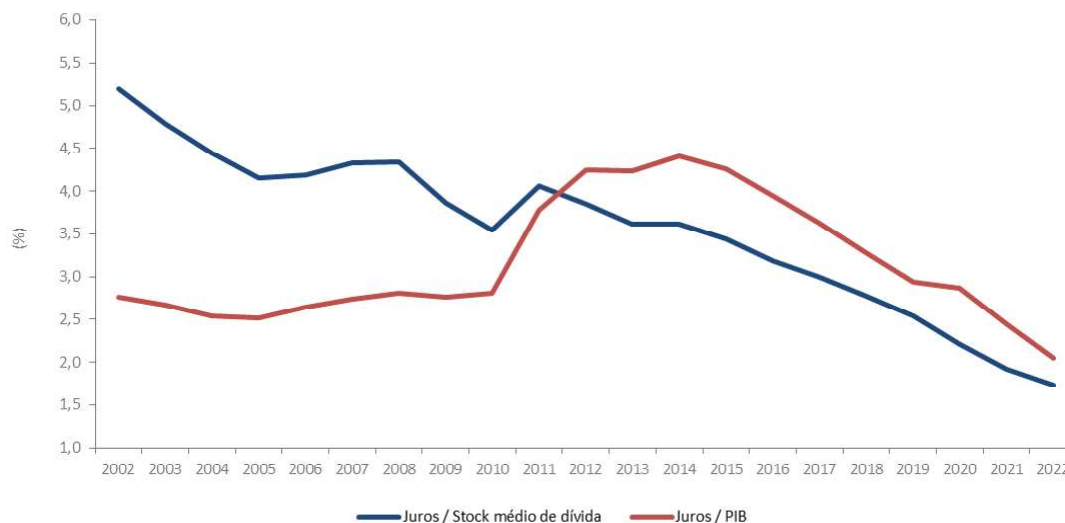
### **Encargos correntes da dívida**

Em 2022, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em EUR 6,1 mil milhões (em termos líquidos), denotando uma redução de EUR 284 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 4.382 milhões em 2022. Este valor traduz uma redução de EUR 260 milhões face ao ano anterior, para a qual contribuiu, essencialmente, o vencimento da OT 3,85% abril 2021 e o efeito de operações de troca efetuadas com impacto na redução do saldo vivo de linhas de OT com cupões associados mais elevados. Os outros instrumentos de dívida registaram um decréscimo de EUR 114 milhões, em grande medida explicado pela diminuição de juros associados a OTRV, em consequência da redução do saldo vivo, e a MTN (*Medium Term Notes*) em USD, traduzindo neste caso o impacto de operações de recompra realizadas em 2021. Os juros dos empréstimos oficiais diminuíram em EUR 46 milhões face ao ano anterior, traduzindo, essencialmente, o efeito decorrente da extensão do empréstimo do MEEF, em setembro 2021, que passou a ter uma taxa de cupão zero associada. Os juros dos CA e CT aumentaram cerca de EUR 163 milhões, refletindo o incremento dos juros associados aos CTPC e CTPM, resultante do impacto do prémio associado ao crescimento do PIB. Já os juros recebidos de BT fixaram-se em EUR 40 milhões, um valor inferior ao registado no ano precedente, em EUR 10 milhões, em consequência do menor volume de emissões num contexto de taxas de juro negativas.

Em 2022, os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais fixaram-se em EUR 4,9 mil milhões, mantendo assim a trajetória descendente observada nos últimos sete anos. A diminuição anual, que ascendeu a EUR 353 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 1,7% em 2022. O peso dos juros no PIB também registou uma evolução favorável, passando de 2,4 % em 2021 para 2,0% em 2022.

**Gráfico 20 – 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 2021-2022, é a apresentada no Quadro 3.

**Quadro 3 – Contas de Disponibilidades**

EUR milhões	dez/21	dez/22
Contas no BdP	9 306	6 980
Apli. Financeiras nas IC	0	0
Contas em Divisas	3	4
Outras Contas Bancárias	1	0
Contas RCE (Bancos, CTT, SIBS, IRN e Caixas do Tesouro)	476	256
Depósitos Externos nas IC	3	2
Cheques a Cobrar	1	1
<b>TOTAL</b>	<b>9 790</b>	<b>7 243</b>

Fonte: IGCP

Pela análise do quadro *supra*, constata-se que as disponibilidades da tesouraria do Estado, no final de 2022, apresentaram um decréscimo de cerca de EUR 2,5 mil milhões, face ao ano transato, com uma diminuição de 25% dos valores depositadas no Banco de Portugal (BdP).

No final do ano de 2022, a posição de tesouraria do Estado ascendia a EUR 7,0 mil milhões (ou EUR 6,3 mil milhões excluindo contas-margem), o que compara com um valor de EUR 9,3 mil milhões no final do ano anterior (ou EUR 8,8 mil milhões excluindo contas-margem). A redução da posição de tesouraria durante o ano 2022 resultou sobretudo da utilização do saldo para financiamento das necessidades de

financiamento de 2022, permitindo uma redução do financiamento realizado durante o ano, ao mesmo tempo que refletiu uma cobertura de necessidades líquidas de financiamento estimadas para 2023 inferiores aos anos anteriores, estes particularmente exigentes devido ao 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 que utilizam o *Internet Banking* (IB), a aplicação que funciona como o suporte informático privilegiado para o adequado cumprimento da UTE.

**Quadro 4 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas**

Tipo Cliente	Disponibilidades (EUR milhões)							
	Dep. Ordem		CEDIC		CEDIM		TOTAL	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
ONSUTE	4 406	5 093	6 362	6 917	0	0	10 768	12 011
SEE	1 301	1 312	2 195	2 352	21	21	3 518	3 685
SFA	3 779	3 883	8 914	9 906	559	765	13 252	14 554
SI	2 067	897	52	1 650	0	0	2 119	2 547
<b>TOTAL</b>	<b>11 553</b>	<b>11 185</b>	<b>17 524</b>	<b>20 826</b>	<b>580</b>	<b>786</b>	<b>29 657</b>	<b>32 797</b>

Fonte: IGCP

Considerando o valor das disponibilidades dos serviços e entidades públicas na tesouraria do Estado, verificou-se um acréscimo de EUR 3.140 milhões, entre 2021 e 2022.

Esta variação resulta, essencialmente, do acréscimo dos valores aplicados em CEDIC, que ascendeu a cerca de EUR 3.302 milhões, face ao ano anterior na sequência do cumprimento do estabelecido no artigo 101º do Decreto-Lei nº 53/2022, de 12 de agosto e do Despacho do Senhor Ministro das Finanças nº 14343/2022, de 15 de dezembro.

Em simultâneo, verificou-se uma diminuição dos valores mantidos em depósitos à ordem, em cerca de EUR 368 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 2022 foram desenvolvidas várias ações de promoção da UTE que em muito contribuíram para atingir o nível de disponibilidades centralizadas na tesouraria do Estado constantes do Quadro 4.

A promoção da UTE junto dos serviços e entidades públicas foi sendo realizada através de reuniões, celebração de protocolos de prestação de serviços, emissão de pareceres sobre a UTE e de forma persistente através de contactos com os gestores de conta.



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.

Das inúmeras reuniões realizadas com os serviços e entidades públicas destacam-se oito, efetuadas com clientes potenciais utilizadores da Plataforma de Pagamentos da Administração Pública (PPAP) da AMA para a cobranças de receitas através da utilização do Documento Único de Cobrança (DUC).

Após os contatos encetados em 2021, a AMA iniciou em 2022 a disponibilização na PPAP da opção de “Pagamentos ao Estado”, passando a funcionar, em articulação com o IGCP, como facilitador técnico junto dos serviços e entidades públicas na geração das suas referências DUC e na troca de ficheiros de emissão e de cobrança.

Esta parceria com a AMA é um primeiro passo para a reformulação e revitalização da utilização da Rede de Cobranças do Estado (RCE), objetivando, nesta fase, facilitar ao nível tecnológico a ligação entre os serviços e entidades públicas e a rede do Estado, mas perspetivando-se a médio prazo como:

- a) Motor da modernização da RCE, com a realização de emissões e cobranças de DUC em tempo real;
- b) Potenciador da redução dos encargos de cobrança suportados pelo Estado;
- c) Implementador de melhorias na informação de gestão ao IGCP e às entidades administradoras de receitas (EAR).

Das ações empreendidas pelo IGCP para a promoção da UTE resultou também a celebração de cerca de 30 protocolos de prestação de serviços bancários, 60% dos quais relativos à disponibilização de TPA (no final de 2022, o IGCP tinha disponibilizado cerca 5 419 equipamentos, que permitiram a entrada de fundos públicos na tesouraria do Estado de cerca de EUR 342 milhões), e os restantes 40% relativos a protocolos de depósito de cauções. Em fase de finalização e a implementar a partir de 2023 estava também a minuta de protocolo tripartido que será utilizada em todas as novas adesões dos serviços e entidades públicas à RCE, que por essa via, passarão a envolver a AMA, como facilitador tecnológico.

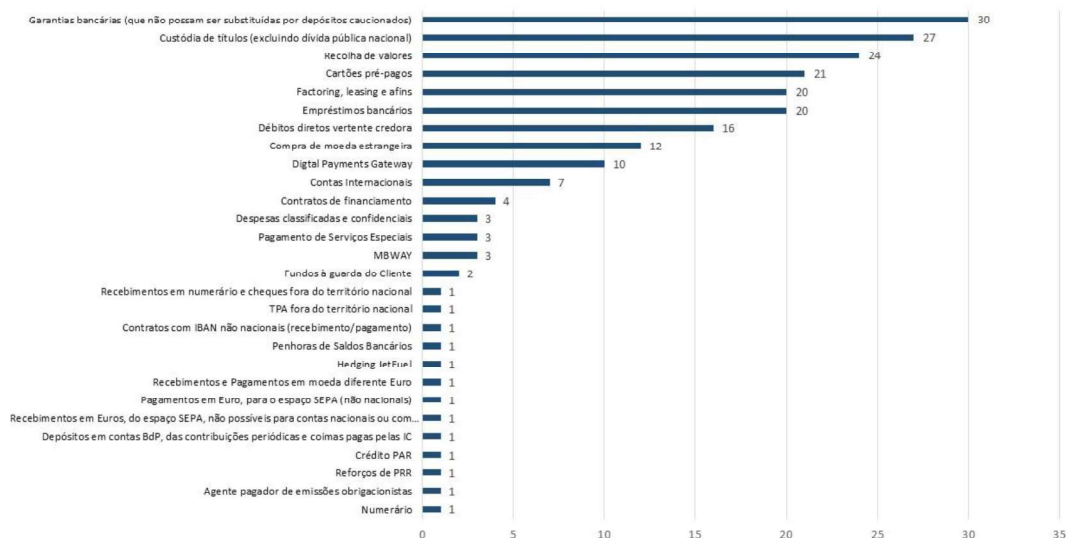
Nos termos do nº 5 do artigo 136º da Lei nº 12/2022, de 27 de junho, os serviços e entidades públicas podem ser dispensados do cumprimento da UTE. Cumulativamente, pelo nº 5 do artigo 102º do Decreto-Lei nº 53/2022, de 12 de agosto, pode o IGCP, em situações excecionais devidamente fundamentadas, autorizar a dispensa do cumprimento desse princípio pelo prazo máximo de dois anos.

Em 2022, o IGCP emitiu 104 pareceres sobre pedidos de isenção do cumprimento da UTE solicitados pelos serviços e entidades públicas, 24% dos quais foram formulados por entidades do MS, 16% do MAAC e 12% do MF.

O Gráfico 21 ilustra os motivos indicados pelos serviços e entidades públicas para justificar os pedidos de dispensa solicitados.

Destaque-se os 6 motivos mais indicados nos pedidos de isenção da UTE: garantias bancárias (que não possam ser substituídas por depósitos caucionados), custódia de títulos (excluindo dívida pública nacional), recolha de valores, cartões pré-pagos, *factoring*, *leasing* e afins e empréstimos bancários, os quais representam mais de 60% dos motivos apresentados para a dispensa.

Gráfico 21 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE



Fonte: IGCP

No que respeita aos contactos estabelecidos pelos gestores de conta é de salientar que os serviços e entidades públicas, em inquérito de satisfação realizado em 2022, avaliaram o seu grau de satisfação com o desempenho dos respetivos gestores em 91%.

## 4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco

### 4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado

As operações de derivadas executadas em 2022 tiveram como principal objetivo assegurar a cobertura do risco de taxa de juro da carteira num contexto de elevada inflação e em que se antecipava uma subida das taxas de mercado. As transações executadas corresponderam à constituição de posições em *swaps* pagadores de taxa fixa a 10 anos e inseriram-se na estratégia de cobertura do custo das emissões de OT efetuadas ao abrigo do plano de financiamento.

A carteira de derivadas obteve um resultado líquido de EUR 231,3 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 associados a uma emissão de obrigações em USD. Este resultado refletiu, entre outros fatores, a divergência no ritmo e envergadura da política monetária entre os EUA e a Zona Euro, com diferença ao nível das taxas diretoras a favor do dólar.

Adicionalmente, o resultado dos derivadas de taxa de juro também foi positivo devido ao aumento das taxas de longo prazo, que refletiram o impacto da retirada de estímulos monetários por parte do BCE com o início de um ciclo de subidas de taxas de juro por forma a abrandar as pressões inflacionistas na Zona Euro.