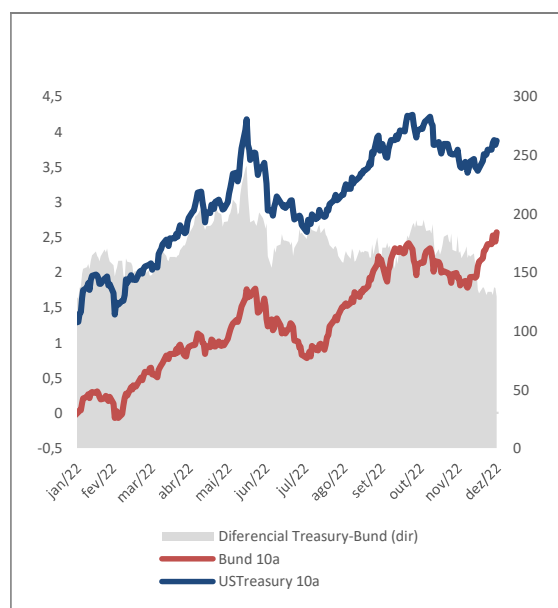


primeiro semestre, enquanto que apenas no último trimestre, Espanha e Itália registaram reduções semelhantes a Portugal, -8,1 p.b, -10,6 p.b e -8,3 p.b., respetivamente.

Relativamente ao mercado cambial, observou-se uma grande volatilidade desde o início do ano, refletindo a instabilidade, inicialmente ainda relacionada com as repercussões do COVID-19 e, posteriormente, com as condições de incerteza do mercado decorrentes da guerra na Ucrânia. Neste contexto, a nota de maior destaque vai para a tendência verificada de desvalorização do euro face ao dólar, com o euro, no início do ano, a valer 1,1368 dólares, e em julho a atingir a paridade, algo que já não acontecia há cerca de duas décadas. No terceiro e quarto trimestres, o euro continuou a tendência de depreciação em relação ao dólar, cotando mesmo abaixo da paridade até início de novembro, tendo recuperado depois e terminado o ano nos 1,0702. Em relação à libra esterlina, o euro demonstrou, igualmente, uma grande volatilidade ao longo de 2022, tendo-se verificado uma valorização do euro desde o início de dezembro e até ao final do ano. No que respeita ao renminbi, apesar das alterações mais suaves registadas no mercado cambial, verificou-se uma ligeira valorização do euro durante o último trimestre do ano.

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 2022, as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a EUR 9,3 mil milhões, o que representa uma diminuição de EUR 4,5 mil milhões comparativamente a 2021. Esta variação é explicada maioritariamente pelo défice orçamental do Estado que diminuiu EUR 3,7 mil milhões.

Comparando com a previsão inicial, as necessidades brutas de financiamento foram superiores em EUR 0,4 mil milhões, explicadas (i) pelo montante de amortizações de OT superior ao inicialmente projetado devido à realização de um leilão de recompra de OT (em novembro) com maturidade superior a 2022 (no valor de aproximadamente EUR 1,5 mil milhões – ver caixa 1), (ii) pelo efeito líquido de operações de troca (no valor de aproximado de EUR 0,4 mil milhões), (iii) pela amortização de outra dívida MLP (no montante de EUR 0,1 mil milhões, dívida da STCP) e (iv) pela redução das necessidades líquidas de financiamento (que foram inferiores em cerca de EUR 1,6 mil milhões), explicada por uma melhor execução orçamental, que resultou num défice orçamental 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 projetado no início, de EUR 8,2 mil milhões para EUR 7,0 mil milhões.

A estratégia de financiamento definida para 2022 contemplava a emissão de 2 novos *benchmarks* (a 10 e 20 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 17,7 mil milhões (líquidas de trocas). No programa de bilhetes de tesouro esperava-se um aumento líquido do programa de EUR 3,0 mil milhões. Contudo, devido ao aumento significativo das emissões líquidas de CA/CTPC (no valor de EUR 4,4 mil milhões), a ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado (no valor de EUR 2,2 mil milhões), ao aumento acima do estimado do montante de financiamento proveniente dos empréstimos oficiais (no valor de EUR 200 milhões), à emissão de outra dívida MLP (no valor de EUR 200 milhões, referente ao empréstimo do BEI) e ao uso de depósitos, houve a necessidade de (i) diminuir o programa de BT em cerca de EUR 1,8 mil milhões, suprimindo os leilões de julho, agosto e novembro e reduzindo o montante previsto dos leilões de maio e junho, tendo-se realizado o leilão de outubro que não estava programado inicialmente, e (ii) diminuir o programa de OT em aproximadamente EUR 5,7 mil milhões.

Os empréstimos oficiais ao abrigo dos programas SURE e PRR, contribuíram com EUR 0,8 mil milhões e EUR 0,6 mil milhões, respetivamente, para as fontes de financiamento do Estado em 2022.

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2022

(EUR milhões)	Prog Fin 2022 ¹	Execução ^(P)	Diferença
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	24.281	24.662	381
Necessidades líquidas de financiamento	10.885	9.251	-1.635
Défice orçamental do Estado	8.725	5.781	-2.944
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	2.160	3.469	1.309
Operações pontuais	0	0	0
Amortizações de dívida MLP	13.396	15.411	2.015
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	8.832	10.729	1.897
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	500	500	0
Outras amortizações de dívida MLP	4.064	4.182	119
FONTES DE FINANCIAMENTO	24.281	24.662	381
Utilização de depósitos (excl contas margem)	1.280	2.454	1.174
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1.241	1.420	179
Emissões OT e MTN	17.700	11.994	-5.706
Emissões OTRV	0	0	0
Outras emissões de dívida MLP	0	170	170
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	3.047	1.260	-1.787
Emissões líquidas CA/CTPC	148	4.551	4.403
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	865	2.813	1.948
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	7.657	6.312	-1.345
Saldo de contas-margem no final do ano	538	668	130
Saldo total de depósitos no final do ano	8.195	6.980	-1.215

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 de títulos de dívida pública ao longo do ano, 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 2022, a ação do BCE refletiu-se em compras líquidas de ativos de aproximadamente EUR 300 milhões por mês². No total do ano, o montante de compras líquidas de dívida pública portuguesa por parte do BCE ascendeu a cerca de EUR 3,4 mil milhões, o que compara com EUR 22,6 mil milhões em 2021. 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 desde a segunda metade de 2020 num mercado que tinha sido afetado pela crise pandémica.

As condições de acesso ao mercado foram favoráveis na primeira metade do ano, com exceção do período a seguir ao início da invasão da Ucrânia pela Rússia, e estáveis na segunda metade. A procura por dívida pública portuguesa beneficiou ainda de ações de promoção por parte da Agência junto de intermediários financeiros e investidores internacionais. Em 2022, o IGCP prosseguiu a disponibilização frequente de informação ao mercado, aos investidores finais, às agências de *rating*, e manteve o

¹ Valores referentes ao programa de financiamento anunciado publicamente pelo IGCP no seu website, a 5 de janeiro de 2022.

² 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 janeiro de 2022, correspondem a 50% das compras no período composto por dezembro de 2021 e janeiro de 2022, e em dezembro de 2022 correspondem a 50% das compras no período composto por dezembro de 2022 e janeiro de 2023.

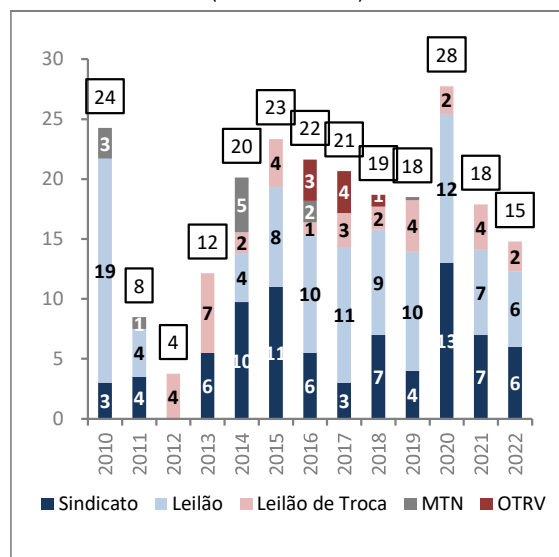
contacto regular com os operadores especializados de mercado (OEVT e EBT). Em 2022 as restrições sociais à escala mundial no quadro da pandemia reduziram-se significativamente, possibilitando reuniões em formato presencial.

Em 2022, o financiamento bruto de médio e longo prazo em mercado ascendeu sensivelmente a EUR 14,8 mil milhões (valor nominal), tendo EUR 6 mil milhões (41%) sido emitidos através de operações sindicadas de OT, EUR 6,3 mil milhões (43%) através de leilões de OT e EUR 2,5 mil milhões (17%) através de leilões de troca de OT. A título de referência, em 2021, o volume total de emissões de OT foi de EUR 17,9 mil milhões (em valor nominal) realizadas através de emissões sindicadas, de leilões regulares e de leilões de troca que ascenderam a EUR 7 mil milhões (39%), EUR 7,1 mil milhões (39%) e EUR 3.8 mil milhões (22%), respetivamente.

Devido a uma melhor execução orçamental que o antecipado no Orçamento de Estado, foi suprimido o leilão de julho e substituído por um leilão de troca de forma a manter um padrão regular de emissão de OT, apontando para a realização de uma emissão por mês. Observou-se assim, um aumento do peso do financiamento realizado através de operações sindicadas e leilões regulares, em contraponto com uma diminuição do peso dos leilões de troca, uma vez que se realizaram dois leilões de troca em 2022 e quatro em 2021.

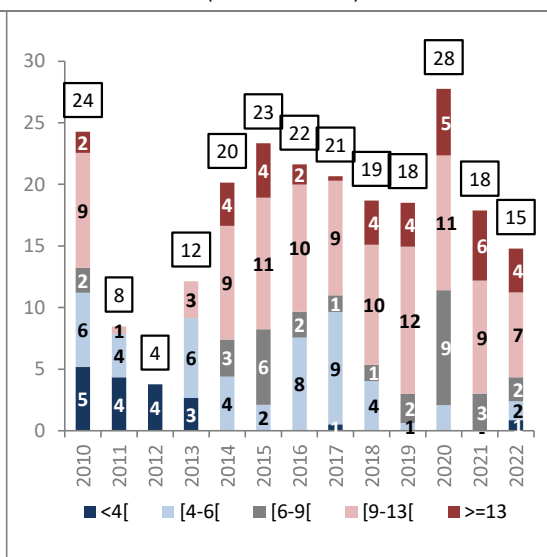
Como habitualmente, o primeiro semestre teve um peso superior na angariação do financiamento anual, correspondendo a 67% do total emitido contabilizando as ofertas de troca de OT (ou 81% excluindo ofertas de troca), devido principalmente ao lançamento de dois novos títulos a 20 e 10 anos em janeiro e abril, respetivamente, através de sindicato bancário. No terceiro trimestre, o montante emitido foi de EUR 2 mil milhões, incluindo uma oferta de troca em julho. No quarto trimestre, o montante emitido foi de EUR 2,8 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)



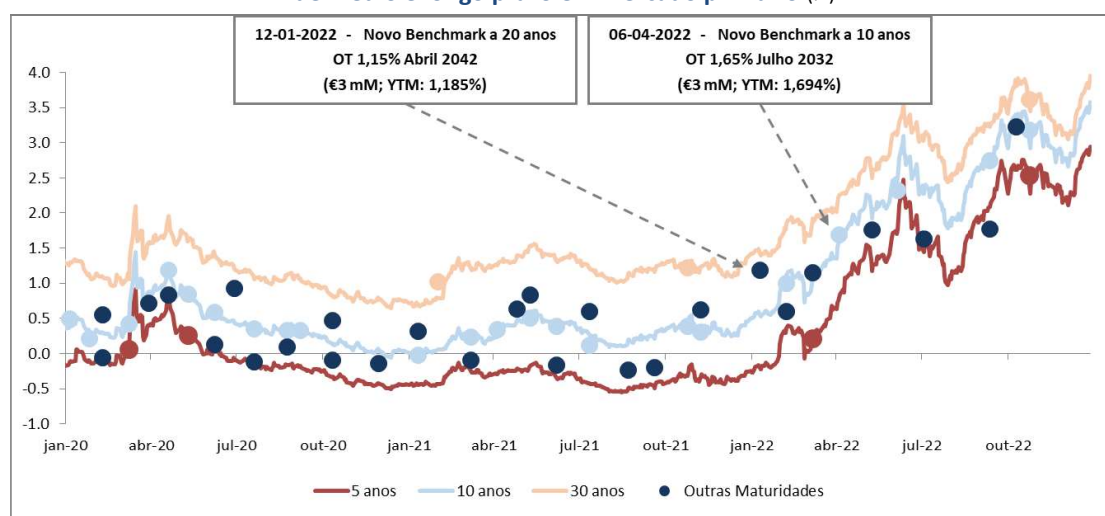
Fonte: IGCP

Em 2022, continuou a verificar-se o interesse de investidores *real money* nas emissões sindicadas da República, nomeadamente das seguradoras, dos fundos de pensões, dos bancos centrais (excluindo o BCE e o Banco de Portugal que não podem financiar os Estados), de outras entidades públicas, e dos

gestores de fundos, apesar da diminuição face a 2021, devido à incerteza provocada pelo início do conflito militar na Ucrânia e das condições de acesso a mercado verificadas em abril de 2022, por altura da segunda emissão sindicada do ano. Geograficamente, destaca-se a presença da tríade França, Itália e Espanha (com uma alocação 26% e 31% nos sindicatos de janeiro e abril, respetivamente). O interesse destes investidores (*real money*) situou-se tipicamente na parte mais longa da curva, criando condições para a abertura e reabertura de linhas na parte longa da curva de OT. A restante procura continuou a concentrar-se nos prazos mais líquidos, em particular nos 10 anos.

As emissões com maturidade residual superior a 9 anos representaram 71% do total emitido, que compara com uma parcela de 83% em 2021. Em contraste, na parte curta da curva (inferior a 6 anos) emitiu-se 16% do total (em 2021 não foi realizada qualquer emissão nestes prazos).

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 2022 situou-se em 11,3 anos, inferior ao registado em 2021 (14,2 anos). Com esta redução, a maturidade média do *stock* da dívida desceu ligeiramente, para 7,2 anos em dezembro de 2022 (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 2022, 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 compra e de leilões de troca de OT, sempre adequados às condições e procura de mercado, num montante total que ascendeu a cerca EUR 4,3 mil milhões de OT (valor nominal).

Caixa 1 | Operações de recompra e troca de dívida

Em 2022 continuaram a ser executadas operações de recompra e de troca de OT com maturidades curtas por outras com maturidades mais longas. As operações executadas tiveram como objetivos (i) reduzir o risco de refinanciamento de curto prazo da República, (ii) suavizar o perfil de amortizações de dívida, e (iii) aumentar a liquidez dos títulos transacionáveis em mercado.

Neste contexto, foram realizadas duas operações de recompra de OT a 29 de março e 30 de novembro, com maturidades em 2022, 2023 e 2024, o que permitiu antecipar amortizações de cerca de EUR 1,8 mil milhões.

Adicionalmente, foram efetuadas duas ofertas de troca de OT a 6 de julho e 26 de outubro, o que permitiu adiar cerca de EUR 2,5 mil milhões de amortizações devidas em 2023 e 2024 para 2027, 2028, 2032, 2035 e 2052. Estas trocas permitem simultaneamente alisar o perfil de reembolsos e favorecer a liquidez dos títulos com maturidades mais longas.

Quadro 2 – Operações de recompra e troca de dívida em 2022

Descrição	Data da operação	Título	Montante nominal (milhões EUR)	YTM	Maturidade residual (anos)
Recompra	29-03-2022	OT 2,2% OUT 2022	431	-0,56%	0,6
Recompra	30-11-2022	OT 4,95% OUT 2023	250	2,03%	0,9
	30-11-2022	OT 5,65% FEV 2024	1.150	2,07%	1,2
Troca (títulos comprados)	06-07-2022	OT 4,95% OUT 2023	538	0,69%	1,3
	06-07-2022	OT 5,65% FEV 2024	225	0,85%	1,6
Troca (títulos vendidos)	06-07-2022	OT 2,125% OUT 2028	531	1,64%	6,3
	06-07-2022	OT 0,9% OUT 2035	232	2,50%	13,3
Troca (títulos comprados)	26-10-2022	OT 4,95% OUT 2023	316	1,98%	1,0
	26-10-2022	OT 5,65% FEV 2024	1.416	2,04%	1,3
Troca (títulos vendidos)	26-10-2022	OT 0,7% OUT 2027	1.023	2,54%	5,0
	26-10-2022	OT 1,65% JUL 2032	384	3,19%	9,7
	26-10-2022	OT 1% ABR 2052	325	3,62%	29,5

2.2. Mercado Secundário

No mercado secundário soberano, as taxas de juro da dívida portuguesa tiveram uma tendência de subida ao longo do ano, apresentando níveis mais elevados nos segundo e quarto trimestres. O prémio de risco teve também um alargamento até ao final do segundo trimestre, revertendo este movimento no segundo semestre do ano até dezembro, mês em que voltou a alargar. Em 2022, assistiu-se a uma deterioração das condições de liquidez face a 2021. Após se ter verificado um alargamento dos *bid-offer spreads* entre o final de 2021 e o final do primeiro trimestre de 2022, no segundo trimestre do ano ocorreu uma melhoria, que foi no entanto revertida no segundo semestre. A taxa de juro da dívida pública portuguesa no prazo de referência a 10 anos subiu de 0,46% no início de 2022 para 3,58% no

final do ano, um movimento significativo e que reflete o aumento das taxas diretoras por parte do BCE. A tendência foi comum aos restantes pontos da curva de OT, embora tenha sido mais acentuada na parte curta, tendo-se observado uma diminuição da inclinação face ao período homólogo.

Em termos relativos, o diferencial de custo da dívida pública portuguesa face à Alemanha manteve a tendência dos outros soberanos comparáveis na área do euro, atingindo níveis máximos em meados de junho, mas revertendo parcialmente na segunda metade do ano. No prazo de referência a 10 anos, Portugal terminou 2022 num nível superior (+101 p.b) ao verificado no início do ano (+64 p.b.). O diferencial face a Itália para a mesma maturidade alargou cerca de 41 p.b, fixando-se em -112 p.b. no final de 2022. Em relação a Espanha, o diferencial manteve-se praticamente inalterado entre o final de 2021 (-10 p.b) e o final de 2022 (-7 p.b.).

No que respeita à liquidez do mercado secundário observaram-se níveis bastante inferiores a 2021, com uma diminuição significativa dos volumes médios diários transacionados de OT nas plataformas *inter-dealer* e no mercado *over-the-counter* face a 2021, com *bid-offer spreads* elevados durante todo o ano. Esta redução da liquidez deveu-se essencialmente ao clima de incerteza verificado desde o início do conflito entre a Ucrânia e a Rússia, e à subida dos preços daí resultante, sobretudo da energia e dos bens alimentares e, conseqüentemente, à ação do BCE iniciada em 2022 para controlo dos mesmos. Em 2022, os volumes médios diários de transações de OT atingiram o nível de EUR 597 milhões, o que contrasta com EUR 1.025 milhões registados em 2021.

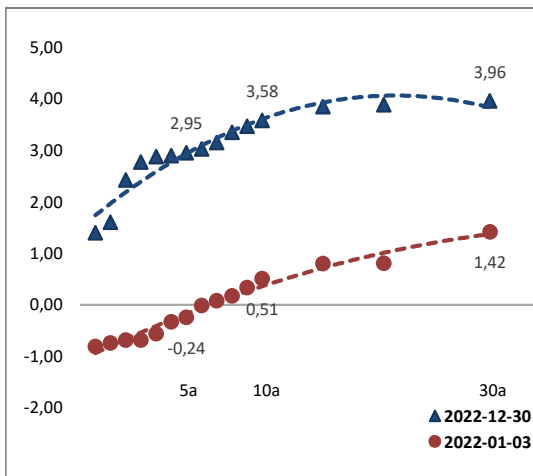
O fluxo no mercado secundário manteve uma concentração significativa, dado que os cinco maiores OEVT detiveram em 2022 uma quota de mercado de 49%. Este registo mantém-se num nível semelhante a 2021 (48%), mas representa uma inversão da tendência descendente verificada nos anos anteriores, com uma subida face a 2020 (43%). Considerando um horizonte temporal mais alargado, o valor de 2022 permanece bastante inferior ao verificado em 2012 (quando a concentração atingiu 73%).

No que diz respeito às transações de BT em mercado secundário, as transações médias diárias diminuíram, de EUR 453 milhões em 2021 para EUR 218 milhões em 2022. Analisando apenas as transações nas plataformas *inter-dealer*, a tendência foi igualmente de descida, com o volume médio diário a diminuir de EUR 389 milhões em 2021, para EUR 134 milhões em 2022.

As taxas de emissão de BT tiveram uma trajetória semelhante às das OT, com uma subida das taxas até ao final do ano. O custo médio de emissão anual de BT correspondeu a 0,06% em 2022, superior quer a 2021 quer a 2020 (-0,55% e -0,38%, respetivamente).

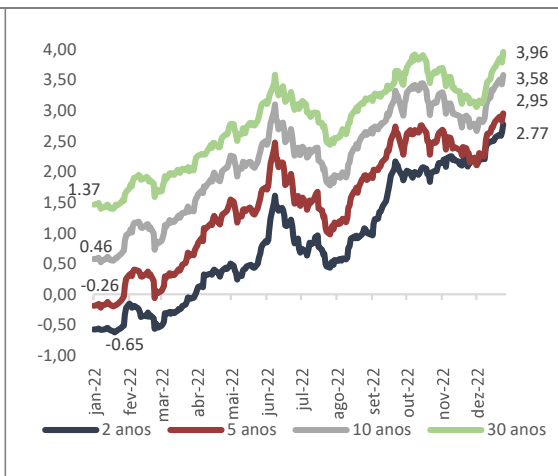
No que respeita à estratégia de emissão de BT manteve-se em 2022 a política de emissões iniciada em 2015, ou seja, concentrar as emissões em apenas seis linhas e abrir apenas uma nova linha a cada dois meses, o que permite um acréscimo de saldo vivo por linha. No entanto, devido ao crescimento das reservas de liquidez durante o ano suprimiram-se os leilões de julho, agosto e novembro, levando a que o programa de BT terminasse o ano apenas com quatro linhas a transitar para 2023 (semelhante a 2021).

Gráfico 12 – Evolução da curva de OT (%)



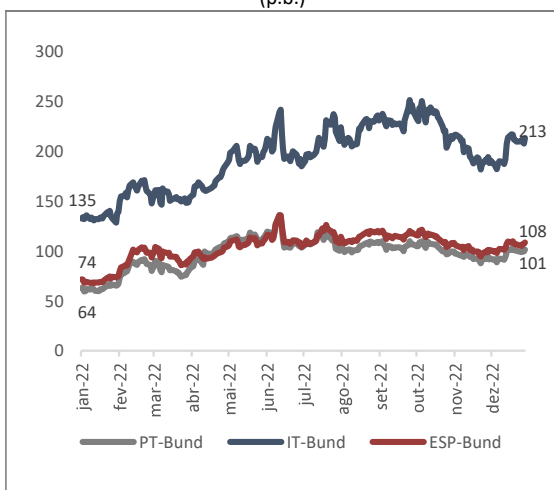
Fonte: Bloomberg

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



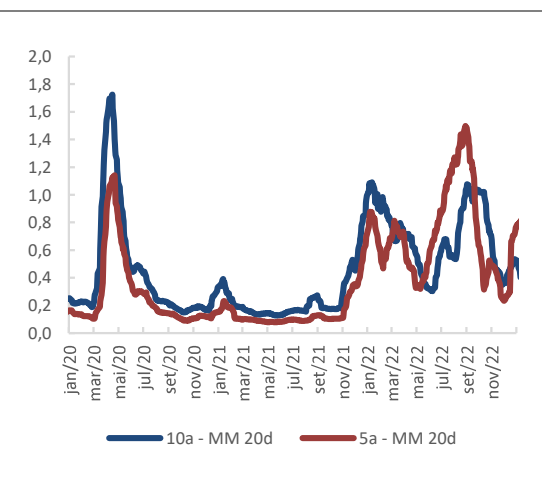
Fonte: Bloomberg

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



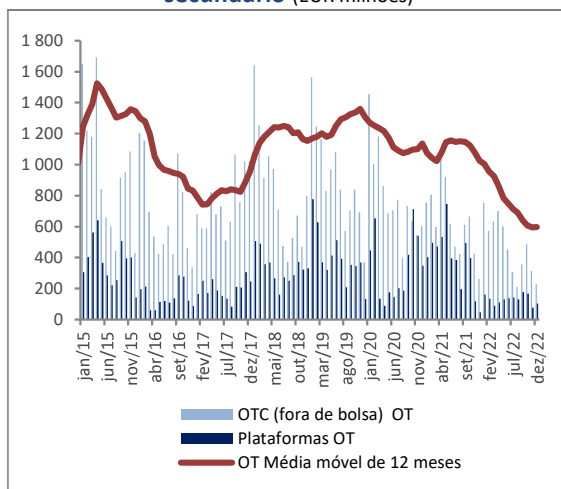
Fonte: Bloomberg

Gráfico 15 – Bid-offer spread



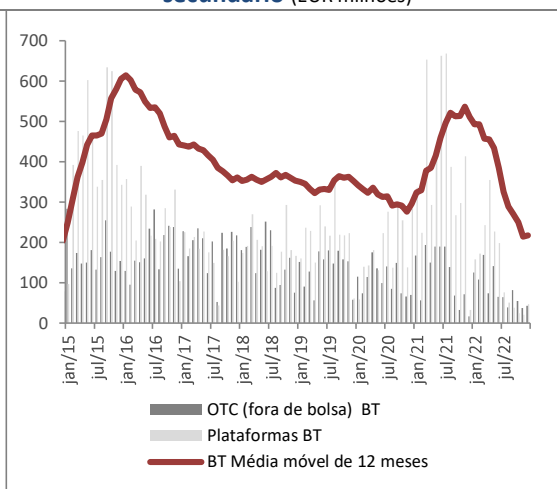
Fonte: IGCP

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 Estado³ 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).

³ 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.