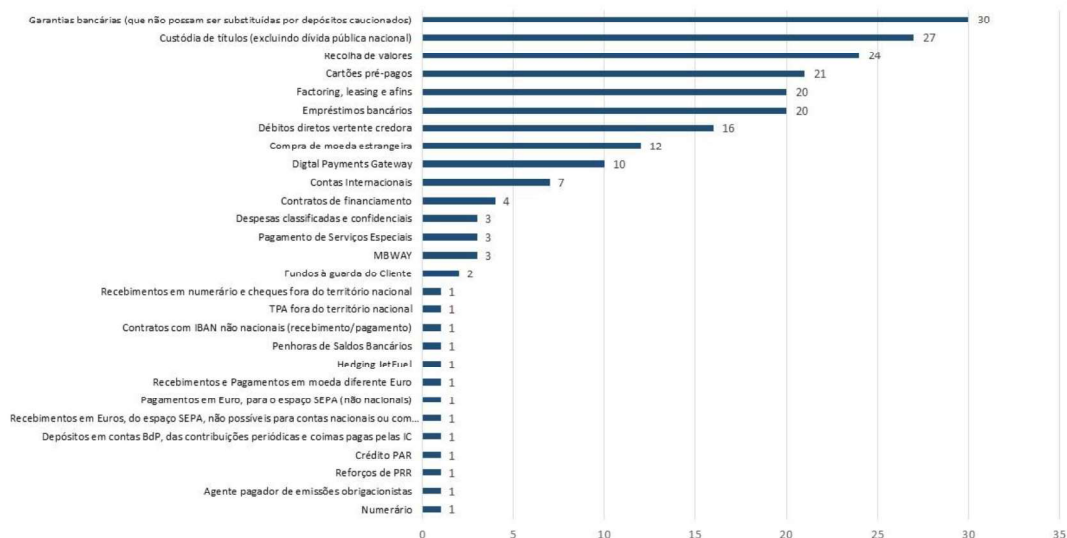


Gráfico 21 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE



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.

Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados

(EUR milhões)	Valor de Mercado		Cash-flow no período (*)	Resultado líquido
	30-dez-22	31-dez-21		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) - (2) + (3)
Taxa de juro	17,0	-32,1	-11,8	37,4
Taxa de câmbio	630,9	535,5	98,6	193,9
Total	647,9	503,4	86,8	231,3
Derivado STCP (**)	0,0	-14,6	-14,6	0,0

(*) *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 2022 permaneciam vivos 8 instrumentos derivados nas carteiras das EPR, com um valor de mercado de EUR -12,7 milhões e um valor contratual de EUR 322,5 milhões.

Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR

(EUR milhões)	Nº derivados	Valor contratual	Valor de mercado		Cash-flow no período (*)	Resultado líquido
			30-dez-22	31-dez-21		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (2) - (3) + (4)
Metropolitano de Lisboa	4	260,0	-15,6	-122,0	-32,2	74,2
Metro do Porto	2	62,5	2,9	-110,4	-105,0	8,3
Total	6	322,5	-12,7	-232,3	-137,2	82,5

(*) *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 82,5 milhões ao longo do ano, explicado principalmente pelo contexto de subida das taxas de juro do euro, em particular nos prazos mais curtos, assim como da respetiva volatilidade.

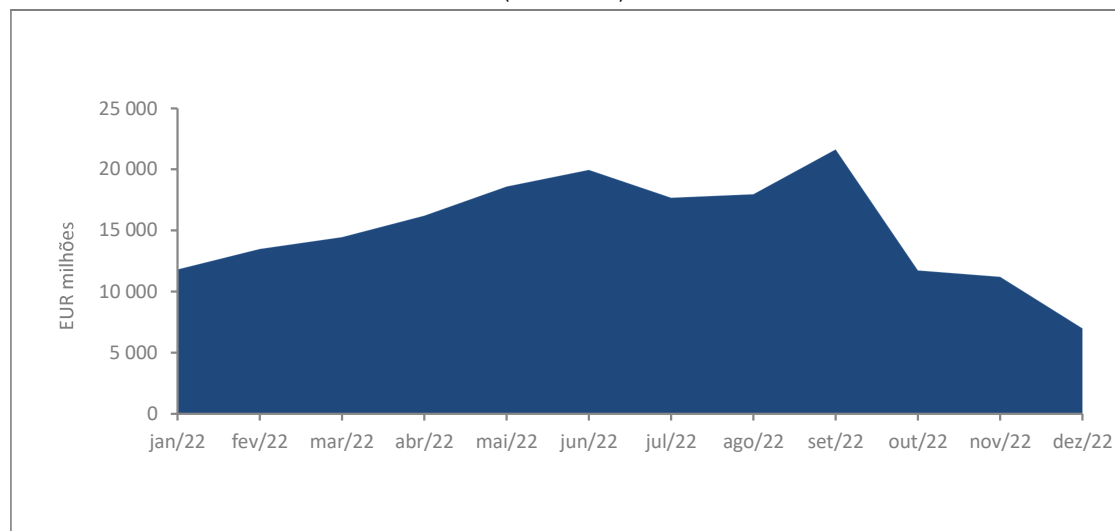
4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2022 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 2022, a posição de tesouraria do Estado equivalia a EUR 7 mil milhões, o que compara com um valor de EUR 9,3 mil milhões no final o ano anterior. A redução do saldo de tesouraria ao longo de 2022 reflete o maior recurso a depósitos na satisfação das necessidades de financiamento do Estado.

Gráfico 22 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado

(EUR milhões)



Fonte: IGCP

Apesar da subida face aos últimos anos, o custo de manutenção da posição de Tesouraria, calculado com base no custo médio de BT e OT (ou apenas de BT), manteve-se em valores relativamente baixos refletindo o facto do aumento do custo de financiamento da dívida ter sido relativamente contido.

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⁾		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Saldo médio de depósitos	14 009	13 850	14 676	14 009	13 850	14 676	14 009	13 850	14 676
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	2,2%	1,9%	1,7%	0,3%	0,2%	1,2%	-0,4%	-0,5%	0,1%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	311	266	254	38	26	182	-56	-76	9
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	8	14	-13	8	14	-13	8	14	-13
Custo líquido do saldo de Tesouraria	318	280	241	46	39	169	-49	-62	-3
Em % do saldo médio de depósitos	2,3%	2,0%	1,4%	0,3%	0,3%	1,2%	-0,3%	-0,4%	0,0%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	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 incorrido durante o ano. (3) Custo de financiamento de BT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) incorrido durante o ano.

Fonte: IGCP

4.4. Indicadores de Custo

Em 31 de dezembro de 2022, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado⁵ era de EUR 269.835 milhões, refletindo um desconto de 6,7% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu ligeiramente em 2022 para 1,9%, enquanto a *yield* média aumentou para 3%. O prazo médio de amortização da dívida diminuiu para 7,2 anos.

Quadro 8 – Indicadores⁶ de custo em fim de ano (EUR milhões)

	2020	2021	2022
Valor nominal	267.955	277.976	286.411
Cupão Médio	2,4%	2,0%	1,9%
<i>Yield</i> Média	0,4%	0,5%	3,0%
Prazo Médio Amortização (anos)	7,4	7,4	7,2
Valor Mercado	311.878	310.492	269.835
Prémio (incl. Juro Corrido)	15,1%	10,7%	-6,7%

Fonte: IGCP

4.5. Indicadores de Risco

As Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública (*guidelines*) identificam os indicadores de risco considerados mais relevantes para a carteira de dívida do Estado e estabelecem limites para a exposição que a carteira pode assumir. As *guidelines* definem limites máximos para o risco de taxa de juro (perfil de *refixing* e duração modificada), o perfil de refinanciamento, risco cambial e risco de crédito da carteira ajustada.

CaR – *Cost at Risk*

A estimativa do CaR da carteira de dívida quantifica o efeito de variações nas taxas de juro sobre o valor dos encargos associados à carteira de dívida, avaliado numa perspetiva de *cash-flow*, no horizonte temporal futuro relevante. O CaR absoluto representa o valor máximo que o custo *cash-flow* pode atingir com 95% de probabilidade durante o ano seguinte; o CaR relativo reflete o desvio máximo desse custo face ao seu valor esperado.

⁵ 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 a dívida direta do Estado total após cobertura de derivados, pelo que 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.

⁶ 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*.

Tendo por base a previsão das necessidades de financiamento subjacente ao Orçamento do Estado para 2023; a posição da carteira no final de 2022; um cenário central para financiamento de 2023 e um conjunto de cenários simulados⁷ para a dinâmica da curva das taxas de juro (BT e OT):

- O valor esperado dos encargos com a carteira para 2023 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de EUR 6.320 milhões;

- Existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder EUR 6.484 milhões (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro.

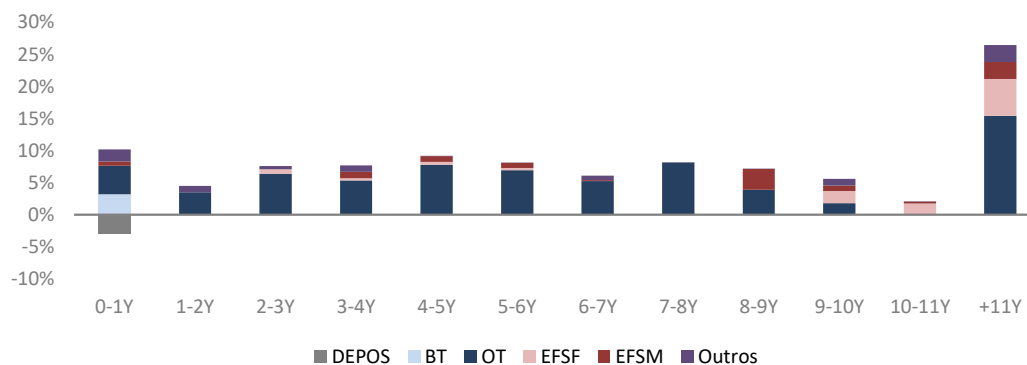
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 164 milhões. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, por via da variação das taxas de juro, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,07 p.p., em 2023, é inferior a 5%.

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 2022, a carteira ajustada apresentava o perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

Gráfico 23 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2022



Fonte: IGCP

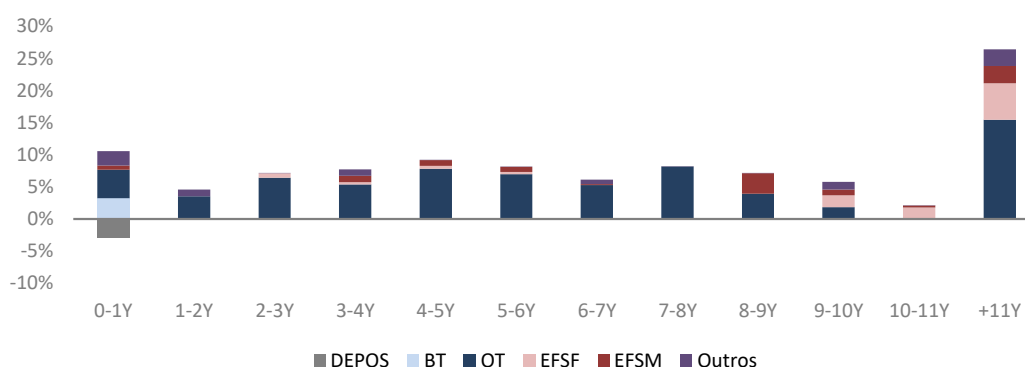
⁷ Para a simulação dos cenários para a estrutura de prazos da taxa de juro usou-se um modelo VAR (Vetor Autorregressivo) com 3 fatores obtidos por Análise das Componentes Principais.

Risco de taxa de juro

A duração modificada⁸ da carteira de dívida total e ajustada situava-se, no final de 2022, em 4,50 e 5,39, respetivamente. Durante o ano de 2022, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2022, 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 24 – Perfil de refixing no final de 2021



Fonte: IGCP

Risco de taxa de câmbio

No final de 2022, a exposição cambial primária (i.e., não incluindo operações de cobertura) representava 1,27% 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).

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

Risco de crédito

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

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

⁸ A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de juro de mercado.

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

Ao longo de 2022, 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 0,03% do valor da carteira ajustada, ou seja, aquele limite estava ocupado em 1,16%.

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

	2020	2021	2022
Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada)	1,86%	1,36%	1,27%
Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada)	0,00%	0,00%	0,00%
Duração Carteira Total (anos)	5,71	5,65	4,50
Duração Carteira Ajustada (anos)	6,30	6,43	5,39

Fonte: IGCP