



6421454367744958005734787462354327290498547563443573  
6354542576125423467876590867634865445787682357458974  
3573635454257612542346787659086763486544578768235745  
8974370398356378356458005734787462354327290498547563  
4435736354542576125423467876590867634865445787682357  
4589743703983563783564214543677449580057347874623543  
498547541 **Gestão da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública** 75  
0867634865445787682357458974370398356378356421454367  
7449580078765908676348654457876823574589743703983563  
7835642145436774495800573478746235432729049854756344  
357363545425761254234378356378341 **Relatório Anual 2023** 88  
7458974370398356378356421454367744958005734787462354  
3272904985475634435736354542576125423467876590867634  
8654457876823574589743703983563783564214543677449580  
0573478746235432729049854756344357363545425761254234  
6787659086763486544578768235745897437039835637835642  
1454367744958005734787462354327290498547563443573635  
4542576125423467876590867634865445787682357458974370  
3983563783564214543677449580057347874623543272904985  
4756344357363545425761254234678765908676348654457876  
8235745897437039835637835642145436774495800573478746  
2354327290498547563443573635454257612542348654457876  
8235745897437039835637835642145436774495800573478746  
2354327290498547563443573635454257612535432729049854  
7563443573633543272904985475634435736363486544578768  
2357458974370398356378356421454363574589743703983535  
7458974370398353574589743703983535745897437039836421  
4543677449580057347874623543272904985475634435736354  
5425761254234678765908676348654457876823574589743703  
9835637835642145436774495800787659086763486544578768  
2357458974370398356378356421454367744958005734787462  
3543272904929049854756344357363545425761254235454257  
6125423703954457876823574589743703983563783564580057

## Índice

<b>Apresentação</b>	<b>6</b>
<b>Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2023</b>	<b>8</b>
<b>Principais Destaques</b>	<b>9</b>
<b>1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS</b>	<b>12</b>
1.1. Contexto Macroeconómico Internacional	12
<b>1.2. Economia Portuguesa</b>	<b>13</b>
Caixa 1   Evolução Recente do Rating de Portugal	17
<b>1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros</b>	<b>18</b>
<b>2. Financiamento do Estado</b>	<b>21</b>
2.1. Estratégia de Financiamento	21
Caixa 2   Emissão particular de Obrigações do Tesouro subscritas pela Caixa Geral de Aposentações	25
Caixa 3   Operações de troca e recompra e alisamento do perfil de amortização	26
2.2. Mercado Secundário	27
<b>3. Ativos e Passivos do Estado</b>	<b>30</b>
3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos	30
Caixa 3   Lançamento de nova Série F de Certificados de Aforro	32
3.2. Tesouraria do Estado	34
<b>4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco</b>	<b>38</b>
4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado	38
4.2. Carteira de derivados das EPR	38
4.3. Gestão da Tesouraria	39
4.4. Indicadores de Custo	40
4.5. Indicadores de Risco	41
<b>Anexos</b>	<b>45</b>
A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2023	45
A2. Composição do Financiamento em 2023	47
A3. Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa	51
A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT	52
A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado	53
A6. Custo da Dívida Direta do Estado	54

## 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 – Evolução da notação financeira da dívida pública portuguesa .....	17
Gráfico 8 - Taxas de juro de longo prazo .....	20
Gráfico 9 - Taxas de câmbio .....	20
Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação .....	23
Gráfico 11 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade .....	23
Gráfico 12 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário (%) .....	24
Gráfico 13 – Calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazo no final dos anos 2022 e 2023 (EUR mil milhões).....	27
Gráfico 14 – Evolução da curva de OT (%) .....	28
Gráfico 15 – Taxas das OT a 2, 5, 10, 30 anos (%).....	28
Gráfico 16 – <i>Spreads</i> vs. Alemanha (10 anos) (p.b.) .....	29
Gráfico 17 – Bid-offer spread.....	29
Gráfico 18 – Negociação de OT em mercado secundário (EUR milhões) .....	29
Gráfico 19 – Negociação de BT em mercado secundário (EUR milhões).....	29
Gráfico 20 – Subscrições líquidas de Certificados de Aforro e do Tesouro .....	32
Gráfico 21 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais) (%) .....	34
Gráfico 22 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE .....	37
Gráfico 23 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado .....	39
Gráfico 24 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2023 .....	42
Gráfico 25 – Perfil de refixing no final de 2023 .....	43
Gráfico 26 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2023: Novo <i>Benchmark</i> a 15 anos .....	52

## Índice de Quadros

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2023 .....	22
Quadro 2 – Linhas emitidas na emissão particular subscrita pela CGA .....	25
Quadro 3 – Montante de recompras de títulos realizadas em 2023 .....	26
Quadro 4 – Contas de Disponibilidades .....	34
Quadro 5 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas .....	35
Quadro 6 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados .....	38
Quadro 7 – Carteira de derivados financeiros das EPR .....	39
Quadro 8 – Estimativa do custo da posição de tesouraria .....	40
Quadro 9 – Indicadores de custo em fim de ano (EUR milhões) .....	41
Quadro 10 – Indicadores de risco em fim de ano (EUR milhões) .....	44
Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública .....	45
Quadro 12 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria .....	46
Quadro 13 – Composição do financiamento .....	47
Quadro 14 – Emissão de OT via sindicato.....	47
Quadro 15 – Emissão de OT via leilão.....	48
Quadro 16 – Ofertas de troca de OT.....	48
Quadro 17 – Leilões de BT .....	49
Quadro 18 – Leilões de recompra de OT .....	49
Quadro 18 – Leilões de recompra de MTN USD .....	49
Quadro 20 – CEDIC/CEDIM .....	50
Quadro 21 – OEVT com melhor desempenho em 2023 .....	51
Quadro 22 – EBT com melhor desempenho em 2023.....	51
Quadro 23 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública).....	53
Quadro 24 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública) .....	54
Quadro 25 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais) .....	54
Quadro 26 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais) .....	55

## 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

**Durante o ano de 2023, a manutenção do conflito entre a Rússia e a Ucrânia continuou a pesar sobre a economia global, aumentando os níveis de incerteza e mantendo as pressões inflacionistas.**

Neste contexto, a economia global continuou a trajetória de abrandamento encetada no ano anterior, com o PIB global a abrandar o crescimento de 3,5% em 2022 para 3,2% em 2023, devido ao enfraquecimento expressivo do comércio internacional, bem como do investimento. Em sentido contrário, a atividade beneficiou da descida da inflação no decorrer do ano que apoiou o rendimento das famílias.

Não obstante a tendência clara de desaceleração, a inflação manteve-se em níveis historicamente elevados. Perante este cenário, os principais Bancos Centrais de referência de mercado, no cumprimento do seu mandato para garantir a estabilidade de preços, mantiveram o carácter restritivo das suas decisões de política monetária, com subidas das taxas de referência até setembro (no caso do BCE, o último a terminar o ciclo de subida de taxas, do grupo de três Bancos Centrais que inclui também a Reserva Federal dos Estados Unidos, em julho, e o Banco de Inglaterra em agosto) e redução do reinvestimento dos ativos em carteira.

**Apesar de não fugir à tendência de desaceleração, a economia portuguesa mostrou sinais de resiliência que lhe permitiram destacar-se e manter um crescimento acima da média da área do euro.**

Deste modo, depois de ter crescido 6,8% em 2022 (o registo mais elevado desde 1987), no ano de 2023, o PIB português registou um crescimento de 2,3% em termos reais. Esta evolução reflete o abrandamento de todas as componentes, em particular do consumo privado, que com abrandamento expressivo de 5,6% em 2022 para 1,6% em 2023, foi afetado pela inflação elevada e pelo aumento das taxas de juro, mas apoiado pelo mercado de trabalho robusto.

Ao nível das finanças públicas, Portugal registou um excedente orçamental de 1,2% do PIB, constituindo uma melhoria de 1,5 p.p. face ao défice de 0,3% do PIB registado em 2022.

A 31 de dezembro de 2023, o rácio da dívida pública (na ótica de Maastricht) cifrou-se em 99,1%, correspondendo ao valor mais baixo desde a crise financeira dos soberanos em 2009, e representando um decréscimo de 13,3p.p. face ao ano anterior, dos quais 9,8 p.p. resultantes do crescimento nominal do PIB, 3,4 p.p. do saldo primário positivo e 2,3 p.p. relativos aos ajustamentos défice-dívida, nos quais se inclui a utilização do excesso de caixa face ao Programa de Financiamento de 2023 para a redução da dívida nominal do Estado.

**As entradas de caixa não antecipadas, entre as quais o aumento significativo de emissões líquidas de CA/CTPC, a operação de transferência do fundo de pensões dos trabalhadores da CGD para a CGA (vide caixa 2) e a performance do excedente orçamental levaram a ajustamentos no programa de financiamento do ano, com reduções significativas no financiamento através de instrumentos de mercado e o cancelamento da emissão sindicada de uma nova linha de OT *benchmark* a 10 anos inicialmente contemplada.**

A estratégia de financiamento definida para 2023 contemplava a emissão de 2 novos *benchmarks* e a reabertura de diferentes linhas de OT através de leilão com o objetivo de providenciar liquidez ao longo da curva, num volume de emissões brutas de OT de aproximadamente EUR 19,8 mil milhões (líquidas de trocas). No programa de bilhetes de tesouro esperava-se um aumento líquido de cerca de EUR 4,3 mil milhões.

Contudo, devido ao aumento significativo das emissões líquidas de CA/CTPC (no valor de EUR 6,7 mil milhões, face à estimativa inicial de EUR 3,5 mil milhões), a ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado (no valor de EUR 5,3 mil milhões) e à redução das necessidades líquidas de financiamento do subsetor Estado, foram diminuídos os programas de emissão de OT e BT em EUR 10,4 mil milhões e EUR 8,9 mil milhões, respetivamente.

Para manter a presença em mercado e mitigar os efeitos negativos na liquidez dos títulos transacionáveis, a República executou três leilões de troca, comprando um valor nominal agregado de EUR 2,4 mil milhões de OT com amortização entre 2024 e abril de 2027 contra a emissão de OT de maturidades mais longas.

Os excedentes de tesouraria permitiram também a realização de operações de recompra de dívida (3 leilões de recompra de OT, 1 leilão de recompra da MTN denominada em USD e operações bilaterais) num montante total de EUR 5,0 mil milhões de títulos com maturidade entre fevereiro de 2024 e abril de 2027, que correspondem, nos prazos até 18 meses, à aplicação alternativa dos excedentes de tesouraria, e nos prazos até 2027, à redução do perfil de reembolso de dívida nos anos onde o programa de redução do balanço do Banco Central Europeu terá o seu maior impacto nas OT.

Com um aumento da concentração das emissões em títulos com maturidade residual superior a 9 anos, a maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2023 aumentou face aos anos anteriores, situando-se nos 15,6 anos, o que, aliado às compras de títulos com maturidade até 30 meses, levou a maturidade média do *stock* da dívida a manter-se nos 7,2 anos.

O ciclo de subida das taxas de juro de referência que têm o seu maior impacto nas taxas de juro de curto prazo, e consequentemente na dívida do Estado com taxa de juro variável (essencialmente o *stock* de Certificados de Aforro), bem como o refinanciamento da dívida transacionável a taxa fixa (OT), num contexto de taxas de juro de mercado de médio e longo prazo elevadas, levou a que o custo da dívida do Estado de MLP emitida em 2023 voltasse a aumentar face ao ano anterior, fixando-se nos 3,5%. Esta evolução traduziu-se num ligeiro aumento da taxa de juro implícita da dívida, que ascendeu a 2,0% (comparada com 1,7 % em 2022) e dessa forma inverteu a tendência de decréscimo que se vinha a registar deste 2015.

## Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2023

### 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 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, 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 Millenniumbcp Morgan Stanley Europe SE Nomura Financial Products Europe GmbH Novo Banco, S.A. Société Générale

## Principais Destaques

Em 2023, as necessidades líquidas de financiamento do Estado terão atingido EUR 3,5 mil milhões, repartindo-se por um défice orçamental em torno de EUR 0,2 mil milhões e outras necessidades de EUR 3,3 mil milhões. O decréscimo de EUR 5,8 mil milhões face a 2022 decorreu da redução de 5,6 mil milhões de EUR no défice orçamental do Estado e da redução da despesa líquida com aquisição de ativos financeiros de EUR 0,2 mil milhões.

Necessidades e fontes de financiamento em 2023 (EUR milhões)	
<b>NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO</b>	<b>19.750</b>
Défice orçamental do Estado	189
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	3.266
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	13.649
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1.500
Outras amortizações de dívida MLP	1.147
<b>FONTES DE FINANCIAMENTO</b>	<b>19.750</b>
Utilização de depósitos (excl. contas margem)	638
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	694
Emissões OT e MTN	9.393
Emissões OTRV	0
Outras emissões de dívida MLP	39
Emissões líquidas BT (excl. títulos detidos pelo FRDP)	-4.563
Emissões líquidas CA/CT	10.222
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl. contas-margem)	3.327
<b>Saldo de depósitos no final do ano (excl. contas-margem e outras aplicações)</b>	<b>5.674</b>
Saldo de contas-margem no final do ano e outras aplicações	155
<b>Saldo total de depósitos no final do ano</b>	<b>5.828</b>

Como habitual, a estratégia para o ano previa que o financiamento do ano fosse maioritariamente assegurado por emissões de OT. No entanto, a subida da Euribor a 3 meses levou a um aumento significativo das subscrições de CA. O saldo dos produtos de aforro (CA e CT) aumentou em EUR 10,2 mil milhões e representou a principal fonte de financiamento em 2023. Em face de tal evolução foi necessário reduzir o financiamento através de instrumentos de mercado, nomeadamente OT e BT. No caso das OT, as emissões totalizaram um valor de encaixe de EUR 9,4 mil milhões; no que respeita aos BT, o financiamento líquido foi negativo em EUR 4,6 mil milhões. Complementarmente, Portugal recebeu empréstimos da UE respeitantes às segunda, terceira e quarta tranches do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) no montante total de EUR 0,7 mil milhões. O saldo de depósitos no final de 2022 (cerca de EUR 6,3 mil milhões) foi marginalmente utilizado também para financiar

as necessidades em 2023 em cerca de EUR 0,6 mil milhões), fechando-se o ano com um saldo de depósitos de EUR 5,6 mil milhões (excluindo contas margem e outras aplicações).

Operações de financiamento em mercado em 2023			
	Valor nominal (EUR milhões)	Maturidade residual (anos)	Taxa média de emissão (%)
<b>EMISSIONES SINDICADAS DE OT</b>			
OT 3,5% jun 2038	3.000	15	3,69%
<b>LEILÕES DE OT</b>			
OT 1,95% jun 2029	560	6	3,18%
OT 1,65% jul 2032	2.171	9	3,30%
OT 0,9% out 2035	1.499	12	3,67%
<b>OPERAÇÕES DE TROCA DE OT</b>			
OT 0,7% out 2027	280	4	3,07%
OT 3,875% fev 2030	361	7	3,28%
OT 1,65% jul 2032	781	9	3,12%
OT 1,15% abr 2042	409	19	3,66%
OT 1% abr 2052	560	29	3,48%
<b>Colocação Privada</b>			
OT 2,25% abr 2034	179	11	3,17%
OT 4,1% abr 2037	84	14	3,38%
OT 3,5% jun 2038	473	15	3,46%
OT 1,15% abr 2042	400	19	3,50%
OT 4,1% fev 2045	1.052	22	3,49%
OT 1% abr 2052	1.484	29	3,55%
<b>EMISSIONES DE OUTROS TÍTULOS DE MÉDIO E LONGO PRAZO</b>			
<b>LEILÕES DE BT (emissões brutas, excl. FRDP)</b>			
3 meses	515	0,25	2,57%
6 meses	957	0,25	3,05%
11 meses	387	0,25	2,98%
12 meses	2.039	0,25	3,19%

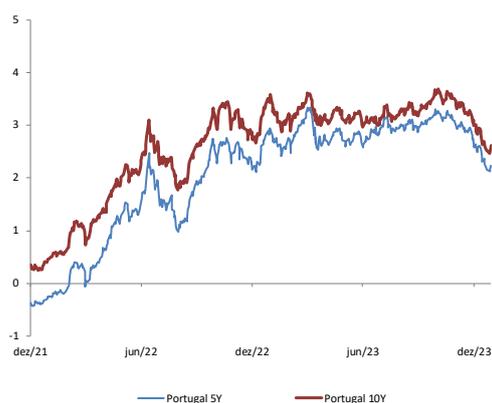
No que respeita às emissões de OT, o montante emitido incluiu uma colocação privada no valor nominal de EUR 3,7 mil milhões (EUR 3,0 mil milhões de valor de encaixe), totalmente subscrita pela CGA, realizada no cumprimento do DL 14/2023 de 24 de fevereiro (vide caixa 2).

Durante o ano de 2023, a manutenção do conflito entre a Rússia e a Ucrânia continuou a pesar sobre a economia global, prolongando a trajetória de abrandamento encetada no ano anterior, aumentando os níveis de incerteza e as pressões inflacionistas, que, mantiveram a inflação em níveis historicamente elevados, apesar de uma tendência clara de desaceleração. Neste contexto, os Bancos Centrais das principais moedas internacionais, no cumprimento do seu

mandato de garantir a estabilidade de preços, mantiveram o carácter restritivo das suas decisões de política monetária, com subidas das taxas de referência até à segunda metade do ano (o BCE terminou o ciclo de subida de taxas em setembro, enquanto que a Reserva Federal dos Estados Unidos fê-lo em julho e o Banco de Inglaterra em agosto).

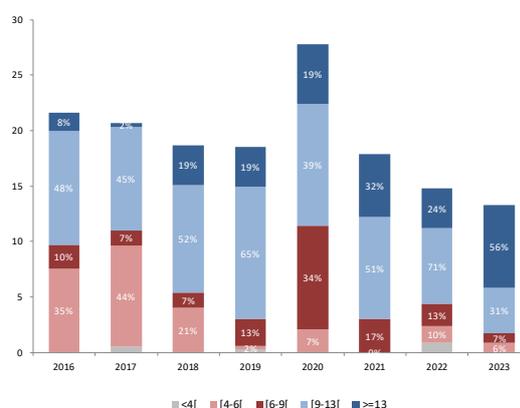
Simultaneamente, as taxas de juro da dívida portuguesa registaram, por efeito do aumento das taxas de referência, uma tendência de ligeira subida até ao início de outubro, seguida de uma descida acentuada, finalizando o ano próximo dos mínimos anuais. Este agravamento foi mitigado pelo estreitamento do prémio de risco de Portugal durante todo o ano, fechando também próximo do mínimo anual (no prazo de referência a 10 anos).

Taxas de juro das OT em mercado secundário (%)

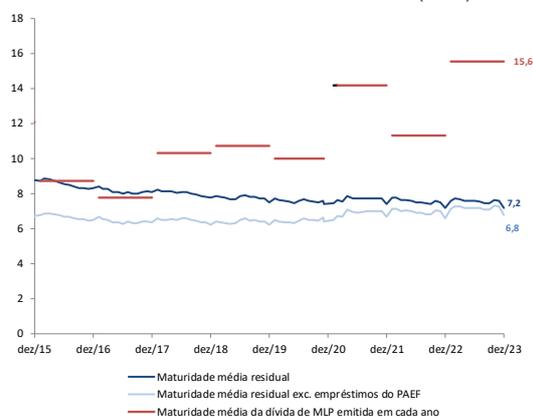


Com um aumento da concentração das emissões em títulos com maturidade residual superior a 9 anos (87% do total emitido, que compara com uma parcela de 71% em 2022) e, inversamente, uma redução na parte curta da curva (emissões nos prazos inferiores a 6 anos representaram 6% do total - vs. 16% em 2022 - acompanhada pela compra de títulos com maturidade até abril de 2027, a maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2023 aumentou face aos anos anteriores e situou-se em 15,6 anos (face aos 11,3 anos de média em 2022). Este aumento permitiu manter a maturidade média do *stock* da dívida estável nos 7,2 anos.

Emissões de dívida de MLP por maturidade (EUR mil milhões)

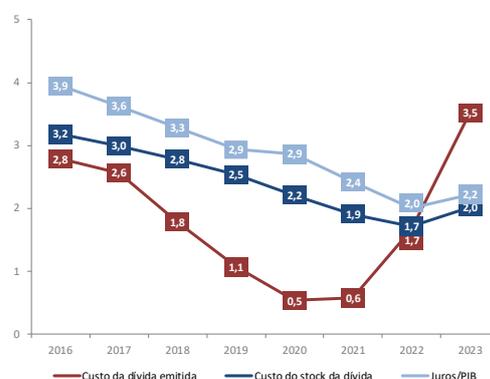


Maturidade da dívida direta do Estado (anos)



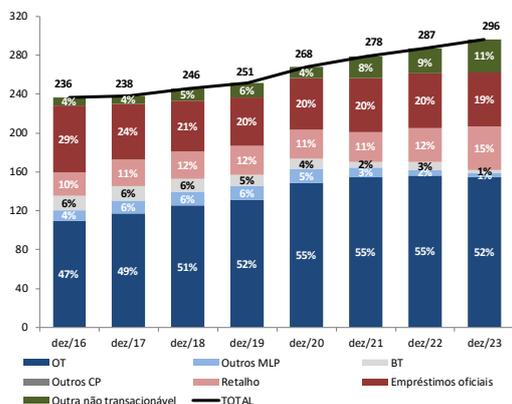
Neste contexto de aumento das taxas de juro, o custo da dívida de MLP emitida em 2023 voltou a subir face ao ano anterior, fixando-se nos 3,5%. Esta evolução traduziu-se num ligeiro aumento da taxa de juro implícita da dívida, que ascendeu a 2,0% e dessa forma inverteu a tendência de decréscimo que se registava deste 2015.

Custo da dívida direta do Estado (%)



A dívida direta do Estado aumentou EUR 8,9 mil milhões em 2023, atingindo o valor de EUR 296 mil milhões no final do ano (+3,1% face a 2022, vs. +3,1% em 2022 face a 2021).

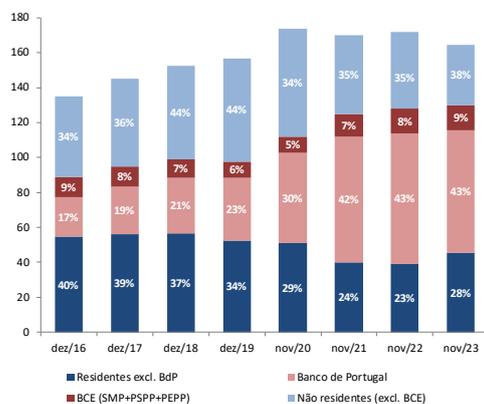
**Dívida Direta do Estado por instrumento**  
(EUR mil milhões)



Depois de cessarem as compras líquidas de ativos no âmbito do APP e do PEPP, em 2022, a partir de março de 2023 o Eurosistema deixou de reinvestir a totalidade do montante dos títulos vincendo, pelo que a carteira do APP diminuiu, em média, 15 mil milhões de euros por mês.

A partir de julho de 2023, os reinvestimentos ao abrigo do APP foram descontinuados. No caso do PEPP, apesar do fim das compras líquidas em 2022, o montante dos títulos vencidos continuou a ser reinvestido integralmente (até ao final do primeiro semestre de 2024). Em termos de detetores dos títulos de dívida emitidos pelo Estado, o Eurosistema manteve estável o seu peso relativo em torno dos 52%.

**Detetores de títulos de dívida direta do Estado**  
(EUR mil milhões)

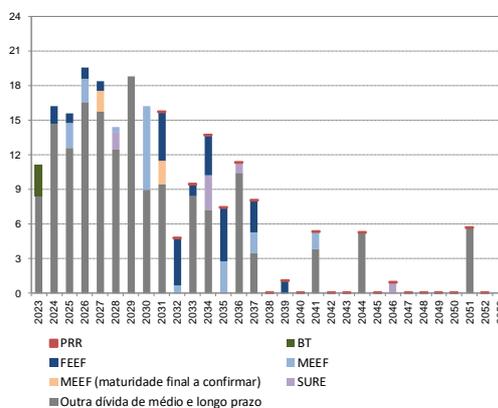


O alisamento do perfil de reembolsos continua a ser um objetivo orientador na gestão da dívida pública portuguesa, atento o seu contributo para a redução do risco de refinanciamento.

Com o objetivo de reduzir o risco de refinanciamento de curto prazo da República e suavizar o perfil de amortizações de dívida, em 2023 continuaram a ser executadas operações de recompra e troca de OT com maturidades curtas por outras com maturidades mais longas. Neste contexto, a República executou três leilões de troca, tendo recomprado um valor nominal agregado de EUR 2,4 mil milhões de OT com amortização entre fevereiro de 2024 e abril de 2027 contra a emissão de OT de maturidades mais longas. Realizaram-se também quatro leilões de recompra (de OT e da MTN denominada em USD) e operações de recompra bilateral de títulos com maturidades entre outubro de 2023 e abril de 2027, num montante total de EUR 5 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 2023, a economia mundial, num contexto de políticas monetárias restritivas, demonstrou resiliência, embora tenha prolongado a trajetória de abrandamento encetada no ano precedente. De facto, no relatório de perspetivas económicas divulgado em abril de 2024, o Fundo Monetário Internacional (FMI) estima que o crescimento do PIB global tenha abrandado de 3,5% em 2022 para 3,2% em 2023, consideravelmente abaixo da média de longo prazo (de 2000 a 2019) de 3,8%. Para esta evolução contribuiu o enfraquecimento expressivo do comércio internacional, de 5,6% em 2022 para somente 0,3% em 2023, bem como do investimento. No entanto, a atividade beneficiou da descida da inflação no decorrer do ano que apoiou o rendimento das famílias.

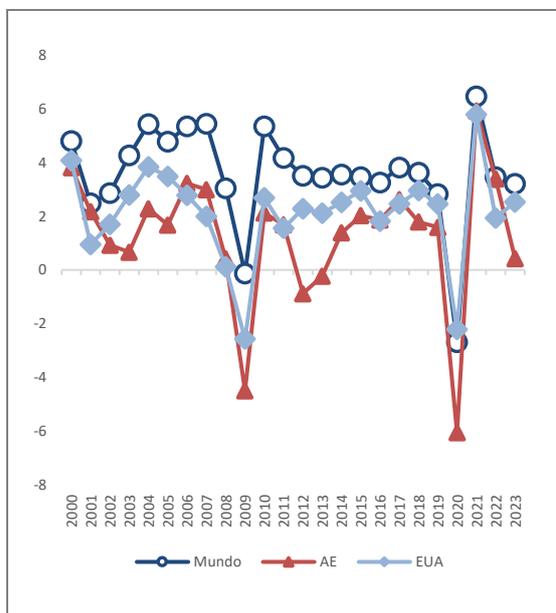
A desaceleração económica adveio do agregado de países desenvolvidos, que passou de um crescimento de 2,6% em 2022 para 1,6% em 2023. Em termos desagregados, a Área Euro observou um abrandamento expressivo, de 3,4% em 2022 para 0,4% em 2023, com a Alemanha a registar inclusivamente uma contração, com um crescimento negativo de -0,3% em 2023 (que compara com um crescimento de 1,8% em 2022), a França uma moderação, de 2,5% para 0,9%, tal como Itália, de 4,0% para 0,9%, Espanha, de 5,8% para 2,5% e Portugal, de 6,8% para 2,3%. De igual modo, o Reino Unido também evidenciou um abrandamento considerável, de 4,3% em 2022 para 0,1% em 2023. Por seu turno, os EUA apresentaram um crescimento sólido, com uma aceleração de 1,9% para 2,5%. No que se refere ao bloco emergente, este patenteou uma aceleração ligeira, de 4,1% em 2022 para 4,3% em 2023, com a China e a Índia a registarem acelerações, de 3,0% para 5,2% e de 7,0% para 7,8%, respetivamente. Já o Brasil denotou uma desaceleração marginal de 3,0% para 2,9%.

No que concerne à inflação, segundo o FMI, registou-se uma descida significativa, de 8,7% em 2022 para 6,9%, permanecendo, deste modo, em níveis elevados. Esta trajetória foi impulsionada, principalmente, pela queda dos preços de energia e, em menor medida, dos bens alimentares. Adicionalmente, o endurecimento da política monetária e o desanuviamento dos estrangulamentos nas cadeias de abastecimento também contribuíram para a moderação. Já a inflação dos serviços caracterizou-se por uma maior rigidez, ao diminuir apenas gradualmente. Concretamente, a inflação nos EUA, medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC), moderou de 8,0% em 2022 para 4,1% em 2023 e na área do euro de 8,4% para 5,4%, de acordo com o FMI.

Perante este enquadramento de inflação acima dos objetivos dos principais bancos centrais, a política monetária a nível mundial continuou a apresentar um cariz restritivo. No entanto, tendo em consideração o abrandamento económico e dos índices de preços no decorrer do ano, vários bancos centrais anunciaram que tinham atingido o pico das taxas diretoras, com destaque para a Reserva Federal norte-americana (Fed) e o Banco Central Europeu (BCE). De notar que algumas autoridades monetárias que iniciaram o ciclo de aperto monetário mais cedo, tal como o Banco Central do Brasil, encetaram, no decurso de 2023, o processo de redução das taxas de juro. Relativamente aos programas de compra de ativos, a Fed prosseguiu com a redução do balanço iniciada em meados de 2022, enquanto o BCE iniciou o não reinvestimento integral dos títulos vincendos do seu programa APP entre março e junho de 2023, tendo sido descontinuado totalmente a partir de julho de 2023.

**Gráfico 1 – Crescimento económico mundial**

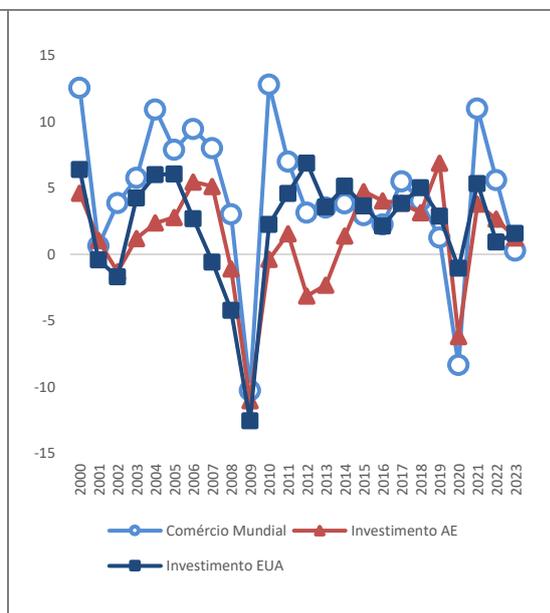
(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2024).

**Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional**

(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2024) e AMECO (novembro 2023).

O mercado de trabalho continuou a destacar-se pela robustez. Com efeito, a taxa de desemprego manteve-se em níveis baixos na maioria dos países, nomeadamente nos EUA, que permaneceu em torno de 3,6%, e na área do euro, que desceu ligeiramente de 6,7% em 2022 para 6,6% em 2023. Todavia, várias métricas do mercado laboral indicaram algum arrefecimento, designadamente a da diminuição das vagas de trabalho e a das empresas que reportam falta de trabalhadores. Ademais, o crescimento salarial, em termos nominais, deverá ter atingido o pico em vários países.

No que respeita às finanças públicas, o FMI projetava evoluções divergentes para os EUA e para a área do euro. No caso dos EUA estima uma deterioração do défice orçamental, em percentagem do PIB, de -4,1% em 2022 para -8,8% em 2023, conjuntamente com um incremento da dívida pública de 120% do PIB para 122%. Já para a área do euro aponta uma melhoria do défice orçamental, em proporção do PIB, de -3,7% em 2022 para -3,5% em 2023 e uma descida da dívida pública de 91% do PIB para 89% do PIB.

## 1.2. Economia Portuguesa

Portugal, pese embora tenha apresentado, à semelhança de outros países europeus, uma tendência de desaceleração ao longo de 2023, acabou por demonstrar alguma resiliência que permitiu destacar-se e manter um crescimento acima da média da área do euro. Deste modo, no ano, o PIB português registou um crescimento de 2,3% em volume, (o que compara com 6,8% em 2022, o registo mais elevado desde 1987, ao qual se antecedeu um crescimento de 5,7% em 2021, recuperando da queda significativa de -8,3% em 2020, o ano do impacto inicial da pandemia Covid-19). Esta evolução adveio de um contributo positivo tanto da procura interna como externa, embora nas duas componentes inferior ao ano antecedente, devido à moderação no consumo privado, investimento, exportações e importações. Mais concretamente, no primeiro semestre do ano, a procura externa líquida constituiu o principal

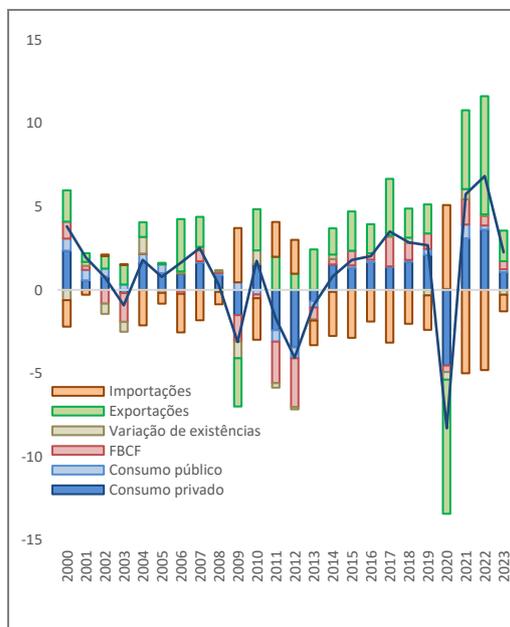
impulsionador da atividade, com o crescimento das exportações a ser superior ao das importações. A procura interna também contribuiu positivamente, porém mais moderadamente, em particular no primeiro trimestre do ano, em resultado da contração do investimento. O consumo privado evidenciou registos sólidos, próximo de 2,0%, todavia desacelerando face a 2022. Já na segunda metade do ano, a atividade foi sustentada, sobretudo, pela procura interna, tendo-se destacado a recuperação do investimento, enquanto o consumo privado, após um abrandamento pronunciado no terceiro trimestre do ano, regressou aos níveis observados no semestre anterior.

Para o agregado do ano 2023, a procura interna apresentou um contributo positivo de 1,4 p.p. (inferior aos 4,4 p.p. em 2022), tal como a procura externa de 0,9 p.p. (comparado com o contributo mais pronunciado de 2,3 p.p. em 2022). A procura interna refletiu as variações positivas de todas as componentes, embora menos acentuadas face a 2022. O consumo privado evidenciou um abrandamento expressivo de 5,6% em 2022 para 1,6% em 2023, refletindo o impacto da inflação elevada e do aumento das taxas de juro, mas apoiado pelo mercado de trabalho resiliente. De forma similar, o investimento também apresentou uma desaceleração significativa, de 3,5% em 2022 para 0,8% em 2023, impactado pelas condições financeiras mais restritivas e pela envolvente de incerteza. Neste âmbito, a formação bruta de capital fixo (FBCF) também desacelerou, de 3,0% em 2022 para 2,4% em 2023, enquanto a variação de existências apresentou um contributo de -0,3 p.p. para a variação anual do PIB (+0,1 p.p. em 2022). As exportações e as importações de bens e serviços também moderaram, de 17,4% e 11,1% em 2022, para 4,2% e 2,2% em 2023, respetivamente. A desaceleração das exportações resultou, essencialmente, da componente de serviços, a qual registou um abrandamento significativo, de 40,8% em 2022 para 10,6% em 2023, reflexo, maioritariamente, da componente do turismo que, em 2022, tinha registado um crescimento substancial associado à recuperação da atividade pós-pandemia COVID-19. Em 2023, assistiu-se a um ganho expressivo dos termos de troca, após dois anos negativos, com o deflador das importações de bens e serviços a registar uma taxa de variação de -4,0% (18,8% no ano anterior) e o das exportações de bens e serviços de 0,7% (14,5% em 2022). Este comportamento adveio, em parte, do efeito da diminuição dos preços dos bens energéticos no deflador das importações.

No que respeita ao mercado de trabalho, a taxa de desemprego registou um ligeiro aumento, em 0,4 p.p., para 6,5% em 2023, um valor, contudo, relativamente baixo para Portugal. A média anual da taxa de desemprego jovem (16-24 anos) atingiu os 20,3%, um acréscimo de 1,2 p.p. face ao ano transato. A população ativa cresceu 2,4% entre 2022 e 2023, com a taxa de atividade a ter aumentado 1,2 p.p. para 61,0%. Adicionalmente, a população empregada foi estimada em 4 979 mil pessoas, um aumento de 2,0% (97,1 mil) em relação ao ano anterior, representando o valor mais elevado desde 2011. Em consonância, a taxa de emprego a situou-se nos 57,0% (superior em 0,9 p.p. relativamente a 2022).

**Gráfico 3 - Crescimento económico, Portugal**

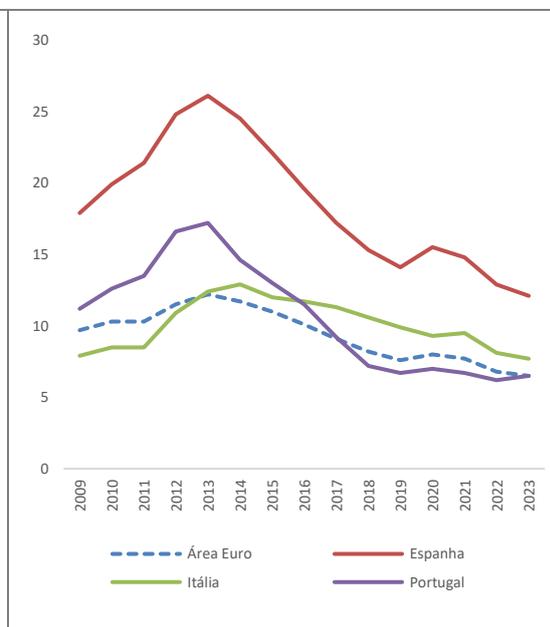
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

**Gráfico 4 -Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu**

(%)



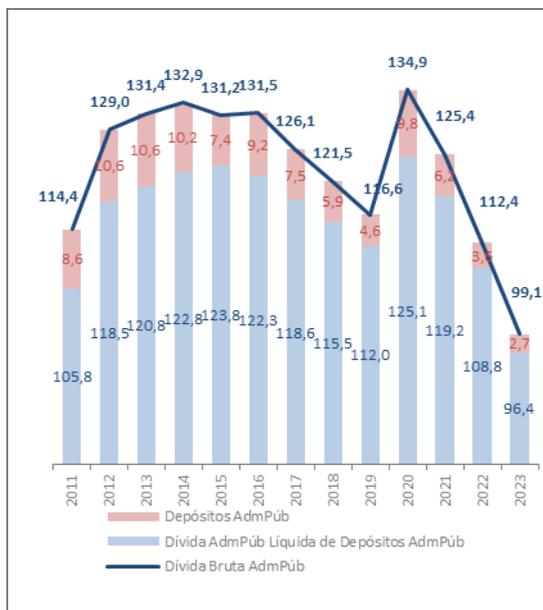
Fonte: Eurostat

Ao nível das finanças públicas, Portugal registou um excedente orçamental de 1,2% do PIB, constituindo uma melhoria de 1,5 p.p. face ao défice de 0,3% do PIB registado em 2022. Esta evolução refletiu-se num crescimento da receita de 9,0%, superior ao crescimento da despesa de 5,2%. No caso da receita, as receitas correntes cresceram 8,1%, impulsionadas, particularmente, pelos impostos sobre o rendimento e património - +10,7% - pelas contribuições sociais - +10,4%, e pelas receitas de capital - +68,9% -, em resultado da maior utilização de fundos da União Europeia, designadamente no âmbito do Plano de Recuperação e Resiliência. Por seu turno, a despesa corrente aumentou 4,6%, salientando-se o crescimento das prestações sociais de 3,4%, das despesas com pessoal de 7,6% e dos juros de 23,3%, neste caso decorrente do impacto do aumento das taxas de juro de mercado. Já a despesa de capital registou uma variação positiva de 11,1%, na qual se destaca o investimento com 17,0%. Neste contexto, o saldo primário melhorou de 1,6% do PIB em 2022 para 3,4% do PIB em 2023.

No que concerne à dívida pública (ótica de Maastricht), esta prolongou a tendência de consolidação, ao descer de 112,4% do PIB em 2022 para 99,1% do PIB em 2023, representado o valor mais baixo desde 2009.

**Gráfico 5 - Dívida de Maastricht, Portugal**

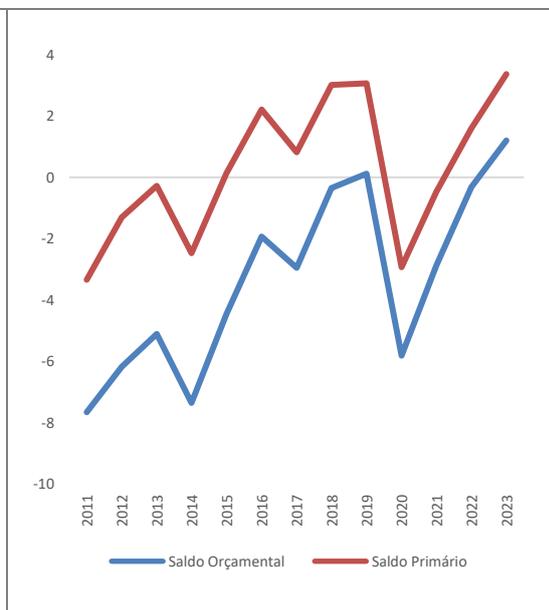
(% PIB)



Fonte: Banco de Portugal, INE

**Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal**

(% PIB)



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

Fonte: INE

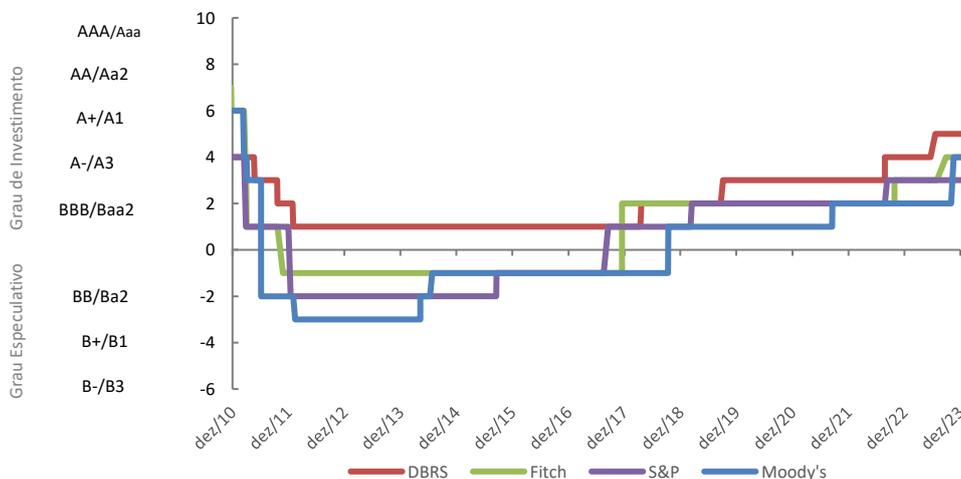
O histórico recente de crescimento económico sólido, conjugado com a consolidação das finanças públicas, resultou na melhoria da notação financeira do país pelas principais agências de rating.

## Caixa 1 | Evolução Recente do Rating de Portugal

O ano de 2023 foi marcado pela contínua melhoria da notação financeira da dívida da República Portuguesa pelas principais agências de *rating*. Com efeito, três das quatro agências privilegiadas pelos participantes em mercado, designadamente *Fitch*, *Moody's* e *DBRS*, encerraram 2023 com Portugal avaliado em grau de investimento (*Investment Grade*) igual ou superior a A-.

Esta evolução positiva do risco de crédito da dívida pública portuguesa assentou, fundamentalmente, em quatro pilares: (i) consolidação sustentada das finanças públicas, (ii) desempenho económico favorável, (iii) redução do endividamento externo e (iv) solidez do sistema bancário. Ao nível da consolidação das finanças públicas, destacou-se a melhoria do saldo orçamental, de -0,3% do PIB em 2022 para 1,2% em 2023, e a descida da dívida pública, de 112,4% do PIB em 2022 para 99,1% do PIB em 2023. Em termos da atividade, o crescimento económico apresentou registos robustos, designadamente 6,8% em 2022 e 2,3% em 2023, apoiado por um mercado de trabalho resiliente, com a taxa de desemprego a ter-se fixado em 6,1% em 2022 e em 6,5% em 2023. No que respeita à desalavancagem externa, salientou-se a melhoria da balança corrente de -1,2% do PIB em 2022 para +1,4% do PIB em 2023 e a redução da dívida externa líquida de 66,7% do PIB para 53,8% do PIB em 2023. Acresce ainda, a robustez do sistema bancário português, refletido, nomeadamente, nos níveis baixos do rácio de empréstimos *non-performing* (NPL), de 3,0% no quarto trimestre de 2022 para 2,7% no quarto trimestre de 2023, e na melhoria da rentabilidade do capital próprio (ROE), de 8,7% em 2022 para 14,8% em 2023.

Gráfico 7 – Evolução da notação financeira da dívida pública portuguesa



Fonte: DBRS, Fitch, Moody's, S&P

Perante este enquadramento, três das principais agências de *rating* reviram em alta a notação do risco de crédito de Portugal em 2023. Em julho, a agência *DBRS* procedeu a uma melhoria do *rating*, de A- com *outlook* estável para *rating* de A, e mantendo o *outlook*. De seguida, em setembro, a *S&P* manteve o *rating*, em BBB+, mas reviu favoravelmente o *outlook* de estável

para positivo. Ainda no mesmo mês, a *Fitch* reviu a avaliação de Portugal, subindo a notação em um nível para A-, com *outlook* estável. Em novembro, a *Moody's* subiu em dois níveis a notação de risco da dívida soberana, de Baa2 com *outlook* positivo para A3, com *outlook* estável. Importa notar que já em 2024, mais precisamente em março, a agência S&P subiu o rating de Portugal de BBB+ com *outlook* estável para A-, mantendo a apreciação do *outlook*, desta forma, colocando Portugal na categoria "A", de modo transversal por todas as principais agências de rating, pela primeira vez em 13 anos.

Ademais, importa assinalar que os fatores que as agências de *rating* apontam para um potencial novo ajuste em alta consubstanciavam-se em: (i) perspectivas de uma redução mais significativa do rácio da dívida pública em percentagem do PIB num contexto de continuidade da disciplina orçamental, (ii) progresso na trajetória descendente do endividamento externo, através de uma diminuição considerável do rácio da dívida externa em proporção do PIB e aumento do superavit da balança corrente e (iii) melhoria na tendência do crescimento económico, devido, nomeadamente, à implementação mais eficaz dos projetos de investimentos e das reformas macroeconómicas associadas ao PRR.

Em contraste, os fatores mencionados para um eventual ajuste em baixa prendem-se com: (i) deterioração das perspectivas sobre a trajetória do endividamento público advindo, por exemplo, da diminuição do apoio político a uma política orçamental prudente ou de condições macroeconómicas adversas e (ii) inversão da trajetória atual de declínio da dívida externa.

Importa ainda sublinhar que, já em 2024 (março) e em resultado do *upgrade* do rating da República para o nível "A" pela Moodys, S&P e Fitch, foi anunciado que a dívida pública portuguesa regressará (em novembro) ao índice FTSE Russel WGBI (*World Government Bond Index*), índice que deixou em fevereiro de 2012 na sequência do *downgrade* da República para um *rating sub-investment grade*. Este constitui um dos principais índices seguido por *asset managers* internacionais com estratégias passivas, com destaque para os investidores asiáticos deste tipo, assim suportando a estratégia de diversificação da base de investidores em dívida pública portuguesa.

### 1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

Em 2023, a inflação elevada, embora em processo de moderação, foi determinante para a condução da política monetária dos principais bancos centrais, que continuou a ser caracterizada pela restritividade.

De facto, nos EUA, a métrica de referência para a inflação, o índice de preços PCE, no final de 2022 encontrava-se a 5,4%, em variação homóloga, bastante acima do objetivo do banco central de 2,0%, tendo encerrado o ano de 2023 a 2,6%. Perante este enquadramento, a Fed incrementou o intervalo da taxa diretora, comumente designada por Fed Funds, de [4,25% - 4,50%] no final de dezembro de 2022 para o término deste ciclo de aperto monetário de [5,25% - 5,50%] em julho de 2023. Adicionalmente, prosseguiu com o plano de redução do balanço, através do não reinvestimento da totalidade dos títulos vincendos, no montante mensal de USD 60 mil milhões de "Treasuries" e de USD 35 mil milhões de "MBS".

De igual modo, na área do euro, a inflação também encerrou o ano de 2022 em níveis muito superiores ao objetivo de 2,0% da autoridade monetária, mais concretamente a 9,2% em termos homólogos, tendo moderado no decurso de 2023, para 2,9% em dezembro de 2023. Neste contexto, o BCE procedeu à subida das taxas diretoras do Eurosistema para os níveis mais elevados em cerca de 22 anos. Com efeito, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento foi incrementada de 2,50% em dezembro de 2022 para 4,50% em setembro de 2023, a de facilidade permanente de cedência de liquidez de 2,75% para 4,75% e a de facilidade permanente de depósito de 2,00% para 4,00%, tendo permanecido nestes níveis até ao final do ano. Em adição, a autoridade monetária procedeu a ajustamentos na política de reinvestimentos do programa de compra de ativos, comumente designada pela sigla inglesa APP, através da redução mensal dos reinvestimentos da carteira em EUR 15 mil milhões entre março e junho e o seu término a partir de julho. No que respeita ao programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (PEPP, na sigla inglesa), o BCE anunciou, na reunião de dezembro de 2023, que continuaria o reinvestimento integral dos títulos que maturavam durante o primeiro semestre de 2024, mas que tencionava não reinvestir, em média, EUR 7,5 mil milhões por mês na segunda metade de 2024 e pôr fim à política de reinvestimento no final de 2024. No entanto, manteve o compromisso de aplicar flexibilidade no reinvestimento do PEPP, de forma a contrariar os riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária relacionados com a pandemia. Ademais, continuou a mencionar o eventual recurso ao Instrumento de Proteção de Transmissão (vulgo TPI na sigla em inglês) para contrariar dinâmicas de mercado injustificadas e desordenadas que representem uma séria ameaça à transmissão da política monetária em todos os países da área do euro.

Neste enquadramento, a “US Libor a 3 meses” apresentou uma tendência crescente no primeiro semestre de 2023, passando de 4,8% em dezembro de 2022 para 5,5% em junho de 2023, estabilizando, posteriormente, em torno de 5,6% na segunda metade do ano. Já a Euribor a 3 meses evidenciou uma trajetória ascendente até meados de setembro de 2023, aquando do último aumento das taxas diretoras por parte do BCE, passando de 2,1% no final de 2022 para 4,0% em setembro de 2023 e permanecendo em torno desse valor no remanescente do ano.

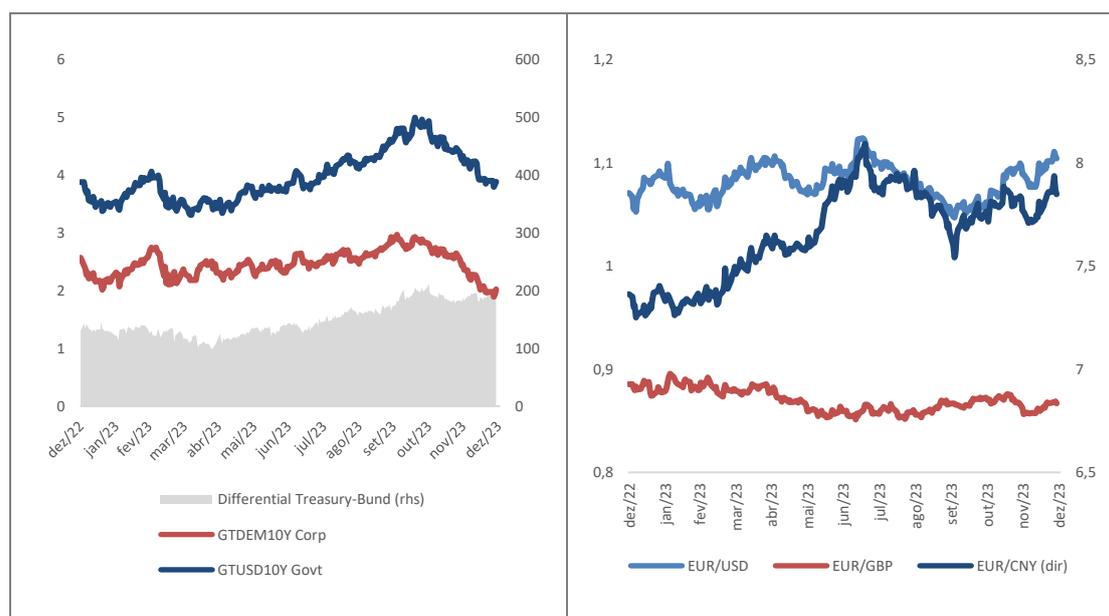
No que concerne às taxas de juro de longo prazo, tanto nos EUA como na Alemanha, o comportamento das yields das obrigações a 10 anos não foi linear ao longo de 2023. De facto, as duas regiões iniciaram o ano em queda, contudo, em meados de janeiro, encetaram uma trajetória ascendente até ao início de março, em resultado do viés restritivo da política monetária por parte da Fed e do BCE. Porém, a turbulência no setor bancário norte-americano, que culminou na falência do Silicon Valley Bank e na Europa na aquisição do Credit Suisse pelo UBS, acarretou uma descida das taxas de juro, neste caso pela aversão e fuga ao risco de mercado que estes fenómenos originaram. Posteriormente, a contenção dos riscos para a estabilidade financeira e a inflação consideravelmente acima do objetivo dos bancos centrais originaram uma nova tendência de subida das taxas de juro nos dois blocos, embora mais vincada nos EUA, entre meados de maio e o final de outubro. De seguida, as taxas de juro apresentaram um movimento de descida decorrente das expectativas pelos participantes de mercado de que as taxas diretoras tinham atingido o pico deste ciclo de aperto monetário e de que, tanto a Fed como o BCE iriam proceder a cortes das taxas de juro ao longo de 2024. Concretamente, a yield das obrigações dos EUA a 10 anos, após ter encerrado 2022 a 3,88%, atingiu o máximo do ano em meados de outubro, a 4,99%, e fechou 2023 no valor em que o iniciou, a 3,88%. Por seu turno, a yield da Alemanha a 10 anos, após ter finalizado 2022 a 2,57%, alcançou o máximo do ano no início de outubro a 2,97%, e terminou 2023 a 2,02%. Deste modo, o diferencial das taxas a 10 anos entre o EUA e a Alemanha aumentou de 131 p.b. no final de dezembro de 2022 para 186 p.b. em dezembro de 2023. De salientar que as yields a 10 anos da generalidade dos países da área do euro registou uma evolução semelhante. Ao nível dos spreads face à Alemanha, os de Itália, Espanha e Portugal estreitaram no ano, ao passarem de 213 p.b.,

108 p.b. e 101 p.b., respetivamente, em dezembro de 2022, para 167 p.b., 96 p.b. e 61 p.b. respetivamente, em dezembro. Já o diferencial de França face à Alemanha manteve-se praticamente inalterado, em torno de 54 p.b. De notar que esta convergência do spread de Portugal também se verificou comparativamente ao agregado de países comumente designado como *semi-core* - Bélgica, Áustria e França - em que o diferencial diminuiu de cerca de 44 p.b. no final de 2022 para somente 13 p.b. em dezembro de 2023.

Relativamente ao mercado cambial, o euro face ao dólar apresentou uma valorização anual de cerca de 3,0%. A moeda única foi suportada pelo cariz restritivo da política monetária do BCE, especialmente na primeira metade do ano, tendo atingido o máximo do ano em julho. Todavia, a fragilidade da atividade da área do euro condicionou a sua evolução, especialmente no terceiro trimestre do ano, no qual registou perdas, tendo recuperado no quarto trimestre de 2023. Em relação à libra esterlina, o euro evidenciou um perfil de depreciação, em torno de 2,0%. No que concerne ao renminbi, o euro apresentou uma valorização robusta, em torno de 6,5%, decorrente da divergência de políticas monetárias entre as duas regiões, dado que o BCE efetuou aumentos das taxas diretoras enquanto o banco central da China prosseguiu com uma política de flexibilização monetária para dinamizar a economia.

**Gráfico 8 - Taxas de juro de longo prazo**

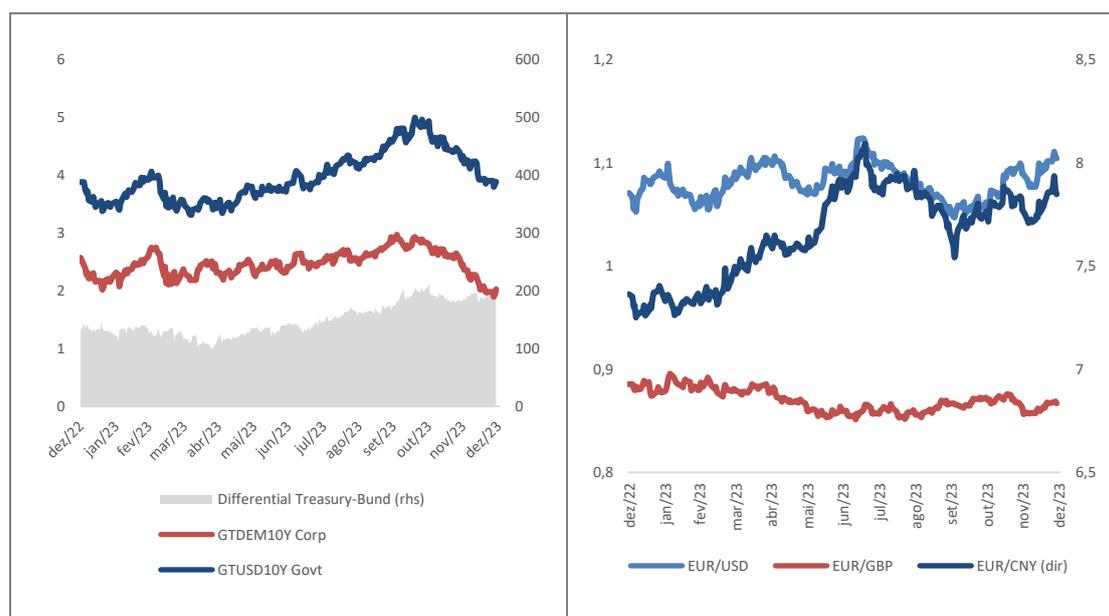
(%, esq) (p.b., dir)



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 9 - 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 2023, as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a cerca (c.) de EUR 3,5 mil milhões, o que representa uma diminuição de EUR 5,8 mil milhões comparativamente a 2022. Esta variação é explicada maioritariamente pelo défice orçamental do Estado que diminuiu c. de EUR 5,6 mil milhões.

Comparando com a previsão inicial, as necessidades brutas de financiamento foram inferiores em c. de EUR 4,1 mil milhões, explicadas pelas seguintes variações: (i) redução das necessidades líquidas de financiamento (que foram inferiores em cerca de EUR 8,9 mil milhões), proveniente de uma melhor execução orçamental, que resultou num défice orçamental abaixo do estimado inicialmente (em c. de EUR 5,7 mil milhões) e da diminuição da rubrica “aquisição líquida de ativos financeiros do Estado” em c. de EUR 3,2 mil milhões, (ii) do aumento do montante de amortizações de OT face ao montante inicialmente projetado (explicado pela realização de dois leilões de recompra de OT com maturidades posteriores a 2023, no valor de aproximadamente EUR 2,0 mil milhões), (iii) do efeito líquido de operações de troca (no valor de aproximado de EUR 0,5 mil milhões), (iv) da recompra bilateral de OT com maturidades posteriores a 2023 (no valor aproximado de EUR 1,1 mil milhões) e (v) da amortização de outra dívida MLP (no montante de EUR 1,1 mil milhões, maioritariamente recompra de MTN) acima do projetado. O saldo total de depósitos no final do ano totalizou EUR 5,7 mil milhões (excluindo contas-margem) em linha com a revisão do Programa de Financiamento em março de 2023.

A estratégia de financiamento definida para 2023 contemplava a emissão de 2 novos *benchmarks* 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 19,8 mil milhões (líquidas de trocas). No programa de bilhetes de tesouro esperava-se um aumento líquido do programa de c. de EUR 4,3 mil milhões. Contudo, devido ao aumento significativo das emissões líquidas de CA/CT (de EUR 6,7 mil milhões face à estimativa inicial de EUR 3,5 mil milhões), a ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado (no valor de EUR 5,3 mil milhões), ao aumento acima do estimado inicialmente do montante de financiamento proveniente dos empréstimos oficiais (no valor de cerca EUR 350 milhões) e ao uso de depósitos, diminui-se: (i) o programa de BT em c. de EUR 8,9 mil milhões, suprimindo os leilões de maio, junho, agosto, setembro, outubro e novembro e reduzindo o montante previsto dos leilões de março e julho e (ii) o programa de OT em aproximadamente EUR 10,4 mil milhões, deixando de se realizar o lançamento de uma nova linha *benchmark* a 10 anos.

O empréstimo oficial ao abrigo do programa PRR, contribuiu com EUR 0,7 mil milhões para as fontes de financiamento do Estado em 2023.

**Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2023**

(EUR milhões)	Prog Fin 2023 <sup>1)</sup>	Execução (P)	Diferença
<b>NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO</b>	<b>23,887</b>	<b>19,750</b>	<b>-4,137</b>
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>12,361</b>	<b>3,455</b>	<b>-8,906</b>
Défice orçamental do Estado	5,926	189	-5,737
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	6,435	3,266	-3,169
Operações pontuais	0	0	0
<b>Amortizações de dívida MLP</b>	<b>11,526</b>	<b>16,296</b>	<b>4,770</b>
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	10,026	13,649	3,623
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1,500	1,500	0
Outras amortizações de dívida MLP	0	1,147	1,147
<b>FONTES DE FINANCIAMENTO</b>	<b>23,887</b>	<b>19,750</b>	<b>-4,137</b>
Utilização de depósitos (excl contas margem)	-2,039	638	2,677
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	348	694	346
Emissões OT e MTN	19,770	9,393	-10,377
Emissões OTRV	0	0	0
Outras emissões de dívida MLP	0	39	39
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	4,327	-4,563	-8,890
Emissões líquidas CA/CTPC	3,500	10,222	6,722
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	-2,019	3,327	5,346
<b>Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem e outras aplicações)</b>	<b>7,970</b>	<b>5,674</b>	<b>-2,297</b>
Saldo de contas-margem no final do ano e outras aplicações	700	155	-545
<b>Saldo total de depósitos no final do ano</b>	<b>8,670</b>	<b>5,828</b>	<b>-2,842</b>

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*).

<sup>1)</sup> O saldo total de depósitos a 31 de dezembro de 2022 foi de EUR 6 980 milhões.

Fonte: IGCP

Tipicamente, a execução bem-sucedida do programa de financiamento assenta 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 aproveitar a procura crescente dos investidores pela dívida pública portuguesa. Contudo, o programa de financiamento ficou condicionado pela evolução das subscrições dos CA durante a primeira metade do ano e pela redução das necessidades líquidas de financiamento, que acabaram por condicionar a execução do programa de financiamento durante 2023. A redução do programa de OT foi compensada pela realização de leilões de trocas em maio, junho e outubro e pela realização de leilões de recompras (março, novembro e dezembro) de forma a manter uma presença no mercado de OT e aumentar a liquidez de mercado. Realizaram-se ainda leilões de recompra (março, novembro e dezembro) de forma compensar o aumento de subscrições CA e compras bilaterais de dívida no final de 2023 por utilização dos elevados excedentes de tesouraria.

A execução do programa de financiamento beneficiou ainda da promoção da dívida pública portuguesa junto de intermediários financeiros e investidores internacionais: em 2023, o IGCP prosseguiu com a

disponibilização frequente de informação ao mercado, nomeadamente em inúmeras reuniões com investidores finais e agências de *rating*, e manteve o aconselhamento e contacto regular com os operadores especializados de mercado (OEVT e EBT).

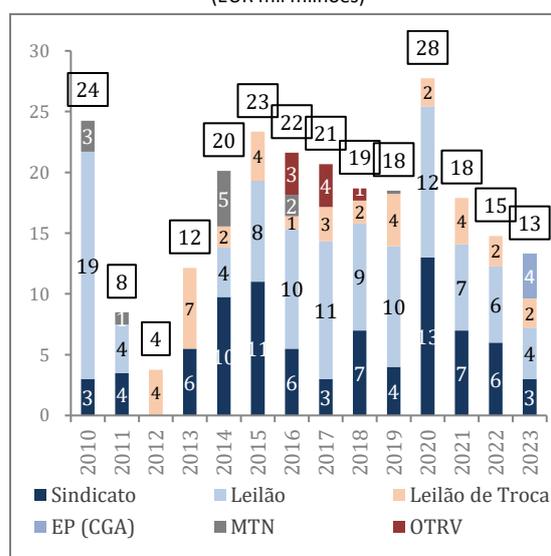
A interação com investidores ao longo de 2023 evidenciou a confiança mantida na dívida portuguesa, nomeadamente face ao comportamento favorável e consistente dos dados macroeconómicos e orçamentais. A credibilidade acrescida manifestou-se no *upgrade* para o nível A por parte da agência DBRS, para o nível A- por parte da Fitch e para o nível A3 por parte da Moody's.

Em 2023, o financiamento bruto de médio e longo prazo em mercado ascendeu sensivelmente a EUR 13,3 mil milhões (valor nominal), tendo EUR 3,7 mil milhões (28%) sido emitidos por emissão particular para a CGA (vide caixa 2), EUR 3,0 mil milhões (22%) através de operações sindicadas de OT, EUR 4,2 mil milhões (32%) através de leilões de OT e EUR 2,4 mil milhões (18%) através de operações de troca de OT. A título de referência, em 2022, o volume total de emissões de OT foi de EUR 14,8 mil milhões (em valor nominal) realizadas através de emissões sindicadas, de leilões regulares e de leilões de troca que ascenderam a EUR 6,0 mil milhões (41%), EUR 6,3 mil milhões (42%) e EUR 2,5 mil milhões (17%), respetivamente.

Devido a um elevado montante de subscrições de CA, à emissão particular para a CGA (vide caixa 2) e a uma melhor execução orçamental que o antecipado no Orçamento de Estado, foram suprimidos uma emissão sindicada, do *benchmark* a 10 anos, e os leilões de maio, junho, outubro e novembro, sendo substituídos por leilões de troca em maio, junho e em outubro, de forma a manter um padrão regular de presença em mercado, apontando para a realização de um leilão por mês.

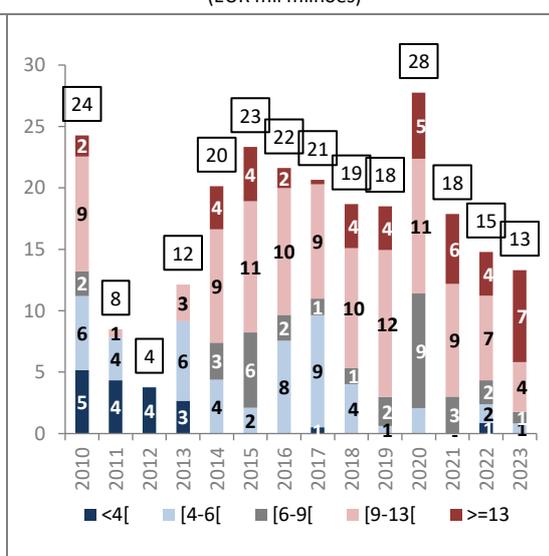
Como habitualmente, o primeiro semestre teve um peso superior na angariação do financiamento anual, correspondendo a 80% do total emitido, contabilizando as ofertas de troca de OT (ou 82% excluindo ofertas de troca), devido principalmente ao lançamento de um novo título a 15 anos em janeiro, através de sindicato bancário e à emissão privada para a CGA. No terceiro trimestre, o montante emitido foi de EUR 2 mil milhões. No quarto trimestre, o montante emitido foi de EUR mil milhões, tendo sido apenas realizado uma oferta de troca em outubro.

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



Fonte: IGCP

**Gráfico 11 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade**  
(EUR mil milhões)

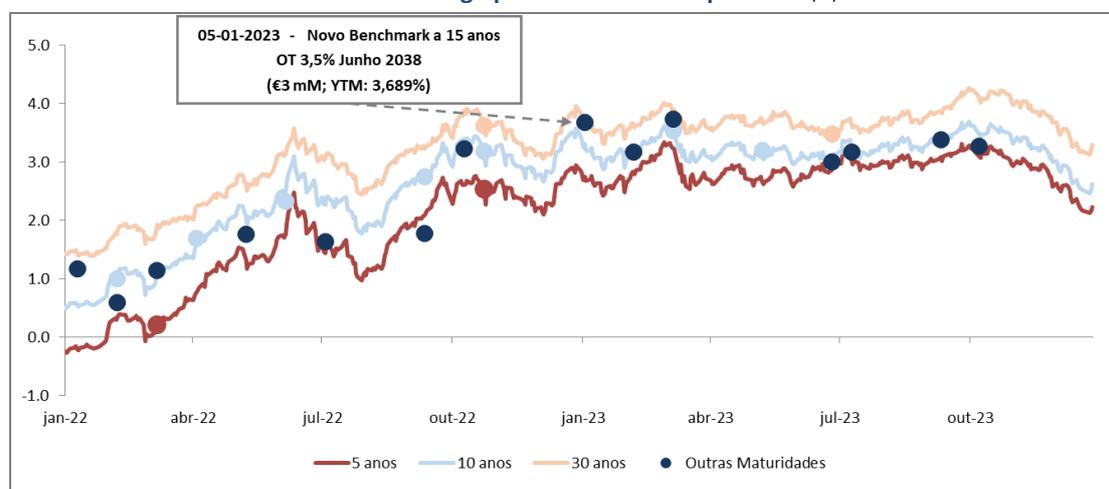


Fonte: IGCP

Em 2023, 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), de outras entidades públicas, e dos gestores de fundos, e com um aumento face a 2022. Geograficamente, destaca-se a presença da tríade França, Itália e Espanha e do Reino Unido.

As emissões com maturidade residual superior a 9 anos representaram 87% do total emitido, que compara com uma parcela de 71% em 2022. Em contraste, na parte curta da curva (inferior a 6 anos) emitiu-se 6% do total (16% em 2022).

**Gráfico 12 – 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 2023 situou-se em 15,6 anos, superior ao registado em 2022 (11,3 anos). Com este efeito, a maturidade média do *stock* da dívida subiu ligeiramente para 7,7 anos em outubro de 2023 (incluindo empréstimos oficiais).

A estratégia ativa de gestão de dívida beneficiou ainda da manutenção de reservas de liquidez prudentes, o que não só reduz o risco de refinanciamento em períodos de maior volatilidade de mercado, como também possibilita a gestão do perfil de reembolso da dívida através de operações de troca de maturidades. Em 2023, prosseguiu-se a estratégia de alisamento do perfil de amortizações, com foco nos anos de 2024, 2025, 2026 e 2027, contribuindo para a redução do risco de refinanciamento num contexto de alteração da política de compra líquida de ativos por parte do BCE. Ao longo do ano realizaram-se recompras de dívida, através de leilões de recompra e recompras bilaterais bem como leilões de troca de OT quando considerado adequado face às condições e procura de mercado.

## Caixa 2 | Emissão particular de Obrigações do Tesouro subscritas pela Caixa Geral de Aposentações

No cumprimento do disposto no Decreto-Lei nº 14/2023, de 24 de fevereiro, em 2023 foi realizada uma emissão particular de OT integralmente subscrita pela CGA.

O supramencionado diploma determinou a transferência para a Caixa Geral de Aposentações (CGA) das responsabilidades asseguradas através do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos indicadas no artigo 1º do diploma e a extinção desse Fundo.

O mesmo diploma determinou ainda que o valor transferido pela Caixa Geral de Depósitos, SA para a Caixa Geral de Aposentações como compensação da referida transação fosse aplicado na subscrição, pela CGA, de uma carteira de Obrigações do Tesouro (OT) de linhas existentes, com maturidades correspondentes à previsão das responsabilidades transferidas.

Em execução dessa previsão legal, o IGCP realizou uma emissão particular das seguintes linhas de OT, no montante nominal global de EUR 3,7 mil milhões:

### Quadro 2 – Linhas emitidas na emissão particular subscrita pela CGA

Título	Maturidade	Cupão	Montante nominal emitido (€)	Taxa média de emissão
OT 2,25% ABR 2034	18/04/2034	2,25%	178.610.023	3,17%
OT 4,10% ABR 2037	15/04/2037	4,10%	83.892.665	3,38%
OT 3,50% JUN 2038	18/06/2038	3,50%	473.397.732	3,46%
OT 1,15% ABR 2042	11/04/2042	1,15%	399.649.838	3,50%
OT 4,10% FEV 2045	15/02/2045	4,10%	1.052.348.887	3,49%
OT 1,00% ABR 2052	12/04/2052	1,00%	1.484.379.981	3,55%
<b>Total</b>			<b>3.672.279.126</b>	

Fonte: IGCP

### Caixa 3 | Operações de troca e recompra e alisamento do perfil de amortização

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.

Beneficiando, em 2023, da redução acentuada das necessidades líquidas de financiamento (fruto da evolução positiva da execução orçamental), do aumento significativo das subscrições líquidas de produtos de retalho (CA/CTPC), e de ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado, foi possível, paralelamente à redução do programa de financiamento em instrumentos de mercado (OT e BT), executar operações de recompra e troca de títulos com maturidades curtas por outras com maturidades mais longas, com o objetivo de reduzir o risco de refinanciamento de curto prazo da República num contexto de alteração da política de compra líquida de ativos pelo BCE e suavizar o perfil de amortizações de dívida.

Neste contexto, a República executou:

- i) três leilões de troca, tendo recomprado um valor nominal agregado de EUR 2,4 mil milhões de OT com amortização entre 2024 e abril de 2027 contra a emissão de OT de maturidades mais longas;
- ii) três leilões de recompra de OT com maturidades entre 2023 e abril de 2027, antecipando amortizações no valor total de 2,6 mil milhões de euros;
- iii) um leilão de recompra da MTN denominada em USD, e maturidade em outubro de 2024, no montante de cerca de EUR 50 milhões; e,
- iv) operações de recompra bilateral de títulos com maturidades no mesmo intervalo de anos com um montante total de EUR 2,3 mil milhões.

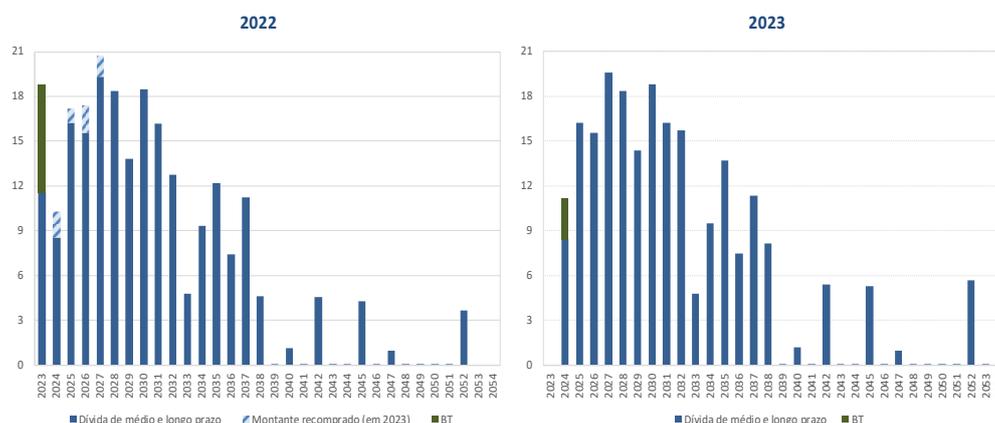
#### Quadro 3 – Montante de recompras de títulos realizadas em 2023

(EUR milhões)	Leilões de recompra	Leilões de troca	Recompras bilaterais	Total
<b>2023</b>	-662			<b>-662</b>
<b>2024</b>	-1.389	-603	-503	<b>-2.496</b>
<b>2025</b>	-198	-486	-255	<b>-939</b>
<b>2026</b>	-249	-164	-1.436	<b>-1.849</b>
<b>2027</b>	-150	-1.138	-125	<b>-1.413</b>
<b>Total de recompras</b>	<b>-2.648</b>	<b>-2.391</b>	<b>-2.319</b>	<b>-7.359</b>

Fonte: IGCP

Estas operações permitiram a redução de montantes elevados de amortizações, em particular da OT com maturidade em fevereiro de 2024, mas também nos anos seguintes até abril de 2027.

**Gráfico 13 – Calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazo no final dos anos 2022 e 2023 (EUR mil milhões)**



Fonte: IGCP

## 2.2. Mercado Secundário

No mercado secundário de dívida soberana, as taxas de juro da dívida portuguesa tiveram uma ligeira tendência de subida até ao início de outubro, seguido de uma descida acentuada para finalizar o ano próximo do mínimo anual. O prémio de risco teve um estreitamento durante todo o ano, fechando também próximo do mínimo anual (no prazo de referência a 10 anos). Em 2023, assistiu-se a uma deterioração das condições de liquidez face a 2022, e que já se vinha a verificar desde 2021. Apesar de alguma volatilidade, as *bid-offer spreads* em 2023 mantiveram-se próximos dos níveis observados no final de 2022. A taxa de juro da dívida pública portuguesa no prazo de referência a 10 anos desceu de 3,44% no início de 2022 para 2,63% no final do ano, uma descida que reflete a expectativa de descida de taxas por parte do BCE em 2024. A tendência foi comum aos restantes pontos da curva, embora tenha sido mais acentuada nos 10 anos, tendo-se observado uma diminuição da inclinação da curva face ao período homólogo.

Em termos relativos, o diferencial de custo da dívida pública portuguesa face à Alemanha manteve uma tendência de descida ao longo de todo o ano, à semelhança de Espanha, mas com uma descida mais acentuada. Em Itália observou-se igual tendência de descida, mas com mais volatilidade do que em Portugal e Espanha. No prazo de referência a 10 anos, Portugal terminou 2023 (+61 p.b.) num nível inferior ao verificado no início de 2023 (+100 p.b.). O diferencial face a Itália para a mesma maturidade estreitou cerca de 4 p.b, fixando-se em -107 p.b. no final de 2023 (ou seja, a diferença entre os dois soberanos diminuiu ao longo do ano, ainda que com a curva portuguesa num nível absoluto de taxas de juro consideravelmente inferior à italiana). Em relação a Espanha, o diferencial alargou substancialmente entre o final de 2022 (-7 p.b) e o final de 2023 (-36 p.b.).

No que respeita à liquidez do mercado secundário observaram-se níveis bastante inferiores a 2022, com uma diminuição significativa dos volumes médios diários transacionados de OT nas plataformas e no mercado *over-the-counter* face a 2022, com *bid-offer spreads* elevados durante todo o ano. Esta redução da liquidez deveu-se essencialmente à incerteza em relação à evolução da inflação em 2023 e respetiva ação do BCE. A redução do programa de OT (em contrapartida do aumento dos CA) e consequentemente menos emissões de OT, levou também à redução do montante de transações. Em 2023, os volumes médios diários atingiram o nível de EUR 407 milhões, o que contrasta com EUR 597 milhões registados em 2022, já por si um valor baixo em relação ao histórico dos últimos anos.

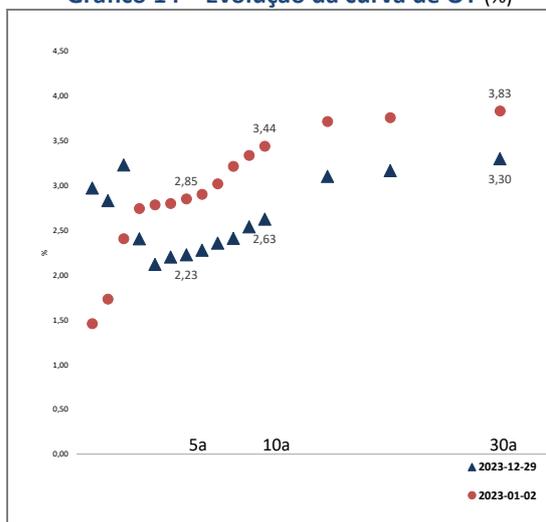
A concentração do fluxo no mercado secundário é ainda significativa, dado que os cinco maiores bancos OEV detiveram em 2023 uma quota de mercado de 50%. Este registo mantém-se num nível semelhante a 2022 (registou um valor de 51%) e representa uma subida face a 2021 (47%). Considerando um horizonte temporal 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 218 milhões em 2022 para EUR 118 milhões em 2023. Analisando as transações nas plataformas, a tendência foi igualmente de descida, com o volume médio diário a diminuir de EUR 134 milhões em 2022, para EUR 82 milhões em 2023.

As taxas de emissão de BT tiveram uma trajetória de subida durante todo o ano. O custo médio de emissão anual de BT correspondeu a 2,94% em 2023, superior quer à referência homóloga quer ao observado em 2021 (0,06% e -0,55%, respetivamente).

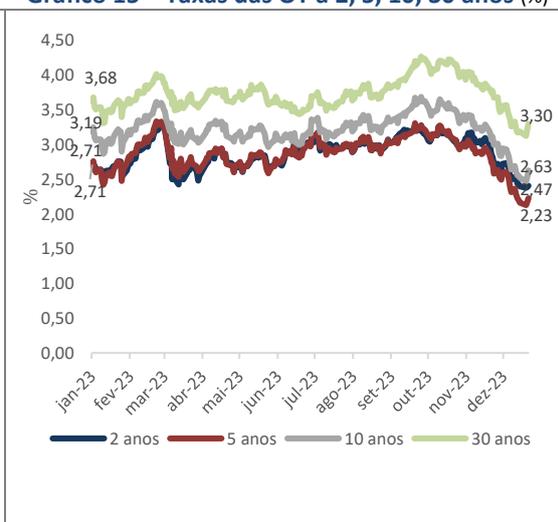
Devido ao aumento significativo das subscrições líquidas de CA durante 2023 a estratégia de emissão de BT teve de ser ajustada: foram abertas apenas três linhas (janeiro, março e julho) em comparação com as normais seis que se tem vindo a verificar nos últimos anos.

Gráfico 14 – Evolução da curva de OT (%)



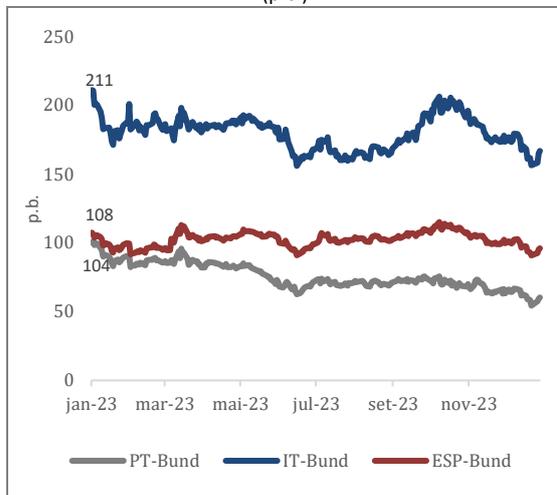
Fonte: Bloomberg

Gráfico 15 – Taxas das OT a 2, 5, 10, 30 anos (%)



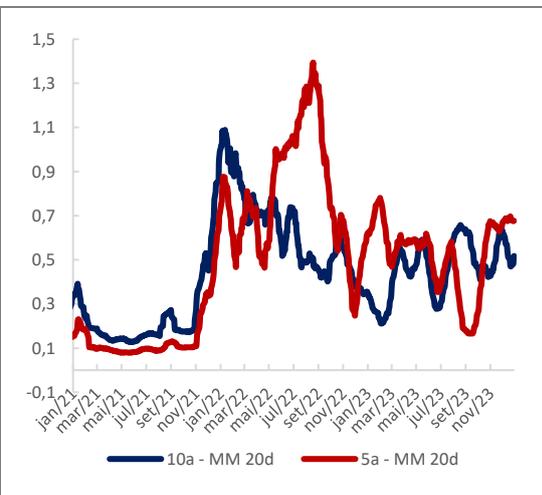
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 16 – Spreads vs. Alemanha (10 anos)**  
 (p.b.)



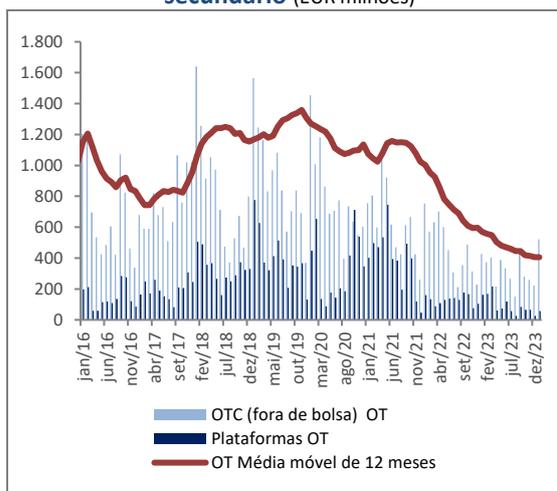
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 17 – Bid-offer spread**



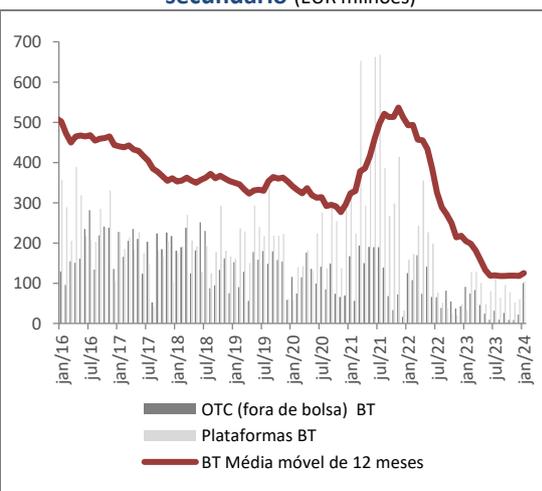
Fonte: IGCP

**Gráfico 18 – Negociação de OT em mercado secundário (EUR milhões)**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 19 – 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 2023, o saldo da dívida direta do Estado avaliado ao câmbio de final de período cifrou-se em EUR 296,0 mil milhões (ver quadro 22, no Anexo 5), o que representa um aumento de EUR 8,9 mil milhões face ao verificado em 2022 (3,1%). A variação anual decorre essencialmente do aumento do saldo de Certificados de Aforro em EUR 14,4 mil milhões (contributo 5,0 p.p.) e de CEDIC com mais EUR 8,4 mil milhões (contributo de 2,9 p.p.), parcialmente compensados pelo decréscimo nos saldos de OT em EUR 2,1 mil milhões (contributo de -0,7 p.p.), de BT com diminuição de EUR 4,8 mil milhões (contributo de -1,7 p.p.), de Certificados do Tesouro em EUR 4,2 mil milhões (-1,5 p.p.), redução do empréstimo EFSM em EUR 1,5 mil milhões (-0,5 p.p.) e decréscimo de EUR 1,2 mil milhões em MTN, dos quais EUR 0,8 mil milhões de MTN denominada em euros, e EUR 0,5 mil milhões de MTN denominada em USD.

Em 2023, o peso dos instrumentos de retalho (CA e CT) registou um acréscimo significativo, ao passar de 12,1% para 15,2%, refletindo uma aceleração nas subscrições líquidas dos CA, com níveis mais elevados, em particular no primeiro semestre de 2023, em linha com o que já vinha a acontecer desde o segundo trimestre de 2022. No entanto, a partir da segunda metade de 2023, procedeu-se ao encerramento da série E de CA a novas subscrições, e ao lançamento da nova série F, com alteração das condições de remuneração, nomeadamente, a eliminação do spread de 1% sobre a taxa Euribor a 3 meses e a diminuição do *cap* da taxa de remuneração (antes de prémios de permanência), de 3,5% para 2,5%. Consequentemente, as subscrições líquidas de CA diminuíram, consideravelmente, ao longo do ano mitigando o desvio face ao Programa de Financiamento de 2023. Por outro lado, observou-se um volume extraordinário de reembolso dos CT – EUR 4,3 mil milhões - cuja taxa de remuneração passou a estar desfasada das taxas de juro de mercado. O volume de emissões líquidas destes instrumentos (CA/CT) fixou-se então em EUR 10,2 mil milhões, no conjunto de 2023, correspondente a subscrições brutas de produtos a retalho de EUR 16,6 mil milhões e reembolsos e resgates no valor de EUR 6,4 milhões.

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 11,3 mil milhões, traduzindo-se numa emissão líquida negativa de EUR 4,3 mil milhões, com o peso relativo das OT no stock de dívida (valor nominal) a fixar-se em 52,2% em 2023 (face a 54,5% no final de 2022). Incorporando na análise o saldo de OTRV, de MTN e Outras Obrigações em euros, o peso relativo da dívida transacionável de médio e longo prazo emitida em euros fixou-se em 52,8% (que compara com 55,5% em 2022).

No que respeita à dívida de curto prazo (em euros), observou-se um aumento do saldo vivo em torno de EUR 3,0 mil milhões em 2023, explicado sobretudo pela evolução dos CEDIC, que registaram um incremento líquido de EUR 8,4 mil milhões. Esta evolução foi contrabalançada pela diminuição nos BT e Contas Margem no âmbito de operações de derivados para cobertura de risco de taxa de juro e cambial, as quais registaram uma redução líquida de EUR 4,8 mil milhões e EUR 0,7 mil milhões, respetivamente. Assim, assistiu-se a um aumento do peso relativo dos instrumentos de dívida de curto prazo em 0,7 p.p., fixando-se nos 10,9% no final de 2023.

O peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo empréstimos oficiais) diminuiu ligeiramente em 2023, passando de 1,0% para 0,8% do total, refletindo sobretudo a amortização, por via de recompras, do MTN denominada em USD (no montante de USD 0,4 mil milhões).

Os empréstimos oficiais (englobando PAEF, SURE e os empréstimos no âmbito do Plano de Recuperação e Resiliência - PRR) registaram um decréscimo no peso relativo no stock da dívida, passando de 19,6%, em 2022, para 18,8% no final de 2023. Esta diminuição reflete, essencialmente, a redução do saldo vivo do MEEF, com o pagamento de uma tranche que atingiu a maturidade este ano, no montante de EUR 1,5 mil milhões, que mais do que compensou o incremento verificado no saldo do empréstimo do PRR, com o desembolso da segunda tranche em fevereiro (EUR 109 milhões) e da terceira e quarta tranches em dezembro (EUR 585 milhões).

O efeito cambial favorável de cobertura de derivados (líquido) diminuiu, significativamente, em 2023, de EUR 627 milhões em 2022, para EUR 9 milhões em 2023, uma vez que os derivados existentes foram substituídos por novas operações, que a 31 de dezembro de 2023 tinham valor de mercado inferior ao valor de mercado dos derivados vivos no final de 2022. Após cobertura de derivados, o saldo da dívida direta do Estado fixou-se então em EUR 296 mil milhões registando, assim, um acréscimo de EUR 9,6 mil milhões face a 2022.

## Caixa 4 | Lançamento de nova Série F de Certificados de Aforro

A subida rápida e acentuada das taxas de juro do mercado monetário, iniciada em 2022 com a inversão do ciclo de política monetária pelo Banco Central Europeu, provocou um desalinhamento entre a remuneração dos certificados de aforro “série E” e a remuneração dos CT e as restantes fontes de financiamento da República Portuguesa.

Este desalinhamento refletiu-se num crescimento significativo das subscrições dos certificados de aforro a partir do 4º trimestre de 2022, apenas marginalmente compensado com o maior volume de resgates dos CT, o que levou à revisão, em baixa, dos programas de financiamento em mercado de 2022 e 2023.

Com efeito, as subscrições líquidas de produtos de aforro atingiram um valor máximo histórico de EUR 10,6 mil milhões no primeiro semestre de 2023, sobretudo dos certificados de aforro ‘série E’, que apresentava uma remuneração inicial de Euribor a 3 meses acrescida de um spread de 1% (limitada a 3,5%), à qual se somam prémios de permanência.

**Gráfico 20 – Subscrições líquidas de Certificados de Aforro e do Tesouro**



Fonte: IGCP e Bloomberg

A 2 de junho foi publicada, em Diário da República, a Portaria n.º 149-A/2023, que criou a nova série de certificados de aforro, designada “série F”, com maturidade de 15 anos (mais 5 anos do que a série anterior). A criação desta nova série, adaptada ao contexto de mercado da altura, procurou corrigir o desalinhamento verificado entre a remuneração da “série E” e as fontes de financiamento alternativas do Estado, bem como garantir o equilíbrio entre os objetivos definidos para a gestão da dívida pública e o inventivo à poupança de longo prazo das famílias.

A remuneração dos certificados de aforro da “série F” foi revista para Euribor 3 meses, com mínimo de 0% e máximo de 2,5%, e foi introduzida uma estrutura de prémios de permanência crescente e

mais atrativa: a partir do 2º ano, os aforristas passam a beneficiar de um prémio de 0,25 pontos percentuais, que aumenta até 1,75 pontos percentuais nos últimos 2 anos.

Adicionalmente, o montante mínimo de investimento foi reduzido para 100 euros (compara com um mínimo de 1.000 euros na série anterior), permitindo-se, a partir daí, subscrições em múltiplos de 10 euros, e limitou-se o valor de subscrições a 50 mil euros (foi fixado um limite combinado de certificados de aforro das séries E e F em 250 mil euros).

Por último, com a publicação da Portaria n.º 149-A/2023, passou a ser possível a subscrição de Certificados de Aforro através de instituições financeiras ou de pagamentos inscritas no Banco de Portugal que vierem a ser indicadas para o efeito pelo IGCP. A 14 de março de 2024, o Banco de investimento Global (BiG) passou a distribuir os produtos de aforro do Estado, juntando-se aos CTT, aos Espaços Cidadão e ao AforroNet.

### **Encargos correntes da dívida**

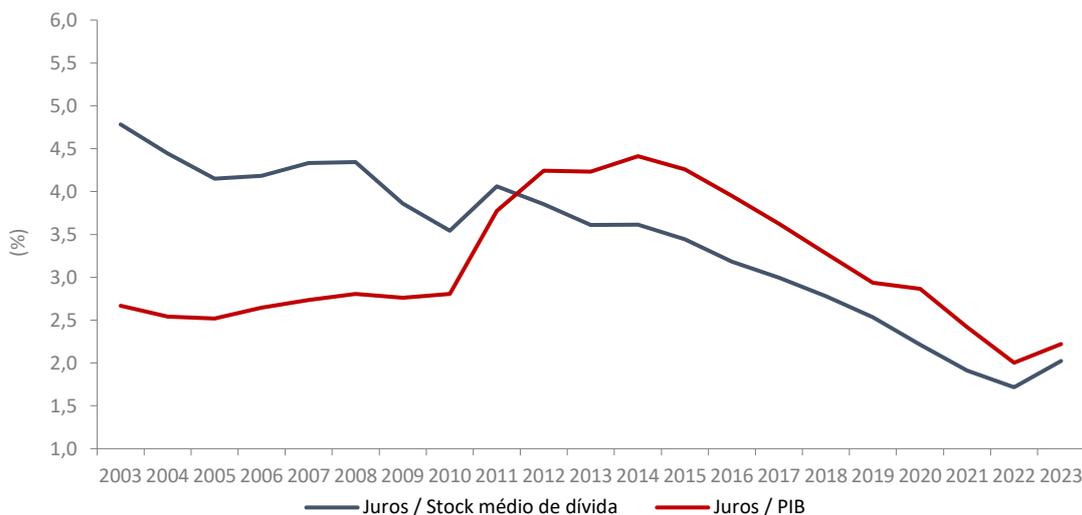
Em 2023, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em EUR 6,7 mil milhões, denotando um aumento de EUR 575 milhões face ao ano anterior (ver quadro 23, no Anexo 6). De salientar que este acréscimo foi parcialmente compensado por um incremento de EUR 296 milhões dos juros recebidos de aplicações financeiras, face a 2022.

As OT mantiveram-se como o instrumento com maior representatividade no total de juros da dívida, num montante de EUR 4.195 milhões em 2023. Este valor traduz uma redução de EUR 187 milhões face ao ano anterior, para a qual contribuiu, essencialmente, o vencimento da OT 2,2% outubro 2022 e o efeito de operações de recompra e de troca efetuadas em 2022, com impacto na redução do saldo vivo de linhas de OT com cupões associados mais elevados. Os juros associados a outros instrumentos de dívida registaram um acréscimo de EUR 118 milhões, em grande medida explicado pelo aumento dos juros com CEDIC, cujo stock vivo aumentou, assim como as taxas de remuneração deste instrumento. Os juros dos empréstimos oficiais diminuíram em EUR 18 milhões face ao ano anterior, traduzindo, essencialmente, o efeito decorrente da amortização e extensão parcial do empréstimo do MEEF, em abril 2022, que para além da redução do stock vivo, se traduziu também numa redução da taxa de juro associada ao empréstimo. Os juros dos CA e CT aumentaram cerca de EUR 572 milhões, refletindo o incremento dos juros associados aos CA, resultante do aumento do stock vivo, num contexto de taxas de juro altas, que levaram ao aumento da subscrição destes produtos, em detrimento de outros de risco semelhante, e refletindo também o incremento dos juros associados aos CTPC, resultante do impacto do prémio associado ao crescimento do PIB durante o ano de 2023. Já os juros pagos de BT fixaram-se em EUR 45 milhões, um valor que se tornou positivo (comparado com o registado no ano precedente, o qual foi de EUR -40 milhões) em consequência, essencialmente, de uma evolução desfavorável das condições de mercado, em particular as emissões a taxas de juro positivas, ao contrário do que tinha vindo a acontecer nos últimos anos.

Em 2023, os juros pagos da dívida direta do Estado, numa ótica de Contas Nacionais, fixaram-se em EUR 5,9 mil milhões, tendo aumentado, e quebrando assim a trajetória descendente observada nos últimos anos. À semelhança do registado em contas públicas, merecem destaque os juros recebidos de aplicações financeiras, os quais ascenderam a EUR 310 milhões em 2023, com um aumento de EUR 296 milhões face a 2022, traduzindo-se num total de juros, em termos líquidos, no montante de EUR 5,6 mil milhões. O aumento anual dos juros pagos, que ascendeu a EUR 1.048 milhões, refletiu a evolução

desfavorável, e particularmente expressiva, do efeito preço (aumento da taxa de juro implícita), que mais do que compensou o aumento do saldo vivo da dívida (ver quadro 24, no Anexo 6). Com efeito, a evolução da taxa de juro implícita quebra assim a tendência de descida, tendo atingido os 2,0% em 2023 (face a 1,7% em 2022), aproximando-se do nível de 2,2% observado em 2020. Neste contexto, o peso dos juros no PIB aumentou e registou assim uma evolução desfavorável, passando de 2,0 % em 2022 para 2,2% em 2023.

**Gráfico 21 – 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 2022-2023, é a apresentada no Quadro 3.

**Quadro 4 – Contas de Disponibilidades**

EUR milhões	dez/22	dez/23
Contas no BdP	6.980	5.674
Apli. Financeiras nas IC	0	0
Apli. Financeiras em Títulos de Dívida Pública	0	155
Contas em Divisas	4	7
Outras Contas Bancárias	0	0
Contas RCE (Bancos, CTT, SIBS, IRN e Caixas do Te:	256	568
Depósitos Externos nas IC	2	2
Cheques a Cobrar	1	1
<b>TOTAL</b>	<b>7.243</b>	<b>6.407</b>

Fonte: IGCP

Pela análise do quadro supra, constata-se que as disponibilidades da tesouraria do Estado, no final de 2023, apresentaram um decréscimo de cerca de EUR 836 milhões, face ao ano transato, em resultado da diminuição de 19% dos valores depositadas no Banco de Portugal (BdP).

No final do ano de 2023, a posição de tesouraria do Estado, incluindo as contas no Banco de Portugal e outras aplicações financeiras, ascendia a EUR 5,8 mil milhões (ou EUR 5,7 mil milhões excluindo contas-margem e as outras aplicações), o que compara com um valor de EUR 7,0 mil milhões no final do ano anterior (ou EUR 6,3 mil milhões excluindo contas-margem). A redução da posição de tesouraria durante o ano 2023 resultou sobretudo da utilização do saldo na antecipação da amortização das OT com vencimento em fevereiro de 2024. A manutenção de um excedente de tesouraria inferior refletiu uma otimização do saldo médio de tesouraria, assegurando simultaneamente a manutenção de um nível prudencial que atende às condições gerais de mercado e às condições de financiamento do Estado português e a redução dos encargos financeiros associados à sua manutenção.

### 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 5 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas**

Tipo Cliente	Disponibilidades (EUR milhões)							
	Dep. Ordem		CEDIC		CEDIM		TOTAL	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
ONSUTE	5 093	1 421	6 917	10 225	0	0	12 011	11 646
SEE	1 312	1 113	2 352	2 129	21	1	3 685	3 242
SFA	3 883	1 817	9 906	15 325	765	702	14 554	17 845
SI	897	1 714	1 650	1 550	0	0	2 547	3 264
<b>TOTAL</b>	<b>11 185</b>	<b>6 065</b>	<b>20 826</b>	<b>29 229</b>	<b>786</b>	<b>703</b>	<b>32 797</b>	<b>35 996</b>

Fonte: IGCP

O valor das disponibilidades dos serviços e entidades públicas na tesouraria do Estado, sofreu um acréscimo de EUR 3.199 milhões, entre 2022 e 2023, que reflete a melhoria na centralização de fundos na tesouraria do Estado.

Esta variação traduziu-se num acréscimo dos valores aplicados em CEDIC, que ascendeu a cerca de EUR 8.403 milhões, face ao ano anterior, na sequência do cumprimento do estabelecido no artigo 90.º, do Decreto-Lei nº 10/2023, de 8 de fevereiro (DLEO) e do Despacho do Senhor Ministro das Finanças nº 12553/2023, de 7 de dezembro.

Em simultâneo, verificou-se uma diminuição dos valores mantidos em depósitos à ordem, em cerca de EUR 5.120 milhões, o que evidencia a deslocação destes valores para a subscrição de CEDIC.

Destaque-se que o número de entidades e serviços públicos com contas bancárias no IGCP cresceu exponencialmente em 2023 (110%). Esse crescimento, deveu-se ao cumprimento do estabelecido no nº 13, do artigo 91.º, do DLEO, e resultou na abertura das contas bancárias das escolas do ensino não superior, na tesouraria do Estado. Em consequência, os serviços integrados passaram ser o grupo de Clientes com maior expressão na tesouraria do Estado, representando cerca de 66% dos Clientes Corporate.

### **Ações de Promoção da Unidade da Tesouraria do Estado**

Durante o ano de 2023 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 sendo realizada através de reuniões, celebração de protocolos de prestação de serviços, emissão de pareceres sobre a UTE e de forma persistente, através dos contatos estabelecidos pelos 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.

Nestes termos, em 2023 foram realizadas inúmeras reuniões com os serviços e entidades públicas.

Das reuniões ocorridas, destacam-se as que conduziram à integração na Rede de Cobranças do Estado (RCE) de cinco novas Entidades Administradoras de Receitas (EAR), que utilizarão a Plataforma de Pagamentos da Administração Pública (PPAP) da AMA, para a geração da referência DUC (Documento Único de Cobrança) e para troca de ficheiros com o IGCP.

O valor centralizado na tesouraria do Estado, através do DUC, no ano em reporte, rondou os 92 mil milhões de euros, em resultado da cobrança de cerca de 35 milhões de documentos.

Em 2023, o IGCP em parceria com a AMA, definiu os requisitos da nova plataforma, que irá suportar a implementação do DUC em tempo real (DUC-TR). Para a definição destes requisitos contribuíram também, as principais EAR, designadamente a AT. Esta nova plataforma irá conduzir ao redenho do funcionamento da RCE, na medida em que a liquidação e a cobrança de receitas passa a ocorrer em tempo real e se perspetiva a redução dos encargos com a cobrança desses documentos.

Das ações empreendidas pelo IGCP para a promoção da UTE, resultou também, a celebração de 30 protocolos de prestação de serviços bancários: 50% relativos à disponibilização de TPA (no final de 2023, o IGCP tinha disponibilizado cerca 5 580 equipamentos, que permitiram a entrada de fundos públicos na tesouraria do Estado de cerca de EUR 411 milhões), 33% relativos a protocolos de depósito de cauções a favor de terceiros (serviço sucedâneo das garantias bancárias) e 17%, correspondente aos protocolos tripartidos celebrados entre o IGCP/AMA/Cliente, para a adesão ao DUC.

No cumprimento do estabelecido no nº 13, do artigo 91.º, do DLEO, em 2023 foram abertas as contas bancárias na tesouraria do Estado das cerca de 800 escolas de ensino básico e secundário, o que vai permitir que, em 2024, se inicie a centralização dos fundos destes serviços no IGCP.

Nos termos do nº 5, do artigo 105.º, da Lei nº 24-D/2022, de 30 de dezembro, os serviços e entidades públicas podem ser dispensados do cumprimento da UTE. Cumulativamente pelo nº 5, do artigo 102.º,

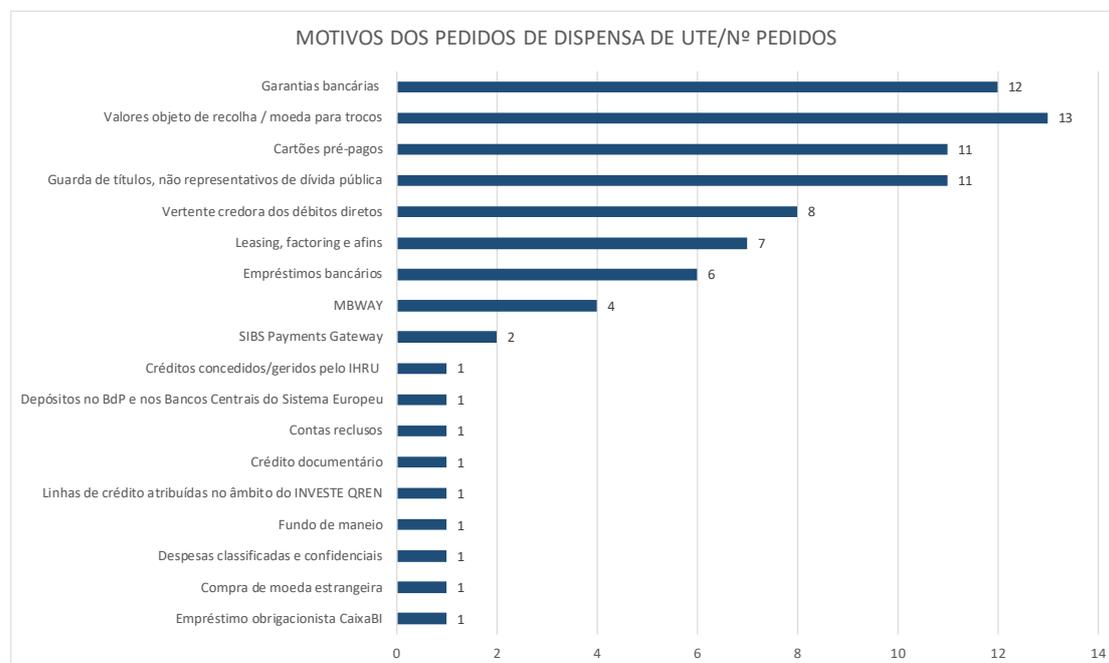
do DLEO, pode o IGCP, em situações excepcionais devidamente fundamentadas, autorizar a dispensa do cumprimento desse princípio, pelo prazo máximo de dois anos.

Em 2023, o IGCP emitiu 53 pareceres sobre pedidos de isenção do cumprimento da UTE solicitados pelos serviços e entidades públicas, 19% dos quais foram formulados por entidades do Ministério da Saúde e, 13% do Ministério das Infraestruturas. As dispensas foram solicitadas na generalidade por SFA (46%) e organismos pertencentes ao SEE (43%).

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

Destaque-se os 4 motivos mais invocados nos pedidos de isenção da UTE: garantias bancárias, serviço que o IGCP não presta, por não ter enquadramento legal para o efeito (podem por vezes, ser substituídas por depósitos de cauções), recolha de valores, cartões pré-pagos e custódia de títulos (excluindo dívida pública nacional), os quais representam mais de 50% dos motivos apresentados para a dispensa.

**Gráfico 22 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE**



Fonte: IGCP

No que respeita aos contatos estabelecidos pelos gestores de conta é de salientar que os serviços e entidades públicas em inquérito de satisfação realizado em 2023, avaliaram em 90% o seu grau de satisfação com o desempenho dos respetivos gestores.

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

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

As operações de derivativos executadas em 2023 tiveram como principais objetivos assegurar a cobertura do risco de taxa de juro da carteira e a cobertura cambial das emissões de dívida em USD. As transações executadas envolveram a constituição de posições em *swaps* pagadores de taxa fixa a 10 anos, inserindo-se na estratégia de cobertura do custo das emissões de OT efetuadas ao abrigo do plano de financiamento, e da substituição de posições existentes em *swaps* de taxa de juro e câmbio por *swaps* cambiais.

A carteira de derivativos do Estado obteve um resultado líquido de EUR -81,4 milhões em 2023, num ano que ficou marcado pela implementação de políticas monetárias restritivas e que resultaram em subidas acentuadas das taxas de curto-prazo. No entanto, no quarto trimestre assistiu-se a um movimento acentuado de descida das yields nas economias da Zona Euro e EUA, com a Reserva Federal e BCE a expressarem diferentes intenções no que se refere à possibilidade de inversão do ciclo da política monetária: o BCE continuou a rejeitar a possibilidade de reduzir as taxas de juro a curto prazo enquanto a Reserva Federal admitiu o debate sobre corte de juros.

Neste contexto, a descida das taxas de juro de longo prazo teve um impacto negativo nos derivativos de taxa de juro (EUR -43,6 milhões). Por sua vez, os derivativos de taxa de câmbio apresentaram um resultado líquido negativo (EUR -37,8 milhões) devido à valorização do euro face ao dólar, justificada pela divergência na postura dos bancos centrais.

**Quadro 6 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivativos**

(EUR milhões)	Valor de Mercado	
	30-dez-22	29-dez-23
<b>Taxa de juro</b>	<b>17,0</b>	<b>-40,9</b>
<b>Taxa de câmbio</b>	<b>630,9</b>	<b>-18,8</b>
<b>Total</b>	<b>647,9</b>	<b>-59,7</b>

Fonte: IGCP

### 4.2. Carteira de derivativos das EPR

No âmbito da gestão da dívida pública direta do Estado, é competência do IGCP o acompanhamento da carteira de derivativos 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 derivativos de cobertura de risco. Em maio de 2023, o IGCP terminou antecipadamente os 2 derivativos financeiros detidos pelo Metro do Porto, cristalizando o valor de mercado positivo destes instrumentos.

A 31 de dezembro de 2023, permaneciam vivos 4 instrumentos derivados nas carteiras das EPR, nomeadamente na carteira do Metropolitano de Lisboa, com um valor de mercado de -5,2 milhões de euros e um valor contratual de 260 milhões de euros.

**Quadro 7 – Carteira de derivados financeiros das EPR**

(EUR milhões)	Nº derivados no final do ano	Valor de mercado	
		30-dez-22	29-dez-23
Metropolitano de Lisboa	4	-15,6	-5,2
Metro do Porto	0	2,9	0,0
<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>-12,7</b>	<b>-5,2</b>

(\*) *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.

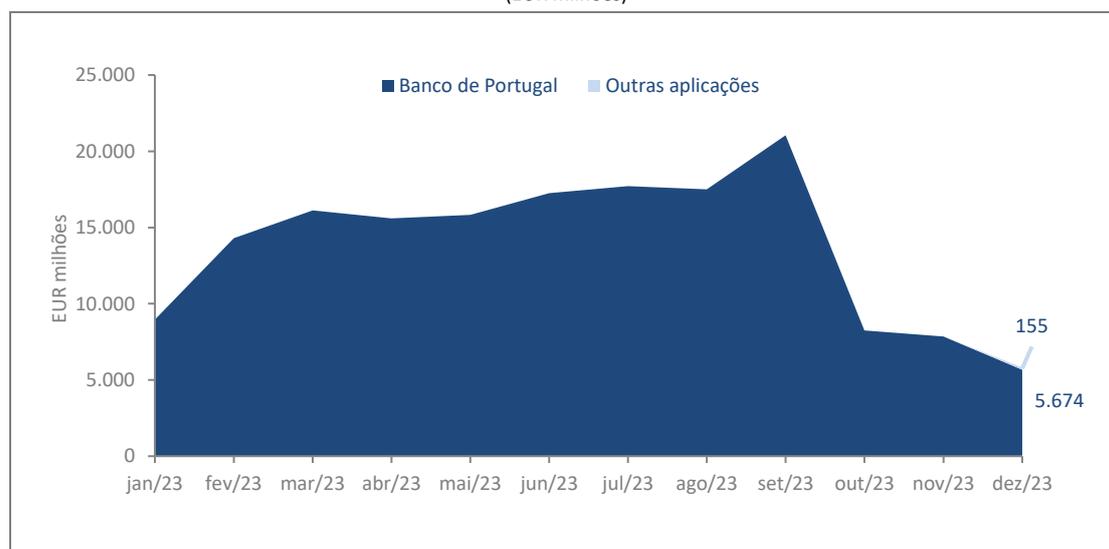
### 4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2023, continuaram a privilegiar-se as aplicações junto do Banco de Portugal, deste modo garantindo a liquidez nas disponibilidades do Estado. Com vista a uma maior diversificação e rentabilidade dos excedentes de liquidez, o IGCP começou a utilizar outros instrumentos de gestão de liquidez, iniciando a elaboração de documentação legal com contrapartes para suportar a contratação de outras aplicações.

No final do ano de 2023, a posição de tesouraria do Estado equivalia a 5,8 mil milhões de euros, o que compara com um valor de 7,0 mil milhões de euros no final do ano anterior. Deste valor, 5,7 mil milhões de euros encontravam-se depositados no Banco de Portugal.

**Gráfico 23 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado**

(EUR milhões)



Fonte: IGCP

Refletindo o aumento das taxas de juro de mercado, durante o ano de 2023, o custo de financiamento para manutenção do saldo de Tesouraria, calculado com base no custo médio de BT e OT (ou apenas de BT), registou um aumento significativo, superando em ambos os casos os 3%. No entanto, a subida das taxas de juro teve também impacto na remuneração dos depósitos do IGCP, que apesar da redução do saldo médio de depósitos durante o ano, ascendeu a EUR 309 milhões (com uma taxa de remuneração implícita de 2,3%).

O alargamento do diferencial entre as taxas de juro ativas e passivas pugnou pela redução do saldo médio de excedentes de caixa o que, conciliado com o aumento do rating da República e a contratualização de linhas de financiamento de caixa, permite uma gestão prudencial da tesouraria.

Neste contexto, apesar do aumento significativo do custo de financiamento do saldo de tesouraria, o aumento do custo líquido foi relativamente limitado e situou-se em torno do 1% (1,2% considerando o custo médio de financiamento de OT e BT ou 0,9% considerando apenas o custo de financiamento de BT).

### Quadro 8 – Estimativa do custo da posição de tesouraria

(EUR milhões)

	Taxa implícita <i>stock</i> total <sup>(1)</sup>			Custo médio (BT+OT) <sup>(2)</sup>			Custo médio (BT) <sup>(3)</sup>		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Saldo médio de depósitos	13 850	14.676	13.724	13 850	14 676	13 724	13 850	14 676	13 724
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	1,9%	1,7%	2,0%	0,2%	1,2%	3,4%	-0,5%	0,1%	3,2%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	266	252	278	26	182	470	-76	9	435
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	14	-13	-309	14	-13	-309	14	-13	-309
<b>Custo líquido do saldo de Tesouraria</b>	<b>280</b>	<b>239</b>	<b>-31</b>	<b>39</b>	<b>169</b>	<b>161</b>	<b>-62</b>	<b>-3</b>	<b>126</b>
Em % do saldo médio de depósitos	2,0%	1,6%	-0,2%	0,3%	1,2%	1,2%	-0,4%	0,0%	0,9%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%
Em % do PIB	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	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 2023, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado<sup>1</sup> era de EUR 289.591 milhões, refletindo um desconto de 3,4% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira aumentou em 2023 para 2,4%, enquanto a yield média diminuiu ligeiramente para 2,9%. O prazo médio de amortização da dívida manteve-se em 7,2 anos.

<sup>1</sup> A dívida direta do Estado (compatível com a definição reportada no Boletim Mensal do IGCP e 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*) 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.

**Quadro 9 – Indicadores<sup>2</sup> de custo em fim de ano (EUR milhões)**

	2021	2022	2023
<i>Outstanding</i>	277.976	286.411	296.037
Cupão Médio	2,0%	1,9%	2,4%
<i>Yield</i> Média	0,5%	3,0%	2,9%
Prazo Médio Amortização (anos)	7,4	7,2	7,2
Valor Mercado	310.492	269.835	289.591
Prémio (incl. Juro Corrido)	10,7%	-6,7%	-3,4%

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.

Tendo por base a previsão das necessidades de financiamento subjacente ao Orçamento do Estado para 2024, a posição da carteira no final de 2023, um cenário central para financiamento de 2024 e um conjunto de cenários simulados<sup>3</sup> para a dinâmica da curva das taxas de juro (BT e OT):

<sup>2</sup> 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*.

<sup>3</sup> 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.

- O valor esperado dos encargos com a carteira para 2024 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de EUR 6.801 milhões;

- Existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder EUR 6.941 milhões (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro.

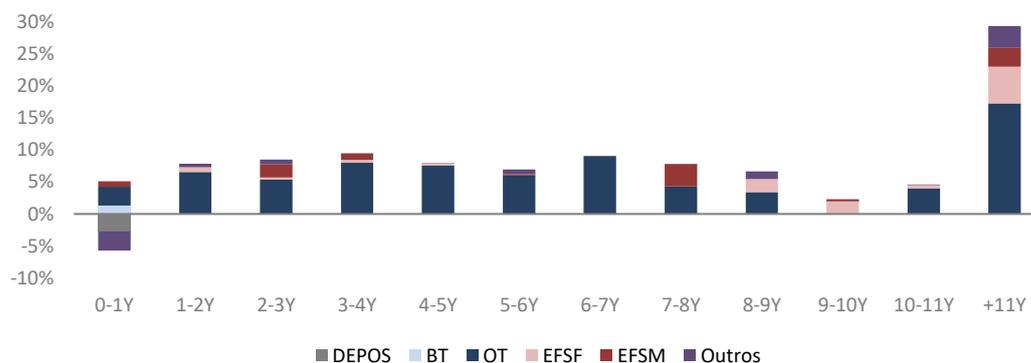
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 140 milhões. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, por via da variação das taxas de juro, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,05 p.p. em 2024 é inferior a 5%.

### 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 2023, a carteira ajustada apresentava o perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

Gráfico 24 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2023



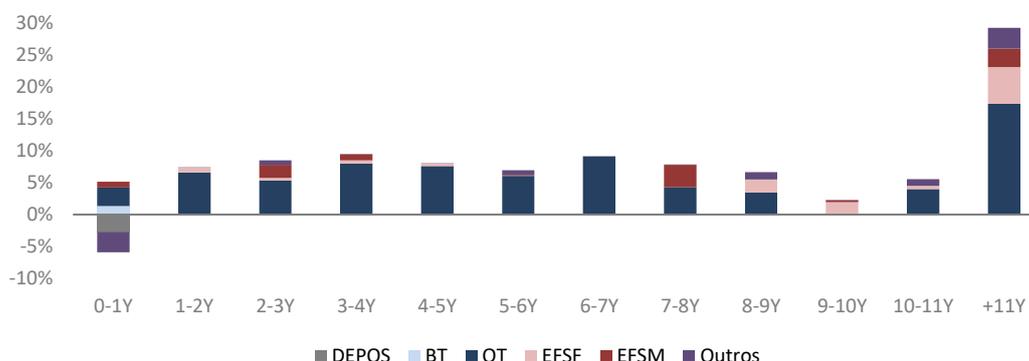
Fonte: IGCP

### Risco de taxa de juro

A duração modificada da carteira de dívida total e ajustada situava-se, no final de 2023, em 4,46 e 5,88, respetivamente. Durante o ano de 2023, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2023, 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 25 – Perfil de refixing no final de 2023



Fonte: IGCP

### Risco de taxa de câmbio

No final de 2023, a exposição cambial primária (i.e., não incluindo operações de cobertura) representava 1,16% 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 componentes deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do CSA.

Ao longo de 2023, 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 0,05% do valor da carteira ajustada, ou seja, aquele limite estava ocupado em 1,65%.

**Quadro 10 – Indicadores de risco em fim de ano** (EUR milhões)

	2021	2022	2023
Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada)	1,36%	1,27%	1,16%
Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada)	0,00%	0,00%	0,00%
Duração Carteira Total (anos)	5,65	4,50	4,46
Duração Carteira Ajustada (anos)	6,43	5,39	5,88

Fonte: IGCP

## Anexos

### A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2023

**Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública**

(EUR milhões)	2022	2023 <sup>(P)</sup>
<b>1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO</b>	<b>9.251</b>	<b>3.455</b>
Défice Orçamental	5.781	189
Aquisição líquida de activos financeiros (excepto privatizações)	3.469	3.266
Dotação para o FRDP	0	0
Transferência de saldo de gerência da ADSE	0	0
<b>2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)</b>	<b>47.763</b>	<b>53.332</b>
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	5.566	6.350
Dívida de curto prazo em euros	24.530	29.222
Dívida de médio e longo prazo em euros	17.409	17.950
Dívida em moedas não euro	279	381
Fluxos de capital de swaps (líq.)	-22	-571
<b>3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)</b>	<b>57.014</b>	<b>56.787</b>
<b>4. FONTES DE FINANCIAMENTO</b>	<b>57.775</b>	<b>57.517</b>
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	198	522
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	53.777	56.995
Emissões de dívida no Período Complementar	3.800	0
<b>5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3.)</b>	<b>522</b>	<b>1.009</b>
p.m. Discrepância estatística	-240	279
<b>p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)</b>	<b>55.352</b>	<b>60.795</b>
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	1.575	3.800
Relativas ao Orçamento do ano	53.777	56.995

Nota: Os valores relativos à execução de 2023 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2023

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

**Quadro 12 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria**

<b>Necessidades e fontes de financiamento 2022 e 2023</b>		
(EUR milhões)	<b>2022</b>	<b>2023<sup>(P)</sup></b>
<b>NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO</b>	<b>24.662</b>	<b>19.750</b>
Défice orçamental do Estado	5.781	189
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	3.469	3.266
Operações pontuais	0	0
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	10.729	13.649
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	500	1.500
Outras amortizações de dívida MLP	4.182	1.147
<b>FONTES DE FINANCIAMENTO</b>	<b>24.662</b>	<b>19.750</b>
Utilização de depósitos (excl contas margem)	2.453	638
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1.420	694
Emissões OT e MTN	11.994	9.393
Emissões OTRV	0	0
Outras emissões de dívida MLP	170	39
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	1.260	-4.563
Emissões líquidas CA/CT	4.551	10.222
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	2.814	3.327
<b>Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem e outras aplicações)</b>	<b>6.312</b>	<b>5.674</b>
Saldo de contas-margem no final do ano e outras aplicações	668	155
<b>Saldo total de depósitos no final do ano</b>	<b>6.980</b>	<b>5.828</b>

Nota: Os valores relativos à execução de 2023 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2023

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

## A2. Composição do Financiamento em 2023

Quadro 13 – Composição do financiamento

(EUR milhões)	Emissão	Amortização	Líquido
<b>DÍVIDA EURO</b>	<b>60.795</b>	<b>53.522</b>	<b>7.273</b>
CA - Certificados de Aforro	16.489	2.055	14.434
CT - Certificados do Tesouro	83	4.295	-4.212
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	29.228	20.826	8.402
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	0	83	-83
BT - Bilhetes do Tesouro	2.968	7.727	-4.759
OT - taxa fixa	11.293	15.567	-4.274
OTRV	0	0	0
FEEF	0	0	0
MEEF	0	1.500	-1.500
SURE	0	0	0
PRR	694	0	694
Outra Dívida curto prazo	2	668	-667
Outra Dívida longo prazo	39	800	-761
<b>DÍVIDA NÃO EURO</b>	<b>0</b>	<b>381</b>	<b>-381</b>
FMI	0	0	0
Outra Dívida	0	381	-381
<b>FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)</b>	<b>0</b>	<b>-571</b>	<b>571</b>
<b>TOTAL</b>	<b>60.795</b>	<b>53.332</b>	<b>7.463</b>

Nota: Os valores relativos à execução de 2023 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2023.

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 14 – Emissão de OT via sindicato

Data	Emissão	Valor nominal (EUR milhões)	Taxa de emissão	Spread vs benchmark <sup>(1)</sup> (pb)	Mid swap spread(pb)
05-jan-2023	OT 3,5% JUN 2038	3,000	3.689%	125	75

<sup>1</sup> Bund.

Fonte: IGCP

**Quadro 15 – 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)
08-fev-2023	OT 1,65% JUL 2032	1000	176	3.17%	27.3
08-mar-2023	OT 1,65% JUL 2032	397	46	3.55%	29.0
08-mar-2023	OT 0,9% OUT 2035	518	85	3.74%	51.7
12-jul-2023	OT 1,95% JUN 2029	467	93	3.18%	-17.0
12-jul-2023	OT 0,9% OUT 2035	282	56	3.59%	37.4
13-set-2023	OT 1,65% JUL 2032	485	66	3.38%	15.9
13-set-2023	OT 0,9% OUT 2035	522	36	3.63%	40.0

Fonte: IGCP

**Quadro 16 – Ofertas de troca de OT**

Data	Título	Posição	Exchange offer YTM	Valor nominal (EUR milhões)
10-mai-2023	OT 1,65% JUL 2032	Emissão	3.20%	466
10-mai-2023	OT 1,15% ABR 2042	Emissão	3.66%	409
28-jun-2023	OT 1,65% JUL 2032	Emissão	3.01%	315
28-jun-2023	OT 1% ABR 2052	Emissão	3.48%	560
10-out-2023	OT 0,7% OUT 2027	Emissão	3.07%	280
10-out-2023	OT 3,875% FEV 2030	Emissão	3.28%	361
				<b>2,391</b>
10-mai-2023	OT 5,65% FEV 2024	Compra	3.08%	353
10-mai-2023	OT 4,125% ABR 2027	Compra	2.69%	522
28-jun-2023	OT 2,875% OUT 2025	Compra	2.93%	191
28-jun-2023	OT 2,875% JUL 2026	Compra	2.89%	164
28-jun-2023	OT 4,125% ABR 2027	Compra	2.86%	520
10-out-2023	OT 2,875% OUT 2025	Compra	3.15%	295
10-out-2023	OT 4,125% ABR 2027	Compra	3.19%	96
10-out-2023	OT 5,65% FEV 2030	Compra	3.73%	250
				<b>2,391</b>

Fonte: IGCP

#### Quadro 17 – 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)
18-jan-2023	BT 21 JUL 2023	750	90	2.42%	-41.8
18-jan-2023	BT 19 JAN 2024	500	94	2.73%	-58.3
15-fev-2023	BT 19 MAI 2023	450	65	2.57%	-12.5
15-fev-2023	BT 19 JAN 2024	300	87	2.98%	-50.8
15-mar-2023	BT 22 SET 2023	423	149	2.89%	-25.3
15-mar-2023	BT 15 MAR 2024	300	102	2.98%	-68.1
19-jul-2023	BT 19 JAN 2024	350	35	3.28%	-64.7
19-jul-2023	BT 19 JUL 2024	900	143	3.53%	-58.6

Nota: Exclui emissões a favor do FRDP

Fonte: IGCP

#### Quadro 18 – Leilões de recompra de OT

Data	Título	Taxa recompra	Valor nominal (EUR milhões)	Maturidade residual (anos)
01-mar-2023	OT 5.65% FEV 2024	3.20%	792	1.3
01-mar-2023	OT 4,95% OUT 2023	3.19%	322	2.0
29-mar-2023	OT 5.65% FEV 2024	2.82%	500	1.7
29-mar-2023	OT 4,95% OUT 2023	2.98%	340	1.6
30-nov-2023	OT 4,125% ABR 2027	2.71%	170	1.0
30-nov-2023	OT 2,875% JUL 2026	2.61%	249	1.1
30-nov-2023	OT 2,875% OUT 2025	2.76%	198	1.2
30-nov-2023	OT 5,65% FEV 2024	3.58%	50	3.8
			<b>2,621</b>	

Fonte: IGCP

#### Quadro 19 – Leilões de recompra de MTN USD

Data	Título	Taxa recompra	Valor nominal (USD milhões)	Maturidade residual (anos)
07-dez-2023	MTN USD 5.125% OUT 2024	5.18%	51	0.9
			<b>51</b>	

Fonte: IGCP

**Quadro 20 – CEDIC/CEDIM**

	2022				2023			
	Valor nominal (EUR milhões)	Número de operações	Taxa média <sup>1</sup> (%)	Prazo médio (anos)	Valor nominal (EUR milhões)	Número de operações	Taxa média <sup>1</sup> (%)	Prazo médio (anos)
<b>CEDIC</b>								
Emissões	28.128	465	0,28%	0,28	49.280	1.540	2,39%	0,20
Amortizações antecipadas	696	36	0,08%	0,39	2.891	98	1,42%	0,31
<i>Saldo final de ano</i>	<i>20.826</i>				<i>29.228</i>			
<b>CEDIM</b>								
Emissões	248	12	2,01%	3,99	0	1	2,98%	8,05
Amortizações antecipadas	16	2	1,99%	1,16	2	6	3,04%	0,69
<i>Saldo final de ano</i>	<i>786</i>				<i>703</i>			

<sup>1</sup> Taxa ponderada pelo prazo das aplicações.

Fonte: IGCP.

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

---

No mercado de dívida pública portuguesa os OEVT e os EBT desempenham um papel estratégico enquanto canal de distribuição, são fornecedores de preços de referência e liquidez em mercado secundário e de aconselhamento da República Portuguesa na definição e implementação da estratégia de financiamento. Têm também um papel central na promoção da dívida pública portuguesa junto dos investidores finais. No final de 2023, o grupo de OEVT era composto por 17 bancos e o grupo de EBT por 19 bancos.

Em 2023, destaca-se a *performance* dos seguintes participantes no mercado de OT e BT, respetivamente:

**Quadro 21 – OEVT com melhor desempenho em 2023**

1	BNP Paribas
2	Banco Santander
3	JP Morgan
4	Crédit Agricole
5	Citigroup

Fonte: IGCP

**Quadro 22 – EBT com melhor desempenho em 2023**

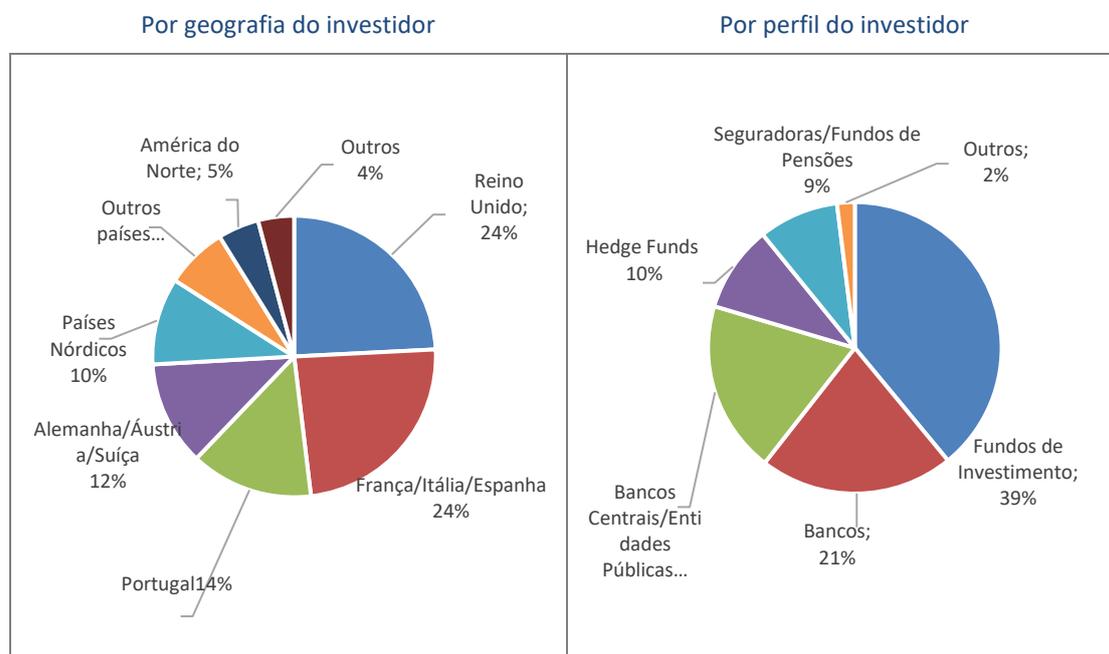
1	Millenniumbcp
2	BNP Paribas
3	HSBC
4	Crédit Agricole
5	Bank of America

Fonte: IGCP

#### A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT

Em janeiro de 2023, a República Portuguesa colocou EUR 3 mil milhões de OT através de uma operação sindicada a 15 anos. Nesta operação, cerca de 86% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores do Reino Unido (24%), mas também a presença relevante de investidores de França, Itália e Espanha (com cerca de 24% da distribuição), e da Alemanha, Áustria e Suíça (com 12% de alocação). É ainda de sublinhar a forte participação de investidores *real money*, com especial enfoque nos Fundos de investimento, nas Seguradoras e Fundos de Pensões, que habitualmente garantem uma maior estabilidade dos preços em mercado secundário.

**Gráfico 26 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2023: Novo Benchmark a 15 anos**



Fonte: IGCP

Fonte: IGCP

## A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado

### Quadro 23 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2023			Saldo em	
	31/dez/22	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31/dez/23	Estrutura
<b>1. Dívida denominada em euros (excl. empré</b>	<b>227.824</b>	<b>79,4%</b>	<b>82.538</b>	<b>74.458</b>	<b>2.144</b>	<b>238.048</b>	<b>80,4%</b>
Transacionável	166.992	58,2%	16.315	26.114	2.143	159.337	53,8%
ECP	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
BT (valor descontado)	7.727	2,7%	5.022	9.781	0	2.968	1,0%
OT	156.492	54,5%	11.293	15.567	2.128	154.345	52,2%
OTRV	1.000	0,3%	0	0	0	1.000	0,3%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	1.766	0,6%	0	766	16	1.016	0,3%
Obrigações de retalho	7	0,0%	0	0	0	7	0,0%
Não Transacionável	60.832	21,2%	66.223	48.344	0	78.711	26,6%
Certificados de Aforro	19.626	6,8%	16.489	2.056	0	34.059	11,5%
Valor de aquisição	15.323	5,3%	15.745	1.849	0	29.218	9,9%
Juros capitalizados	4.303	1,5%	744	206	0	4.841	1,6%
Certificados do Tesouro	15.243	5,3%	83	4.295	0	11.032	3,7%
CEDIC	20.826	7,3%	48.953	40.551	0	29.228	9,9%
CEDIM	786	0,3%	0	83	0	703	0,2%
Contas margem	668	0,2%	578	1.247	0	0	0,0%
Outros	3.683	1,3%	118	113	0	3.689	1,2%
<b>2. Dívida denominada em moedas não euro</b>	<b>2.873</b>	<b>1,0%</b>	<b>0</b>	<b>381</b>	<b>-95</b>	<b>2.397</b>	<b>0,8%</b>
Transacionável	2.873	1,0%	0	381	-95	2.397	0,8%
ECP	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	2.873	1,0%	0	381	-95	2.397	0,8%
Não Transacionável	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
<b>3. Empréstimos oficiais</b>	<b>56.322</b>	<b>19,6%</b>	<b>694</b>	<b>1.500</b>	<b>0</b>	<b>55.516</b>	<b>18,8%</b>
Empréstimos SURE (UE)	6.234	2,2%	0	0	0	6.234	2,1%
Empréstimos PRR (UE)	960	0,3%	694	0	0	1.654	0,6%
PAEF	49.128	17,1%	0	1.500	0	47.628	16,1%
FEEF	25.328	8,8%	0	0	0	25.328	8,6%
MEEF	23.800	8,3%	0	1.500	0	22.300	7,5%
FMI	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
<b>4. Dívida total (1.+ 2.+3.)</b>	<b>287.019</b>	<b>100,0%</b>	<b>83.232</b>	<b>76.339</b>	<b>2.048</b>	<b>295.961</b>	<b>100,0%</b>
5. Efeito cambial de cobertura de derivad	-627					-9	
<b>6. Dívida total após cobertura de derivados (</b>	<b>286.392</b>					<b>295.952</b>	

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

(valores em EUR milhões)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>7.038</b>	<b>7.282</b>	<b>7.034</b>	<b>7.063</b>	<b>7.108</b>	<b>6.837</b>	<b>6.287</b>	<b>6.041</b>	<b>6.611</b>
Bilhetes do Tesouro	99	9	2	-35	-45	-49	-51	-40	45
Obrigações do Tesouro	4.087	4.544	4.599	4.842	4.858	4.716	4.642	4.382	4.195
Empréstimos Oficiais	2.119	1.846	1.567	1.178	1.058	990	673	627	608
Certificados de Aforro e do Tesouro	562	791	669	731	780	715	576	739	1.311
Outros	171	92	197	347	457	464	447	334	452
<b>Outros encargos (*)</b>	<b>67</b>	<b>101</b>	<b>93</b>	<b>82</b>	<b>61</b>	<b>80</b>	<b>77</b>	<b>65</b>	<b>70</b>
Empréstimos Oficiais	2	16	11	28	15	14	28	9	5
Outros	65	85	82	54	47	65	49	56	65
<b>Total de encargos pagos</b>	<b>7.105</b>	<b>7.383</b>	<b>7.127</b>	<b>7.145</b>	<b>7.169</b>	<b>6.917</b>	<b>6.364</b>	<b>6.106</b>	<b>6.681</b>
Juros recebidos de aplicações financeiras	-13	-4	-4	1	-2	8	14	-13	-309
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>7.092</b>	<b>7.379</b>	<b>7.123</b>	<b>7.146</b>	<b>7.168</b>	<b>6.925</b>	<b>6.378</b>	<b>6.094</b>	<b>6.372</b>

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.

Fonte: IGCP

### Quadro 25 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)

(valores em EUR milhões)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Juros da dívida pública</b>									
Bilhetes do Tesouro	35	5	-14	-46	-47	-49	-49	-23	109
Obrigações do Tesouro	4.361	4.315	4.384	4.220	3.930	3.616	3.327	3.223	3.206
Empréstimos Oficiais	2.215	1.942	1.574	1.245	1.115	1.063	862	589	641
Certificados de Aforro e do Tesouro	687	734	707	789	746	570	598	675	1.388
Outros	352	365	454	516	549	543	486	390	557
<b>Total de juros pagos</b>	<b>7.650</b>	<b>7.362</b>	<b>7.106</b>	<b>6.724</b>	<b>6.293</b>	<b>5.744</b>	<b>5.224</b>	<b>4.854</b>	<b>5.901</b>
Juros recebidos de aplicações financeiras	-13	-3	-4	1	-1	8	13	-14	-310
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>7.637</b>	<b>7.358</b>	<b>7.103</b>	<b>6.725</b>	<b>6.292</b>	<b>5.751</b>	<b>5.237</b>	<b>4.840</b>	<b>5.591</b>

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 26 – 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	6.724	2,8%	-382	139	-511	-10
2019	248.285	6.293	2,5%	-431	177	-593	-16
2020	259.664	5.744	2,2%	-549	288	-801	-37
2021	273.403	5.224	1,9%	-520	304	-783	-41
2022	282.754	4.854	1,7%	-370	179	-530	-18
2023	291.490	5.901	2,0%	1.048	150	871	27

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.

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

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

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

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

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

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

Fonte: IGCP.