



6421454367744958005734787462354327290498547563443573
6354542576125423467876590867634865445787682357458974
3573635454257612542346787659086763486544578768235745
8974370398356378356458005734787462354327290498547563
4435736354542576125423467876590867634865445787682357
4589743703983563783564214543677449580057347874623543
498547541 **Gestão da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública** 75
0867634865445787682357458974370398356378356421454367
7449580078765908676348654457876823574589743703983563
7835642145436774495800573478746235432729049854756344
357363545425761254234378356378341 **Relatório Anual 2022** 88
7458974370398356378356421454367744958005734787462354
3272904985475634435736354542576125423467876590867634
8654457876823574589743703983563783564214543677449580
0573478746235432729049854756344357363545425761254234
6787659086763486544578768235745897437039835637835642
1454367744958005734787462354327290498547563443573635
4542576125423467876590867634865445787682357458974370
3983563783564214543677449580057347874623543272904985
4756344357363545425761254234678765908676348654457876
8235745897437039835637835642145436774495800573478746
2354327290498547563443573635454257612542348654457876
8235745897437039835637835642145436774495800573478746
2354327290498547563443573635454257612535432729049854
7563443573633543272904985475634435736363486544578768
2357458974370398356378356421454363574589743703983535
7458974370398353574589743703983535745897437039836421
4543677449580057347874623543272904985475634435736354
5425761254234678765908676348654457876823574589743703
9835637835642145436774495800787659086763486544578768
2357458974370398356378356421454367744958005734787462
3543272904929049854756344357363545425761254235454257
6125423703954457876823574589743703983563783564580057

ÍNDICE

Apresentação	6
Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2022	8
Principais Destaques	9
1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS	12
1.1. Contexto Macroeconómico Internacional	12
1.2. Economia Portuguesa	14
1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros	17
2. Financiamento do Estado	18
2.1. Estratégia de Financiamento	18
<i>Caixa 1 Operações de recompra e troca de dívida</i>	23
2.2. Mercado Secundário	23
3. Ativos e Passivos do Estado	26
3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos	26
<i>Caixa 2 Financiamento obtido através de empréstimos oficiais</i>	28
<i>Caixa 3 Evolução do financiamento através dos instrumentos de retalho – Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro Poupança Valor</i>	30
3.2. Tesouraria do Estado	32
4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco	35
4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado	35
4.2. Carteira de derivados das EPR	36
4.3. Gestão da Tesouraria	36
4.4. Indicadores de Custo	37
4.5. Indicadores de Risco	38
Anexos	42
<i>A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2022</i>	42
<i>A2. Composição do Financiamento em 2022</i>	44
<i>A3. Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa</i>	47
<i>A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT</i>	48
<i>A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado</i>	50
<i>A6. Custo da Dívida Direta do Estado</i>	51

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 - Taxas de juro de longo prazo	18
Gráfico 8 - Taxas de câmbio	18
Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação	21
Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade	21
Gráfico 11 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário (%)	22
Gráfico 12 – Evolução da curva de OT (%)	25
Gráfico 13 – Taxas das OT a 2, 5, 10, 30 anos (%).....	25
Gráfico 14 – <i>Spreads</i> vs Alemanha (10 anos) (p.b.)	25
Gráfico 15 – Bid-offer spread.....	25
Gráfico 16 – Negociação de OT em mercado secundário (EUR milhões)	26
Gráfico 17 – Negociação de BT em mercado secundário (EUR milhões).....	26
Gráfico 18 – Curvas de rendimentos de Portugal e da União Europeia	28
Gráfico 19 – Evolução das emissões líquidas mensais de produtos de aforro	30
Gráfico 20 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais) (%)	32
Gráfico 21 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE	35
Gráfico 22 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado	37
Gráfico 23 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2022	39
Gráfico 24 – Perfil de refixing no final de 2021	40
Gráfico 25 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2022: Novo <i>Benchmark</i> a 20 anos	48
Gráfico 26 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2022: Novo <i>Benchmark</i> a 10 anos	49

Índice de Quadros

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2022	20
Quadro 2 – Operações de recompra e troca de dívida em 2022	23
Quadro 3 – Contas de Disponibilidades	32
Quadro 4 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas	33
Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados	36
Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR	36
Quadro 7 – Estimativa do custo da posição de tesouraria	37
Quadro 8 – Indicadores de custo em fim de ano (EUR milhões)	38
Quadro 9 – Indicadores de risco em fim de ano (EUR milhões)	41
Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública	42
Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria	43
Quadro 12 – Composição do financiamento	44
Quadro 13 – Emissão de OT via sindicato.....	44
Quadro 14 – Emissão de OT via leilão.....	45
Quadro 15 – Ofertas de troca de OT.....	45
Quadro 16 – Leilões de BT	45
Quadro 17 – CEDIC/CEDIM	46
Quadro 18 – OEVT com melhor desempenho em 2022	47
Quadro 19 – EBT com melhor desempenho em 2022	47
Quadro 20 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública).....	50
Quadro 21 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	51
Quadro 22 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	51
Quadro 23 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	52

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

O ano de 2022 foi marcado pelo início do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia e a consequente escalada da inflação.

O ano de 2022, além de marcar o retorno da atividade económica global à normalidade, passadas as restrições impostas pela contenção da pandemia, acabou por ser também marcado pela invasão da Ucrânia pela Rússia e o início do conflito militar entre os dois países. Sendo estes países dois importantes fornecedores de matérias-primas e bens energéticos, o conflito representou um agravamento significativo das pressões inflacionistas que já se faziam sentir, fruto de um desfasamento entre a recuperação da procura e da oferta. Se por um lado a procura se ajustou rapidamente ao levantamento das restrições que haviam sido impostas para contenção da pandemia, as disrupções das cadeias globais de valor agravadas pelos receios de uma crise energética e a manutenção de medidas muito restritivas por algumas economias, em particular a China, fizeram com que a oferta tivesse um ajustamento mais lento.

Com a inflação em níveis recorde, os bancos centrais das principais economias desenvolvidas, com vista ao cumprimento dos seus mandatos para a estabilidade de preços, inverteram a orientação da política monetária expansionista dos últimos anos, tornando-a consideravelmente restritiva, com subidas acentuadas das taxas de referência e anunciando o início da redução dos ativos nos seus balanços.

Apesar do contexto adverso, a economia portuguesa cresceu de forma sólida em 2022.

Relativamente menos exposta aos mercados russo e ucraniano, a economia portuguesa acabou por ser menos afetada que a maioria dos pares europeus por este quadro, sentido sobretudo os efeitos da escalada de preços. Simultaneamente, Portugal beneficiou de uma recuperação robusta das atividades turísticas que haviam sido fortemente afetadas durante os dois últimos anos. Assim, o PIB português cresceu 6,7% em termos reais, acima da média da área do euro (3,5%), com contributos positivos quer da procura interna (embora inferior ao do ano anterior) quer da procura externa líquida, que melhorou significativamente face ao ano anterior (passou de negativo em 2021 para positivo). À semelhança de outros países europeus, a inflação atingiu níveis recorde e fixou-se em 8,1%.

As contas públicas beneficiaram da recuperação económica sólida que se refletiu no crescimento transversal da receita fiscal, permitindo que fossem adotadas medidas extraordinárias adicionais para responder aos efeitos da subida dos preços da energia e da generalidade dos bens, sem pôr em causa a redução do défice. Neste contexto o défice orçamental cifrou-se em 0,4% do PIB com uma redução de 2,5 p.p. face ao ano anterior. Desta forma foi também possível acelerar a trajetória de redução da dívida pública (na ótica de Maastricht) que depois de atingir 134,9% do PIB em 2020 e 125,4% em 2021, reduziu 11,5 p.p. em 2022, fixando-se em 113,9% no final do ano.

A evolução favorável das subscrições dos produtos de aforro facilitou uma execução flexível da estratégia de financiamento para 2022.

A estratégia de financiamento definida para 2022 contemplava fontes de financiamento de EUR 24,3 mil milhões que incluíam utilização de depósitos de EUR 1,3 mil milhões, emissões (líquidas) de BT de EUR 3 mil milhões e emissões de OT de EUR 17,7 mil milhões através da 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. Devido entre outros fatores, ao aumento significativo das emissões líquidas de CA/CTPC, a ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado e ao

maior uso de depósitos, houve necessidade de diminuir o programa de BT em cerca de EUR 1,8 mil milhões e o programa de OT em aproximadamente EUR 5,7 mil milhões.

As condições de acesso ao mercado foram favoráveis na primeira metade do ano, com exceção do período a seguir ao início da invasão da Ucrânia pela Rússia, e estáveis na segunda metade. Ainda assim, as subidas das taxas de juro de referência traduziram-se numa subida significativa da taxa de juro da dívida portuguesa. Por exemplo, no prazo de referência a 10 anos a taxa de juro subiu de 0,46% no início de 2022 para 3,58% no final do ano. Neste contexto, apesar do aumento do custo da dívida de MLP emitida em 2022, para os 1,7%, foi ainda possível manter a trajetória descendente no custo de financiamento, com a taxa de juro implícita da dívida a fixar-se em 1,7%, sem reduzir significativamente a maturidade média da dívida.

Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2022

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 2022, as necessidades líquidas de financiamento do Estado terão atingido EUR 9,3 mil milhões, repartindo-se por um défice orçamental em torno de EUR 5,8 mil milhões e outras necessidades de EUR 3,5 mil milhões. O decréscimo face a 2021 decorreu sobretudo da redução do défice (- EUR 3,7 mil milhões), refletindo o efeito da recuperação económica do lado da receita e o menor impacto das políticas de combate à crise sanitária, económica e social provocada pela COVID-19, mas também da redução de EUR 0,8 mil milhões da despesa líquida com aquisição de ativos financeiros.

Necessidades e fontes de financiamento em 2022 (EUR milhões)	
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	24 662
Défice orçamental do Estado	5 781
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado	3 469
Amortizações OT (excl operação de troca)	10 729
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE)	500
Outras amortizações de dívida MLP	4 182
FONTES DE FINANCIAMENTO	24 662
Utilização de depósitos (excl contas margem)	2 454
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1 420
Emissões OT e MTN (excl operação de troca)	11 994
Emissões OTRV	0
Outras emissões de dívida MLP	170
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	1 260
Emissões líquidas CA/CTPC	4 551
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado	2 813
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	6 312
Saldo de contas-margem no final do ano	668
Saldo total de depósitos no final do ano	6 980

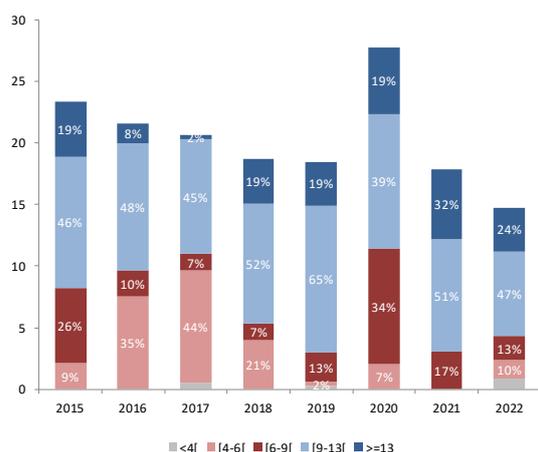
O financiamento do ano foi maioritariamente garantido por emissões de OT, com um valor de encaixe de EUR 12,0 mil milhões, assim como pela emissão líquida de instrumentos de retalho em cerca de EUR 4,6 mil milhões. O saldo de depósitos no final de 2021 (cerca de EUR 8,8 mil milhões) foi parcialmente utilizado também para financiar as necessidades em 2022 (cerca de EUR 2,5 mil milhões). Complementarmente, Portugal recebeu empréstimos da UE no montante total de EUR 1,4 mil milhões, dos quais EUR 0,8 mil milhões ao abrigo do instrumento SURE, criado em 2020 para assistir os Estados-Membros no financiamento de medidas de apoio ao emprego no contexto da pandemia e EUR 0,6 mil milhões referentes aos empréstimos da primeira tranche dos fundos ao

abrigo do Mecanismo de Recuperação e Resiliência da EU. Em 2022, o saldo de Bilhetes do Tesouro (BT) também contribuiu positivamente para o financiamento com um aumento de EUR 1,3 mil milhões.

Operações de financiamento em mercado em 2022			
	Valor nominal (EUR milhões)	Maturidade residual (anos)	Taxa média de emissão (%)
EMISSIONES SINDICADAS DE OT			
OT 1,15% abr 2042	3 000	20	1,19%
OT 1,65% jul 2032	3 000	10	1,69%
LEILÕES DE OT			
OT 2,875% out 2025	385	3	2,09%
OT 2,875% jul 2026	470	4	1,78%
OT 4,125% abr 2027	501	5	0,22%
OT 2,125% out 2028	544	6	0,60%
OT 0,475% out 2030	891	8	1,77%
OT 0,3% out 2031	2 189	9	2,20%
OT 1,65% jul 2032	780	10	2,75%
OT 2,25% abr 2034	521	12	1,15%
OPERAÇÕES DE TROCA DE OT			
OT 0,7% out 2027	1 023	5	2,54%
OT 2,125% out 2028	531	6	1,64%
OT 1,65% jul 2032	384	10	3,19%
OT 0,9% out 2035	232	13	2,50%
OT 1% abr 2052	325	30	3,62%
EMISSIONES DE OUTROS TÍTULOS DE MÉDIO E LONGO PRAZO			
LEILÕES DE BT (emissões brutas, excl. FRDP)			
3 meses	1 254	0,25	-0,50%
6 meses	2 319	0,50	-0,08%
11 meses	2 508	0,92	0,32%
12 meses	4 296	1,00	0,14%

Depois de em 2021 a atividade económica ter retomado alguma normalidade com o levantamento dos constrangimentos impostos pela contenção da pandemia, o ano de 2022, que representou a recuperação total da economia no pós-pandemia, acabou por ser marcado pela invasão da Ucrânia pela Rússia e o início de um conflito militar entre os dois países que não dá sinais do seu fim. Sendo estes 2 países importantes produtores de matérias-primas e bens energéticos, o conflito traduziu-se num agravamento da subida geral dos preços que já se vinha a registar em consequência de uma recuperação mais rápida da procura do que da oferta, esta ainda a sofrer os constrangimentos das cadeias globais de valor. A escalada dos preços

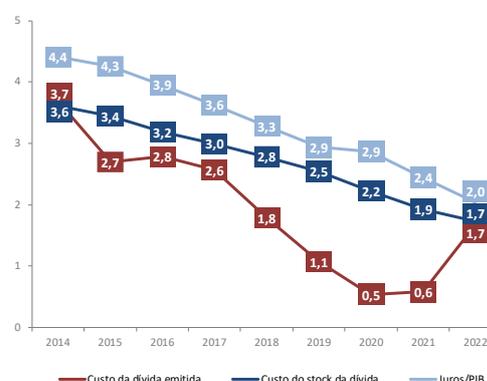
levou a inflação a níveis recorde das últimas décadas, empurrando os principais bancos centrais, no cumprimento dos seus mandatos para a estabilidade dos preços, para uma alteração rápida da orientação da política monetária que se tornou consideravelmente restritiva.



A condições de acesso ao mercado foram favoráveis na primeira metade do ano, com exceção do período a seguir ao início da invasão da Ucrânia pela Rússia, e estáveis na segunda metade. Ainda assim, as subidas das taxas de juro de referência traduziram-se numa subida significativa da taxa de juro da dívida portuguesa. Por exemplo, no prazo de referência a 10 anos a taxa de juro subiu de 0,46% no início de 2022 para 3,58% no final do ano. Neste contexto, apesar do aumento do custo da dívida de MLP emitida em 2022, para os 1,7%, foi ainda possível manter a trajetória descendente no custo da dívida, com a taxa de juro implícita a fixar-se em 1,7%, sem reduzir significativamente a maturidade média da dívida.

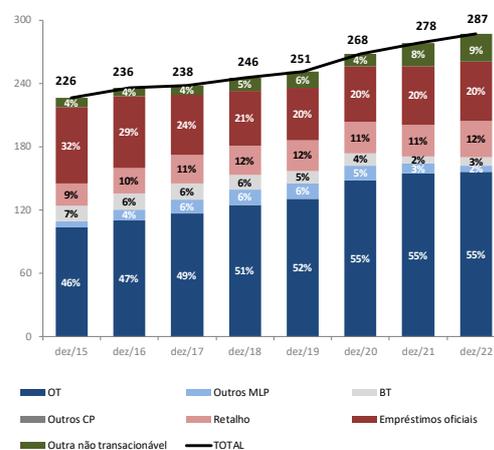
Com uma ligeira redução do peso das emissões com maturidade residual superior a 9 anos (71% do total emitido que compara com 83% em 2021) e, em correspondência, um aumento na parte curta da curva (emissão de 16% nos prazos inferiores a 6 anos quando em 2021 não tinha sido realizada qualquer emissão neste prazo), a maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2022 situou-se em 11,3 anos, inferior ao registado em 2021 (14,2 anos). Com esta redução, a maturidade média do stock da dívida desceu ligeiramente, para 7,2 anos em dezembro de 2022.

Custo da dívida direta do Estado (%)



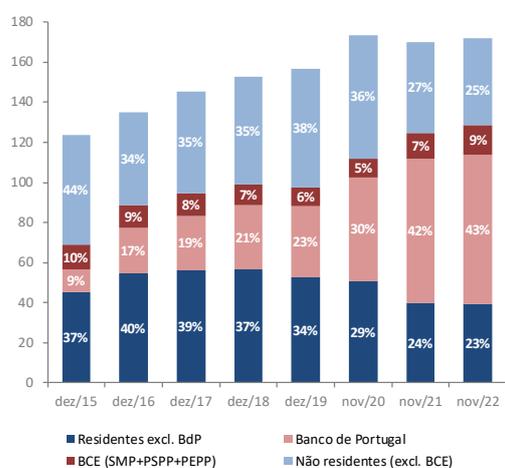
A dívida direta do Estado aumentou EUR 8,5 mil milhões em 2022, atingindo o valor de EUR 287 mil milhões no final do ano (aumento de 3,1% face a 2021), desacelerando ligeiramente dos 3,8% de aumento em 2021.

Dívida Direta do Estado por instrumento (EUR mil milhões)



Depois de compras líquidas muito significativas nos dois anos anteriores, em 2022, com a inversão da política monetária, o BCE decidiu pôr fim às compras líquidas de ativos, quer no âmbito do APP quer no âmbito do PEPP. Isto traduziu-se na estabilização do peso do Eurosistema no conjunto dos detentores dos títulos de dívida emitidos pelo Estado, aumentando o seu peso apenas 2 p.p. para 50%, (quando em 2021 o peso do Eurosistema tinha aumentado 14 p.p.).

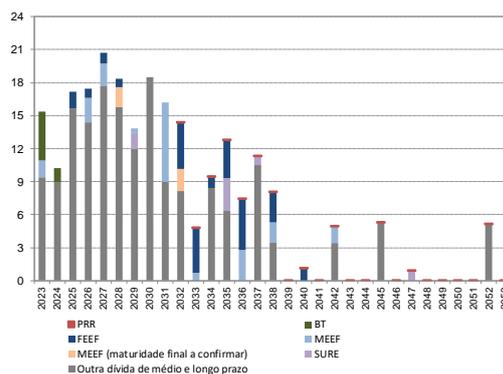
Detentores de títulos de dívida direta do Estado
(EUR mil milhões)



O alisamento do perfil de reembolsos é um princípio orientador da 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 da dívida pública, em 2022 continuaram a ser executadas operações de recompra e troca de OT com maturidades curtas por OT com maturidades mais longas. Em particular, a República executou dois leilões de recompra de OT com maturidade em 2022, 2023 e 2024, antecipando amortizações no valor total de EUR 1,8 mil milhões e, dois leilões de troca, tendo recomprado um valor nominal agregado de EUR 2,5 mil milhões de OT com amortização em 2023 e 2024 contra a emissão de OT de maturidades mais longas.

Calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazo
(EUR mil milhões)



1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

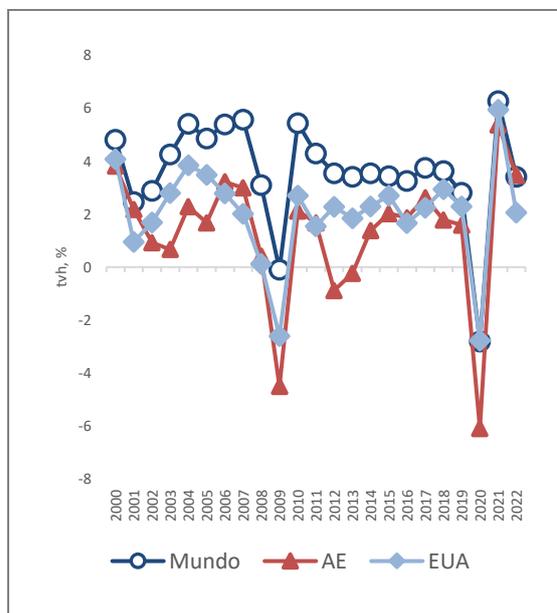
Em 2022, o início do conflito militar entre a Rússia-Ucrânia, em fevereiro, foi determinante para a evolução da economia global, ao agravar os riscos para o seu crescimento. Tratando-se os 2 países envolvidos de importantes fornecedores de matérias-primas, com destaque para o peso da Rússia no fornecimento de bens energéticos, o conflito teve como consequência imediata o aumento generalizado dos preços, a que se juntou a escalada da incerteza e a perda de confiança dos diferentes agentes económicos. No segundo semestre do ano, pese embora a atenuação dos estrangulamentos nas cadeias de valor globais (registando-se alguma recuperação dos *stocks*) tenha levado a uma ligeira desaceleração na evolução dos preços, a volatilidade e a incerteza continuaram a dominar, razões pelas quais o pessimismo dos investidores perante uma possível recessão económica não se desvaneceu. De acordo com as estimativas do FMI, de abril de 2023, a atividade económica cresceu 3,4% em termos reais em 2022, após um aumento de 6,3% em 2021. Esta evolução reflete uma desaceleração expressiva do comércio internacional (+5,1% em 2022, após +10,6% em 2021 e -7,8% em 2020) e uma expansão do investimento relativamente mais intensa na Zona Euro (+2,8%) do que nos EUA (-0,4%).

Após a pandemia de COVID-19, a economia global em 2022 continuou a enfrentar fortes desafios, determinados pelo efeito de três fatores: a invasão da Ucrânia por parte da Rússia; uma crise do custo de vida com perda de poder de compra por parte das famílias, causada pelas persistentes e crescentes pressões inflacionistas, e a desaceleração da economia na China, decorrente da implementação de políticas restritivas de “COVID-zero”. A recuperação da atividade económica global ficou assim condicionada, refletindo-se num abrandamento tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes: nos EUA registou-se um aumento do produto de 2,1% (5,9% em 2021); na área do euro o PIB cresceu 3,5% (+5,4% em 2021), observando-se uma tendência similar noutras economias, como a Índia, o Reino Unido, a China e o Brasil. Mais afetados pelos efeitos da guerra, a recuperação da atividade foi bastante desigual entre os principais pares europeus: o PIB aumentou 1,8% na Alemanha, 2,6% em França, 5,5% em Espanha, 3,7% em Itália e 6,7% em Portugal. Esta disparidade deve-se, fundamentalmente, às diferentes estruturas da economia de cada país e às medidas de contenção e de apoio económico adotadas pelos diferentes governos.

No que respeita à política monetária, apesar do abrandamento da atividade económica e dos receios quanto à possibilidade de algumas economias entrarem numa eventual recessão, os bancos centrais da generalidade dos países, e em particular da Zona Euro e EUA, adotaram políticas restritivas em 2022, com o propósito principal de controlar as pressões inflacionistas. Assim, durante o ano de 2022, deu-se início ao processo de aumento das taxas de juro diretoras, invertendo o cariz acomodatório da política monetária e o ciclo de taxas de juro negativas dos últimos anos, bem como à redução dos ativos em balanço dos bancos centrais.

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial

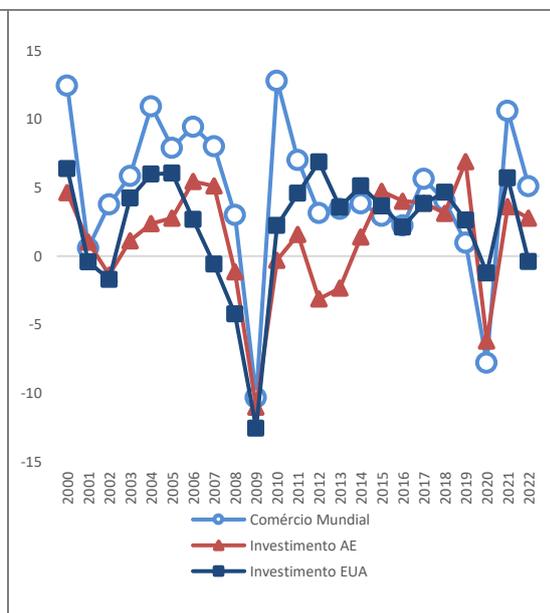
(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2023).

Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional

(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2023) e AMECO (novembro 2022).

Apesar do abrandamento, a atividade económica mostrou-se resiliente e o mercado de trabalho também se manteve apertado, próximo do emprego total e com níveis de desemprego historicamente baixos. Nos EUA, a taxa de desemprego volta a apresentar um decréscimo, situando-se nos 3,6% em 2022, tendo recuperado dos 5,4% registados em 2021 e dos 8,1% verificados em 2020. Na área do euro, o mercado de trabalho também se demonstrou resiliente, pese embora em menor escala que no caso do mercado americano, onde a estrutura mais flexível da legislação laboral contribuiu para um impacto negativo mais significativo em 2021 e uma nova recuperação em 2022. Assim, a taxa de desemprego na área do euro fixou-se nos 6,8% em 2022 – um decréscimo homólogo de 1,0 p.p.. Não obstante as condições apertadas do mercado trabalho, com a pressão que exercem nos salários, assim contribuindo para a persistência da inflação, estes efeitos foram no geral contidos e não parecem ter existido sinais de uma espiral ascendente entre salários e preços.

No que diz respeito à evolução dos preços nos consumidores, de acordo com os dados do FMI, a nível global, a inflação em 2022 atingiu os 7,3%, o valor mais alto dos últimos 30 anos. Na origem deste comportamento estarão, maioritariamente, os seguintes motivos: a rápida reabertura da economia após a pandemia, com a procura a ajustar-se mais rapidamente do que a oferta, esta ainda afetada por vários choques globais, o aumento dos preços dos produtos energéticos e alimentares, e o efeito de contágio que se refletiu numa forte pressão em sentido ascendente sobre a inflação subjacente (índice total que exclui os produtos energéticos e produtos alimentares não transformados). De acordo com o FMI, em 2022, a inflação nos EUA, medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC), ter-se-á fixado nos 8,0% (4,7% em 2021), e na área do euro em 8,4% (2,6% no ano anterior).

Na vertente das finanças públicas, o FMI estima que tanto a área do euro como os EUA tenham apresentado evoluções similares em 2022, pese embora mais expressiva neste último. Em média, os países da moeda única terão registado uma melhoria do saldo orçamental (para um défice de 3,8% em 2022, menos 1,6 p.p. do que em 2021), com a dívida pública a registar um decréscimo face ao ano

anterior (para 90,9% do PIB, menos 4,0 p.p. do que em 2021). Nos EUA, a melhoria das condições económicas pós pandemia, resultou também numa redução do défice orçamental (para 5,5% do PIB em 2022, menos 6,1 p.p. do que em 2021), que por sua vez se traduziu numa ligeira descida do *stock* de dívida para 121,7% do PIB (-4,7 p.p. em termos anuais).

1.2. Economia Portuguesa

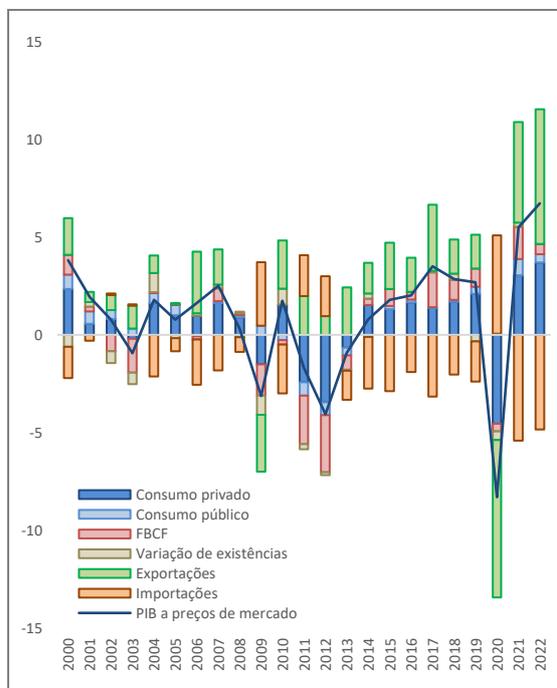
Portugal, pese embora tenha apresentado, à semelhança de outros países europeus, uma tendência de desaceleração ao longo do ano de 2022, acabou por beneficiar de um conjunto de fatores que permitiram manter um crescimento acima do ano anterior e acima da média da área euro. Assim, no ano de 2022, o PIB português registou um crescimento de 6,7% em volume, o mais elevado desde 1987 (compara com um crescimento de 5,5% em 2021, que se seguiu à diminuição histórica de 8,3% em 2020, na sequência dos efeitos adversos da pandemia na atividade económica). Por um lado, o crescimento dos primeiros trimestres do ano refletiu uma aceleração significativa do consumo privado face aos períodos homólogos que haviam sido ainda largamente influenciados pela imposição de restrições para contenção da pandemia. Neste contexto, no primeiro trimestre do ano foi registado um crescimento homólogo de 11,9%, com um aumento do contributo da procura interna, motivada pela aceleração do consumo privado, bem como do contributo da procura externa líquida em virtude do abrandamento, em termos reais, das importações de bens e serviços e uma ligeira aceleração das exportações de bens e serviços, refletindo a recuperação da atividade turística. No segundo trimestre de 2022 o crescimento do PIB começou a abrandar, com um crescimento de 6,9% face ao registado no mesmo trimestre do ano anterior devido, essencialmente, à diminuição do contributo da procura interna com as exportações de serviços a continuar a puxar a procura externa. Na segunda metade do ano, num contexto de aumento da incerteza, a desaceleração económica acentuou-se, com um crescimento de 4,8% no terceiro trimestre e de 3,2% no último trimestre do ano.

Para o agregado do ano 2022 a procura interna continuou a apresentar um contributo positivo de 4,8 p.p. (ainda assim inferior aos 5,8 p.p. em 2021), enquanto o contributo da procura externa, passou a ser positivo, em 2,0 p.p. (comparado com o contributo negativo de -0,3 p.p. em 2021). A procura interna beneficiou de variações positivas de todas as componentes, em particular do consumo privado que com um crescimento real de 5,8% representou um contributo de +3.8 p.p., mas também do consumo público que cresceu 1.7% (contributo de 0,3 p.p.) e da formação bruta de capital fixo (FBCF) que contribuiu com +0.6 p.p. graças a uma expensão de 3,0% (aumento menos expressivo face aos 8,7% do ano anterior). As exportações e as importações registaram aumentos de 16,7% e 11,1%, respetivamente. A forte recuperação das exportações resultou, essencialmente, da aceleração significativa da componente de serviços, que registou um aumento de +37,7% (+19,6% em 2021) reflexo, maioritariamente, da forte recuperação do turismo (variação de +80,9%).

Neste contexto, importa dar também nota da evolução do mercado de trabalho que, não só apresentou um comportamento surpreendentemente resiliente ao longo da pandemia, como reforçou a dinâmica positiva em 2022, com uma redução da taxa de desemprego de 0,6 p.p. relativamente a 2021, fixando-se em 6,0% da população ativa. A média anual da taxa de desemprego jovem (16-24 anos) atingiu 19,0%, diminuindo 4,4 p.p. face ao ano transato. A população ativa aumentou 1,4% entre 2021 e 2022, também como reflexo da recuperação, embora mais moderada, da atividade económica e produtiva, a qual permitiu a retoma da mobilidade e aumento da população ativa face aos anos de pandemia.

Gráfico 3 - Crescimento económico, Portugal

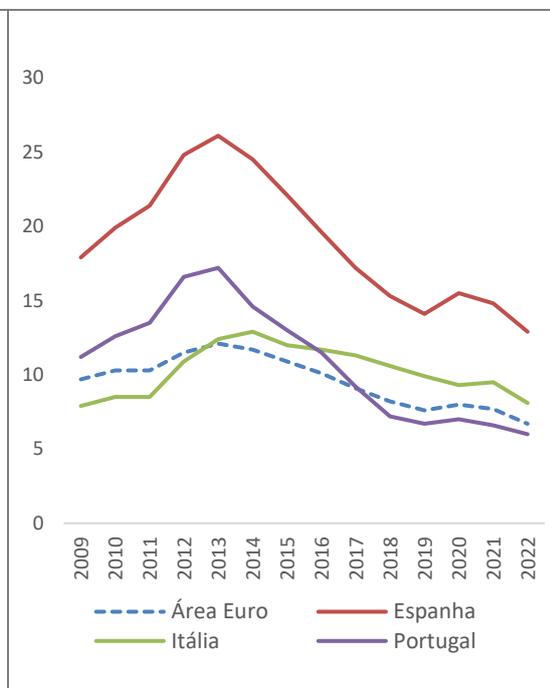
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 -Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu

(%)

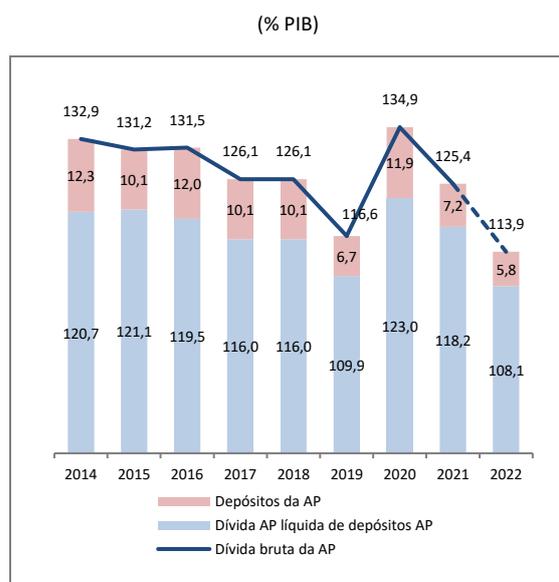


Fonte: Eurostat

Em 2022, Portugal registou um saldo orçamental de -0,4% do PIB. Ainda em terreno negativo, este representa uma melhoria significativa relativamente a 2021, ano em que o saldo orçamental atingiu os -2,9% do PIB, e ainda mais face ao défice de -5,8% registado em 2020, devido às circunstâncias excecionais da pandemia COVID-19. No ano de 2022 manteve-se a recuperação económica e sanitária iniciada em 2021, que se refletiu num aumento da receita (+10,2%) devido, fundamentalmente, à evolução positiva da receita fiscal (transversal à maioria dos impostos), sendo que o aumento da despesa (+ 4,4%) reflete os efeitos de medidas de política pública, algumas ainda no contexto da pandemia COVID-19, em grau significativamente inferior ao observado nos 2 anos anteriores e, sobretudo novas medidas introduzidas com o intuito de mitigar os efeitos do choque geopolítico e da subida da inflação (sobretudo nos preços de diversos bens e serviços e em especial dos produtos energéticos). Com maior detalhe, o comportamento da receita foi fortemente influenciado, tanto pela evolução dos impostos indiretos (contributo de +4,0 p.p.), como pelo aumento do contributo dos impostos diretos (+5.2 p.p.), em resultado da recuperação da atividade económica e do mercado de trabalho. Do lado da despesa, é de salientar o crescimento das prestações sociais (contributo de +3,0 p.p.), no qual se refletem os complementos excecionais a pensionistas e outros apoios extraordinários a titulares de rendimentos e prestações sociais para minorar o efeito negativo do aumento dos preços. Importa ainda salientar o crescimento da despesa de capital em 15% (decorrente essencialmente do aumento das transferências de capital relacionadas com a TAP e a EFACEC), bem como uma diminuição expressiva dos juros (-9,4%), permitindo manter a tendência decrescente no rácio sobre o PIB. Neste quadro, ao contrário do observado em 2021, o saldo primário registou um excedente, fixando-se em 1,6% do PIB em 2022 (uma melhoria de 2,1 p.p. face ao défice de -0,5% registado no ano anterior).

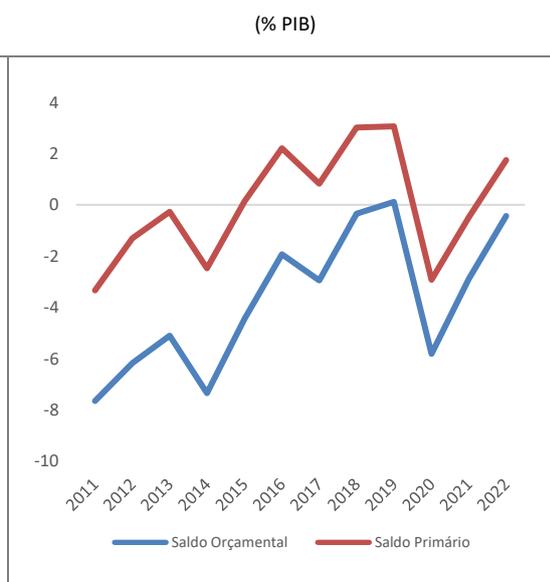
A trajetória decrescente da dívida pública na ótica de Maastricht em % do PIB, que se verificava desde 2015, foi interrompida em 2020 (134,9% do PIB), mas voltou a recuperar em 2021, com o rácio a fixar-se nos 125,4% do PIB nesse ano. No final de 2022, observou-se uma redução de 11,5 p.p. face ao ano anterior, com a dívida a diminuir para os 113,9% do PIB.

Gráfico 5 - Dívida de Maastricht, Portugal



Fonte: Banco de Portugal, INE

Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal



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

Fonte: INE

O histórico recente em termos de vigor do crescimento económico e disciplina nas finanças públicas, que se traduziu numa redução acumulada do rácio da dívida de 16,3 p.p. do PIB entre 2014 e 2019, aumentou a robustez das finanças públicas portuguesas. Neste contexto, o quadro particularmente atípico dos anos de 2020 e 2021, devido ao cenário pandémico e às medidas de resposta adotadas, resultou num agravamento das contas públicas, em 2020, pontual e em menor escala do que inicialmente antecipado. No entanto, o retorno à trajetória de redução do rácio da dívida pública reiniciada em 2021 e seguida ao longo de 2022, contribuiu para que este fosse um ano especialmente favorável para a notação financeira da República Portuguesa, classificada em grau de investimento pelas principais agências desde o final de 2018, tendo-se registado uma melhoria assinalável do *rating* da dívida portuguesa. Neste contexto, as principais agências de notação financeira melhoraram o *rating* e mantiveram o *outlook* estável da República Portuguesa. Em outubro de 2022, a agência Fitch subiu o *rating* da dívida pública portuguesa em um *notch*, de BBB para BBB+, mantendo o *outlook* estável. Esta foi a quarta melhoria do *rating* da República nestes dois anos depois de, em 2021, a Moody's ter subido a notação de *rating* de Portugal, de Baa3 para Baa2, com *outlook* estável e, em agosto e setembro de 2022, as agências de *rating* Standard & Poor's e DBRS Ratings terem subido, respetivamente, a notação de BBB para BBB+ e de BBB (high) para A (low), reafirmando o *outlook* estável. Foram destacados pelas agências como fatores positivos o desempenho orçamental de Portugal, que tem superado sucessivamente o dos países com *rating* semelhante, e também o dos pares europeus, e a trajetória de contínua redução da dívida de médio prazo.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

Durante 2022, a subida acentuada da inflação e a sua persistência a nível global levou os principais bancos centrais a iniciarem o processo de normalização das suas políticas monetárias. Assim, a Reserva Federal norte-americana iniciou, em março, a subida da sua taxa de juro diretora (*fed funds*), encontrando-se no final de dezembro e, após vários aumentos, no intervalo de 4,25%-4,50%. A FED definiu, na reunião de maio de 2022, e reafirmou ao longo do ano, o plano iniciado em junho, de reduzir o seu balanço, através da diminuição do ritmo das compras líquidas de ativos num montante total de USD 47,5 mil milhões por mês (USD 17,5 mil milhões em “MBS” e USD 30 mil milhões em “Treasuries”) nos três primeiros meses e, a partir de setembro, acelerar o ritmo e passar a uma redução num total de USD 95 mil milhões por mês (USD 60 mil milhões para “Treasuries” e USD 35 mil milhões para “MBS”).

O Conselho do BCE iniciou, igualmente, em julho de 2022, pela primeira vez desde 2011, a subida das taxas de juro diretoras do Eurosistema. Após os vários aumentos e à data de dezembro, a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez encontrava-se nos 2,75%, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento nos 2,5% e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito nos 2%. Em relação ao programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (PEPP, na sigla inglesa), o BCE anunciou na sua reunião de junho e reafirmou em dezembro que pretendia continuar o reinvestimento dos reembolsos de capital dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do programa até, pelo menos, ao final de 2024. Paralelamente, na reunião de dezembro, os dirigentes do BCE reafirmaram que a partir de março de 2023, a carteira do programa de compra de ativos (APP, na sigla inglesa) iria ser reduzido a um ritmo comedido e previsível, deixando de reinvestir uma parte dos reembolsos de capital de títulos vincendos. Esta diminuição ascenderia, em média, a EUR 15 mil milhões por mês até ao final do segundo trimestre de 2023, e o seu ritmo subsequente seria determinado com o tempo. O BCE mostrou-se, no entanto, flexível, afirmando que continuaria a acompanhar as condições de financiamento e de “stress financeiro”, atuando sempre que existam ameaças à transmissão da política monetária que comprometam a estabilidade de preços.

Neste contexto, a “USLibor a 3 meses” apresentou uma tendência crescente logo no primeiro trimestre do ano, registando 0,317% em janeiro de 2022, para atingir um máximo de 4,779% em novembro, e 4,769% no mês de dezembro. Este movimento foi o reflexo da política monetária mais restritiva adotada pela FED, com base no seu compromisso de controlar a inflação e levá-la para níveis próximos dos 2%. A Euribor a 3 meses registou, igualmente, uma tendência ascendente ao longo de todo o ano, tendo, a 14 de julho de 2022, entrado em terreno positivo pela primeira vez desde abril de 2015, com o valor mais alto do ano, de 2,202%, a ser atingido em dezembro. As taxas Euribor começaram a subir mais significativamente desde 4 de fevereiro, depois do Banco Central Europeu (BCE) ter sinalizado a subida das suas taxas de juro diretoras, devido à necessidade de conter o aumento da inflação na Zona Euro.

A tendência das taxas de juro de longo prazo foi similar nestas economias, com o diferencial entre os EUA e a Alemanha a apresentar uma trajetória tendencialmente crescente na primeira metade do ano, atingindo um máximo de 241 p.b em junho de 2022, mas a abrandar no quarto trimestre com um spread de 129 p.b.. Não obstante, as taxas registadas no mercado norte-americano permaneceram acima das taxas da Zona Euro. Nos dois primeiros trimestres do ano, a generalidade dos países da área do euro registou uma evolução semelhante nos seus títulos, sendo de destacar – numa perspetiva anual – os spreads de Portugal, Espanha e Itália face à Alemanha, que apresentaram um alargamento, em termos globais. Na segunda metade do ano, em particular Portugal, registou um ligeiro decréscimo face ao

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

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

Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo

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



Fonte: Bloomberg

Gráfico 8 - Taxas de câmbio

(moedas contra o euro)



Fonte: Bloomberg

2. Financiamento do Estado

2.1. Estratégia de Financiamento

A gestão do financiamento e da dívida pública está subordinada aos princípios definidos na Lei-quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro), devendo assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental, de forma a minimizar os custos diretos e indiretos numa perspetiva de longo prazo e a

garantir a sua distribuição de forma equilibrada pelos vários orçamentos anuais, evitando uma excessiva concentração temporal das amortizações e uma exposição a riscos excessivos.

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

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

A estratégia de financiamento definida para 2022 contemplava a emissão de 2 novos *benchmarks* (a 10 e 20 anos, ver anexos A2 e A4) e a reabertura de diferentes linhas de OT através de leilão, com o objetivo de providenciar liquidez ao longo da curva, antecipando um volume de emissões brutas de OT de aproximadamente EUR 17,7 mil milhões (líquidas de trocas). No programa de bilhetes de tesouro esperava-se um aumento líquido do programa de EUR 3,0 mil milhões. Contudo, devido ao aumento significativo das emissões líquidas de CA/CTPC (no valor de EUR 4,4 mil milhões), a ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado (no valor de EUR 2,2 mil milhões), ao aumento acima do estimado do montante de financiamento proveniente dos empréstimos oficiais (no valor de EUR 200 milhões), à emissão de outra dívida MLP (no valor de EUR 200 milhões, referente ao empréstimo do BEI) e ao uso de depósitos, houve a necessidade de (i) diminuir o programa de BT em cerca de EUR 1,8 mil milhões, suprimindo os leilões de julho, agosto e novembro e reduzindo o montante previsto dos leilões de maio e junho, tendo-se realizado o leilão de outubro que não estava programado inicialmente, e (ii) diminuir o programa de OT em aproximadamente EUR 5,7 mil milhões.

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

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

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

Nota: O Anexo 1 apresenta uma decomposição mais detalhada das necessidades e fontes de financiamento do Estado, assim como uma comparação entre a ótica de contabilidade pública (orçamental) e a ótica de tesouraria (apresentada *supra*).

Fonte: IGCP

O programa de financiamento assentou na emissão regular de títulos de dívida pública ao longo do ano, no mercado do euro, de forma a providenciar liquidez às linhas de OT, reduzir a volatilidade na proximidade das janelas de emissão, e facilitar a execução dos programas de compras de ativos do Eurosistema para Portugal (PSPP e PEPP). Durante o ano de 2022, a ação do BCE refletiu-se em compras líquidas de ativos de aproximadamente EUR 300 milhões por mês². No total do ano, o montante de compras líquidas de dívida pública portuguesa por parte do BCE ascendeu a cerca de EUR 3,4 mil milhões, o que compara com EUR 22,6 mil milhões em 2021. Estes programas de compras de ativos por parte do BCE continuaram a ter um impacto positivo, principalmente no mercado de OT, contribuindo para diminuir a volatilidade e manter o dinamismo vindo desde a segunda metade de 2020 num mercado que tinha sido afetado pela crise pandémica.

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

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

² Uma vez que a desagregação dos dados relativos às compras líquidas do PEPP apenas ocorre para um período de dois meses, admite-se no presente relatório que as compras de títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo do PEPP, em janeiro de 2022, correspondem a 50% das compras no período composto por dezembro de 2021 e janeiro de 2022, e em dezembro de 2022 correspondem a 50% das compras no período composto por dezembro de 2022 e janeiro de 2023.

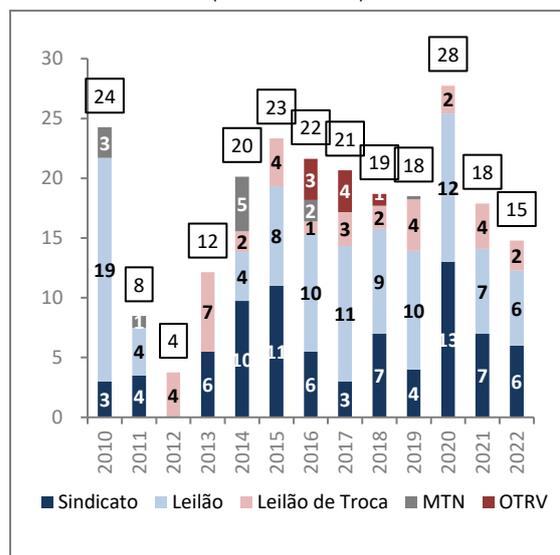
contacto regular com os operadores especializados de mercado (OEVT e EBT). Em 2022 as restrições sociais à escala mundial no quadro da pandemia reduziram-se significativamente, possibilitando reuniões em formato presencial.

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

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

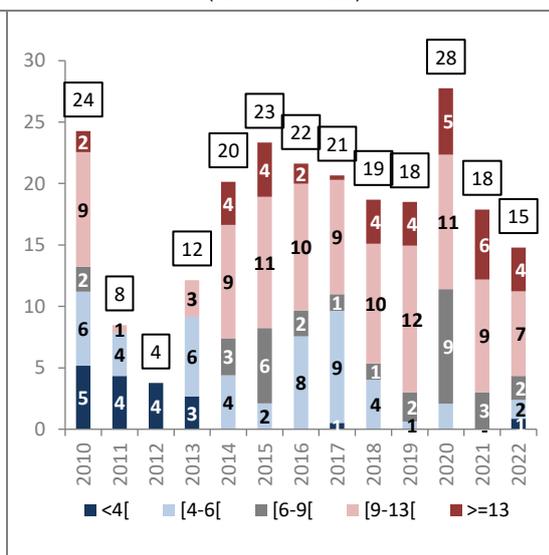
Como habitualmente, o primeiro semestre teve um peso superior na angariação do financiamento anual, correspondendo a 67% do total emitido contabilizando as ofertas de troca de OT (ou 81% excluindo ofertas de troca), devido principalmente ao lançamento de dois novos títulos a 20 e 10 anos em janeiro e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

Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação
(EUR mil milhões)



Fonte: IGCP

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



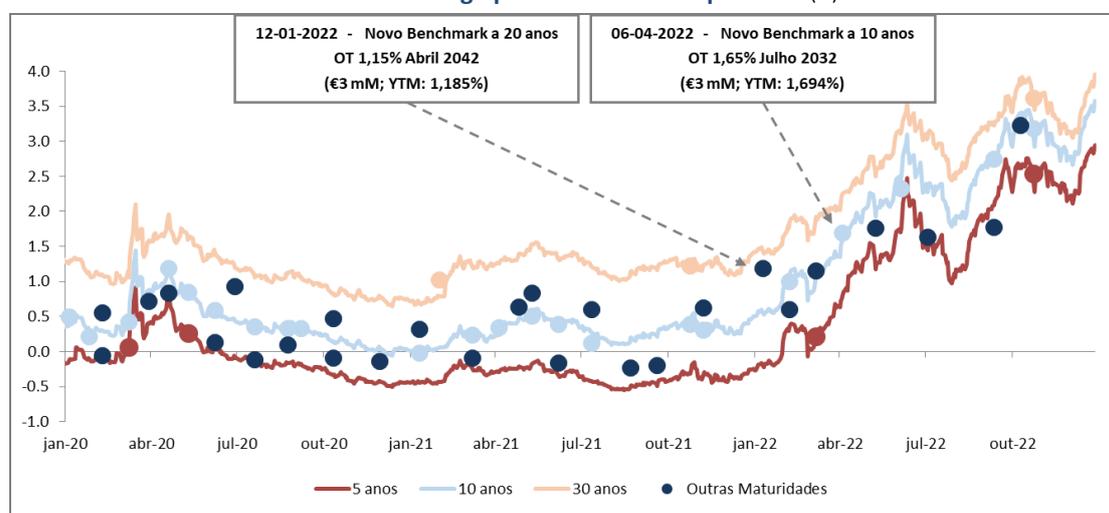
Fonte: IGCP

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

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

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

Gráfico 11 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário (%)



Fonte: IGCP

A maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2022 situou-se em 11,3 anos, inferior ao registado em 2021 (14,2 anos). Com esta redução, a maturidade média do *stock* da dívida desceu ligeiramente, para 7,2 anos em dezembro de 2022 (incluindo empréstimos oficiais).

A estratégia ativa de gestão de dívida beneficiou ainda da manutenção de reservas de liquidez relativamente elevadas, o que não só reduz o risco de refinanciamento em períodos de maior volatilidade de mercado, como também possibilita a execução de recompras de dívida com vista ao alisamento do perfil de reembolsos da carteira. Em 2022, prosseguiu-se a estratégia de alisamento do perfil de amortizações, com foco nos anos de 2022, 2023 e 2024, contribuindo para a redução do risco de refinanciamento. Ao longo do ano realizaram-se recompras de dívida, através de leilões de recompra e de leilões de troca de OT, sempre adequados às condições e procura de mercado, num montante total que ascendeu a cerca EUR 4,3 mil milhões de OT (valor nominal).

Caixa 1 | Operações de recompra e troca de dívida

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

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

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

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

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

2.2. Mercado Secundário

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

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

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

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

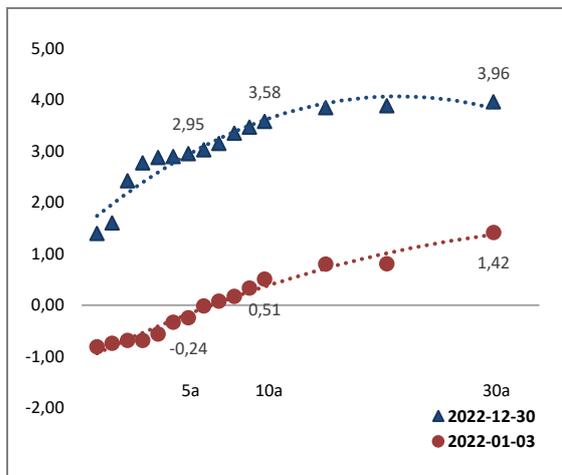
O fluxo no mercado secundário manteve uma concentração significativa, dado que os cinco maiores OEVT detiveram em 2022 uma quota de mercado de 49%. Este registo mantém-se num nível semelhante a 2021 (48%), mas representa uma inversão da tendência descendente verificada nos anos anteriores, com uma subida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

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

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

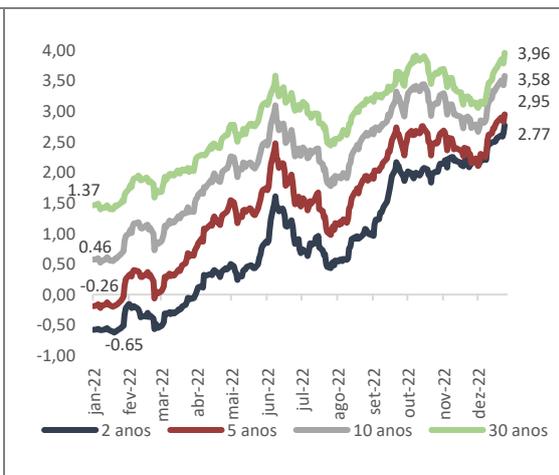
No que respeita à estratégia de emissão de BT manteve-se em 2022 a política de emissões iniciada em 2015, ou seja, concentrar as emissões em apenas seis linhas e abrir apenas uma nova linha a cada dois meses, o que permite um acréscimo de saldo vivo por linha. No entanto, devido ao crescimento das reservas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

Gráfico 12 – Evolução da curva de OT (%)



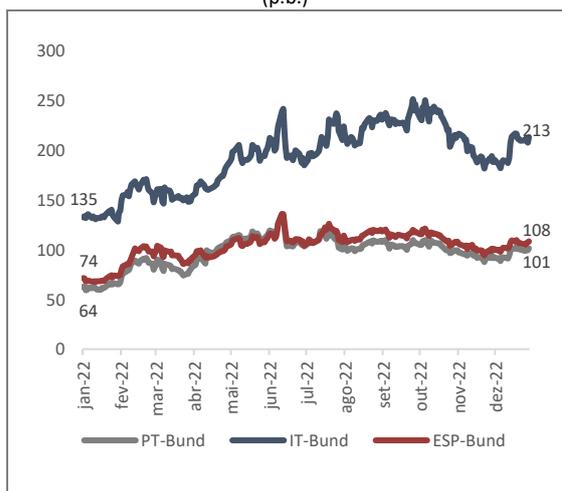
Fonte: Bloomberg

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



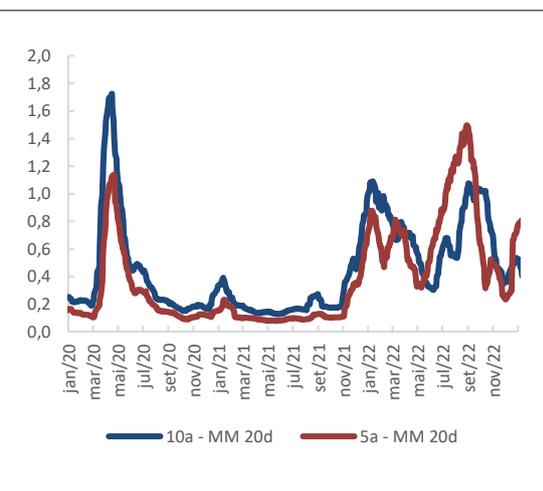
Fonte: Bloomberg

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



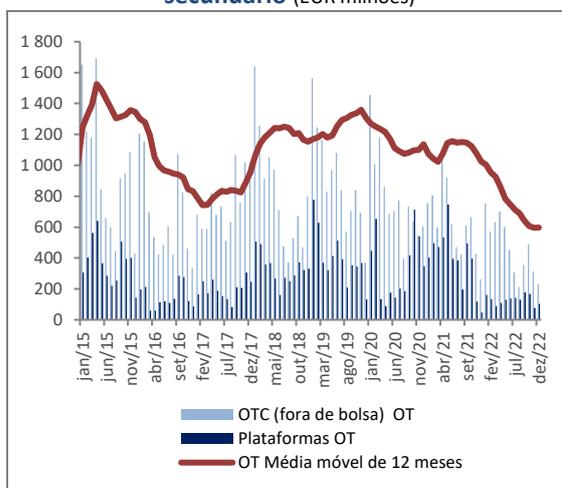
Fonte: Bloomberg

Gráfico 15 – Bid-offer spread



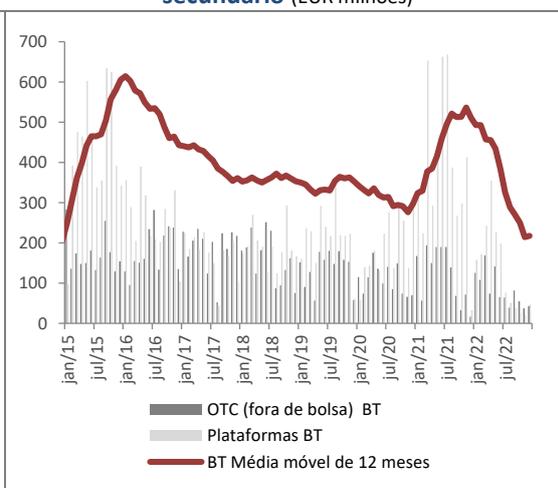
Fonte: IGCP

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



Fonte: Bloomberg

Gráfico 17 – Negociação de BT em mercado secundário (EUR milhões)



Fonte: IGCP

3. Ativos e Passivos do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos

Em 31 de dezembro de 2022, o saldo da dívida direta do Estado³ avaliado ao câmbio de final de período cifrou-se em EUR 287,0 mil milhões (ver quadro 20, no Anexo 5), o que representa um aumento de EUR 8,5 mil milhões face ao verificado em 2021 (3,1%). A variação anual decorre essencialmente do aumento do saldo de Certificados de Aforro em EUR 7,2 mil milhões (contributo 2,6 p.p.), de CEDIC com mais EUR 3,3 mil milhões (contributo de 1,2 p.p.), de OT com acréscimo de EUR 2 mil milhões (contributo de 0,7 p.p.) e de BT com aumento de EUR 1,3 mil milhões (contributo de 0,5 p.p.), parcialmente compensados pelo decréscimo nos saldos de OTRV em EUR 3,5 mil milhões (-1,3 p.p.) e de Certificados do Tesouro em EUR 2,6 mil milhões (-0,9 p.p.).

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

³ A dívida direta do Estado é um conceito que difere da dívida pública compilada pelo Banco de Portugal para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (dívida de Maastricht, apresentada no gráfico 5) em vários aspetos, entre os quais se destaca: (i) diferenças de delimitação do setor – a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de Maastricht se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor institucional das Administrações Públicas; (ii) efeitos de consolidação – a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada, isto é, excluem-se os ativos das Administrações Públicas em passivos emitidos pelas próprias Administrações Públicas.

O peso dos instrumentos de retalho (CA e CT) registou um acréscimo significativo, ao passar de 10,9% para 12,1%, refletindo o comportamento positivo dos CA, cujas subscrições registaram níveis bastante elevados, em particular no último trimestre do ano.

No que respeita à dívida de curto prazo (em euros), observou-se um aumento do saldo vivo em torno de EUR 4,7 mil milhões em 2022, explicado sobretudo pela evolução de CEDIC e BT, que registaram um incremento líquido de EUR 3,3 mil milhões e EUR 1,3 mil milhões, respetivamente. Esta evolução, a par do aumento ligeiro das contas-margem recebidas no âmbito de operações de derivados para cobertura de risco de taxa de juro e cambial (cerca de EUR 0,1 mil milhões), refletiu-se num aumento do peso relativo dos instrumentos de dívida de curto prazo, de 1,4 p.p., para 10,2% no final de 2022.

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

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

Caixa 2 | Financiamento obtido através de empréstimos oficiais

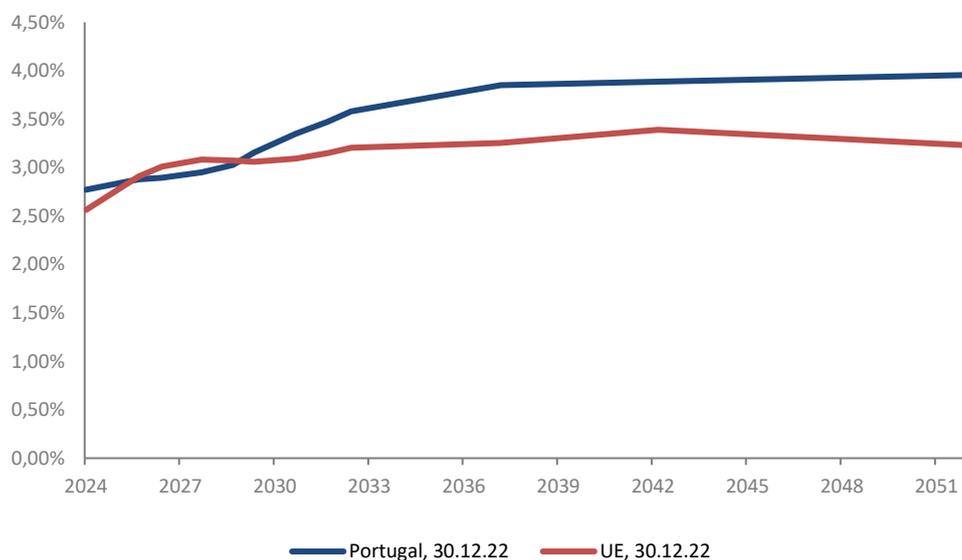
A 19 de maio de 2022 a República Portuguesa recebeu o primeiro desembolso dos fundos do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) após aprovação da Comissão Europeia dos marcos e metas acordados com a União Europeia, correspondentes a EUR 609 milhões sob a forma de empréstimo e EUR 553.4 milhões sob a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

O empréstimo recebido em 2022, de EUR 609 milhões, tem um prazo de 30 anos, com período de carência de capital de 10 anos e uma vida média de 20 anos. A taxa de juro deste empréstimo está associada ao custo da União Europeia com o seu financiamento.

A República Portuguesa recebeu também a tranche final relativa ao programa SURE⁴ a 29 de março de 2022, no valor de EUR 523 milhões, e uma tranche adicional de EUR 300 milhões a 14 de dezembro de 2022, resultando num financiamento total de EUR 6,234 milhões ao abrigo do programa.

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

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



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

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

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

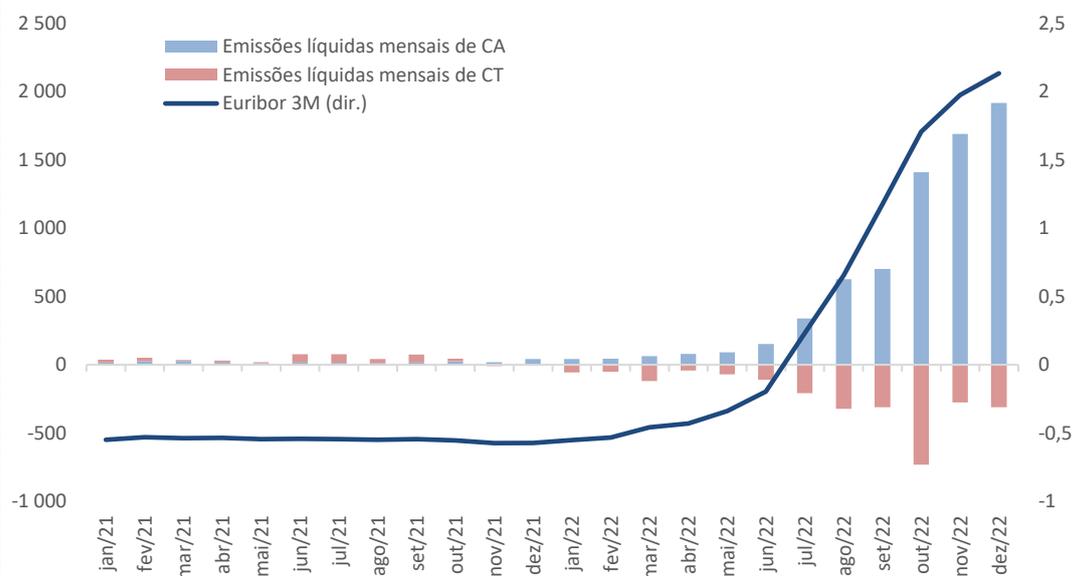
Esta evolução registada essencialmente na segunda metade do ano, terá sido influenciada em primeiro lugar pela subida acentuada das taxas de juro do mercado monetário, que servem de indexante à remuneração dos CA e, numa segunda fase, pelo aumento relativo da remuneração dos CA face à taxa de juro praticada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

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

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

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

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



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

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

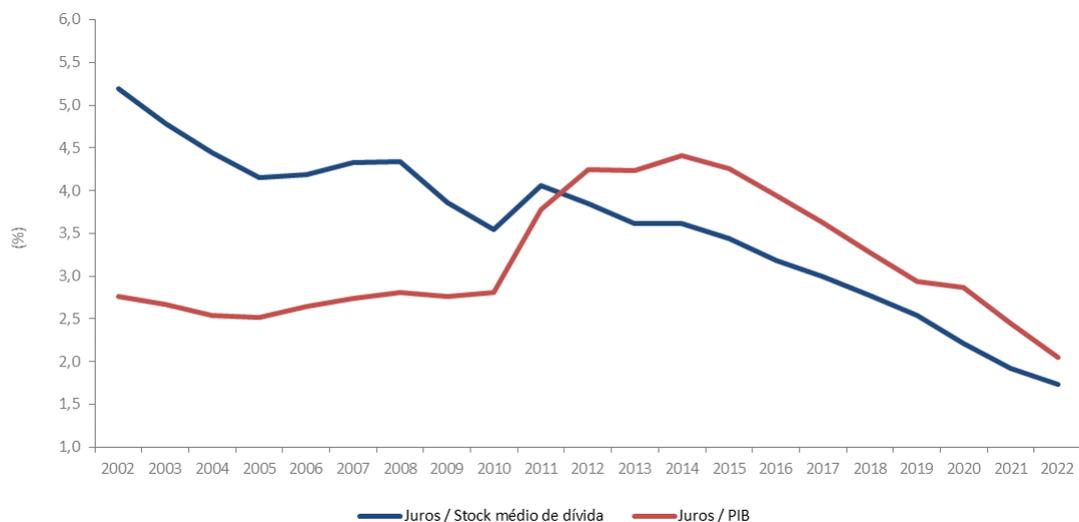
Encargos correntes da dívida

Em 2022, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em EUR 6,1 mil milhões (em termos líquidos), denotando uma redução de EUR 284 milhões face ao ano anterior (ver quadro 21, no Anexo 6).

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

Em 2022, os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais fixaram-se em EUR 4,9 mil milhões, mantendo assim a trajetória descendente observada nos últimos sete anos. A diminuição anual, que ascendeu a EUR 353 milhões, refletiu a evolução favorável, e particularmente expressiva, do efeito preço (redução da taxa de juro implícita), que mais do que compensou o aumento do saldo vivo da dívida (ver quadro 23, no Anexo 6). Com efeito, a taxa de juro implícita prossegue uma tendência de descida consistente, tendo atingido um novo mínimo histórico de 1,7% em 2022. O peso dos juros no PIB também registou uma evolução favorável, passando de 2,4 % em 2021 para 2,0% em 2022.

Gráfico 20 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais) (%)



3.2. Tesouraria do Estado

Disponibilidades da Tesouraria do Estado

A repartição das disponibilidades da tesouraria do Estado, no biénio de 2021-2022, é a apresentada no Quadro 3.

Quadro 3 – Contas de Disponibilidades

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

Fonte: IGCP

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

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

financiamento de 2022, permitindo uma redução do financiamento realizado durante o ano, ao mesmo tempo que refletiu uma cobertura de necessidades líquidas de financiamento estimadas para 2023 inferiores aos anos anteriores, estes particularmente exigentes devido ao impacto das medidas de resposta aos efeitos da crise pandémica.

Unidade da Tesouraria do Estado

O regime da tesouraria do Estado (RTE), estabelecido pelo Decreto-Lei nº 191/99 de 5 de junho e reforçado anualmente pela Lei do Orçamento do Estado (LOE), veio definir o princípio de unidade da tesouraria do Estado (UTE), segundo o qual toda a movimentação de fundos públicos deve ser centralizada em contas bancárias no IGCP. A UTE é, pois, um instrumento fundamental para a otimização da gestão da liquidez e do financiamento do Estado.

A distribuição dos fundos dos serviços e entidades públicas, centralizados na tesouraria do Estado, pode ser observada no Quadro 4, tendo como referência o universo dos serviços e entidades públicas que utilizam o *Internet Banking* (IB), a aplicação que funciona como o suporte informático privilegiado para o adequado cumprimento da UTE.

Quadro 4 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas

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

Fonte: IGCP

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

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

Em simultâneo, verificou-se uma diminuição dos valores mantidos em depósitos à ordem, em cerca de EUR 368 milhões, o que evidencia a deslocação destes valores para a subscrição de CEDIC.

Ações de Promoção da Unidade da Tesouraria do Estado

Durante o ano de 2022 foram desenvolvidas várias ações de promoção da UTE que em muito contribuíram para atingir o nível de disponibilidades centralizadas na tesouraria do Estado constantes do Quadro 4.

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

No decurso dessas ações, o IGCP procurou sempre aconselhar os serviços e entidades públicas a utilizar as ferramentas que melhor se adequam à sua realidade, dentro do leque de serviços bancários disponibilizados pela tesouraria do Estado.

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

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

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

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

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

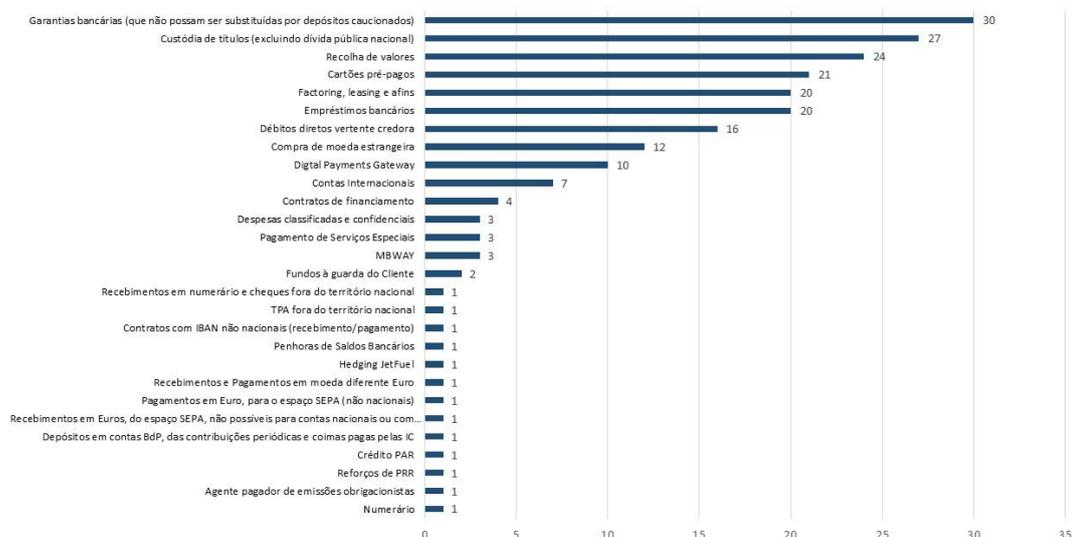
Nos termos do nº 5 do artigo 136º da Lei nº 12/2022, de 27 de junho, os serviços e entidades públicas podem ser dispensados do cumprimento da UTE. Cumulativamente, pelo nº 5 do artigo 102º do Decreto-Lei nº 53/2022, de 12 de agosto, pode o IGCP, em situações excecionais devidamente fundamentadas, autorizar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

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

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

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

Gráfico 21 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE



Fonte: IGCP

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

4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco

4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado

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

A carteira de derivadas obteve um resultado líquido de EUR 231,3 milhões ao longo do ano, que é explicado sobretudo pelo efeito positivo da valorização do dólar face ao euro no valor de mercado dos instrumentos de cobertura cambial associados a uma emissão de obrigações em USD. Este resultado refletiu, entre outros fatores, a divergência no ritmo e envergadura da política monetária entre os EUA e a Zona Euro, com diferença ao nível das taxas diretoras a favor do dólar.

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

Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados

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

(*) *Cashflows* positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto *cashflows* negativos correspondem a pagamentos efetuados.

Fonte: IGCP

4.2. Carteira de derivados das EPR

No âmbito da gestão da dívida pública direta do Estado é competência do IGCP o acompanhamento da carteira de derivados das entidades do setor público empresarial cujo financiamento é assegurado através do Orçamento do Estado (EPR – Empresas Públicas Reclassificadas).

Considerando que as EPR estão impedidas de obter financiamento em mercado, não têm sido contratados novos instrumentos financeiros derivados de cobertura de risco. A 31 de dezembro de 2022 permaneciam vivos 8 instrumentos derivados nas carteiras das EPR, com um valor de mercado de EUR -12,7 milhões e um valor contratual de EUR 322,5 milhões.

Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR

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

(*) *Cashflows* positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto *cashflows* negativos correspondem a pagamentos efetuados.

Fonte: Valorização efetuada pelo IGCP, com exceção do valor de um derivado do Metropolitano de Lisboa em que é usada a valorização da contraparte.

O resultado líquido desta carteira foi de EUR 82,5 milhões ao longo do ano, explicado principalmente pelo contexto de subida das taxas de juro do euro, em particular nos prazos mais curtos, assim como da respetiva volatilidade.

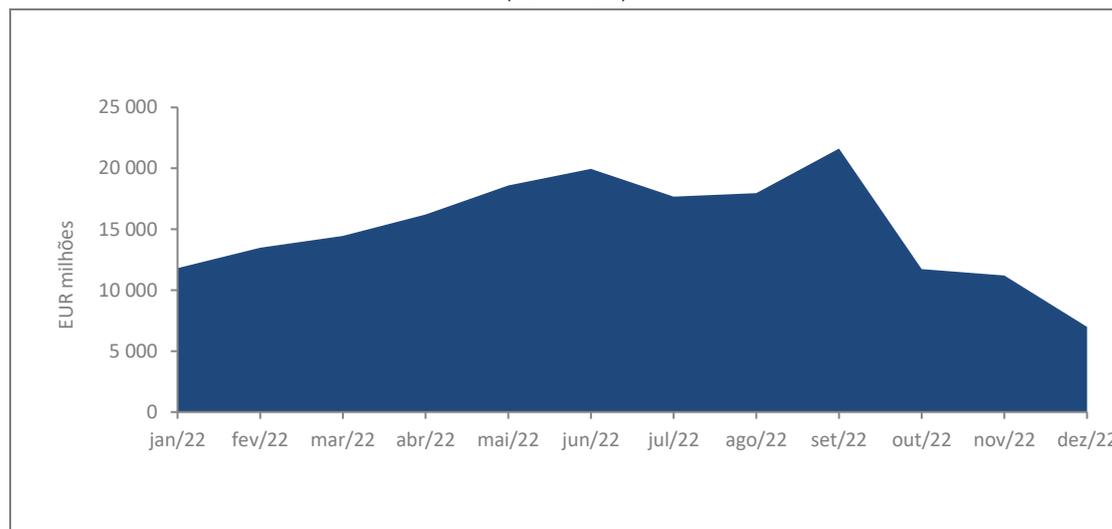
4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2022 manteve-se como objetivo garantir a máxima liquidez nas disponibilidades do Estado pelo que, do universo de instrumentos disponíveis para a gestão de liquidez, continuaram a privilegiar-se as aplicações junto do Banco de Portugal.

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

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

(EUR milhões)



Fonte: IGCP

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

Quadro 7 – Estimativa do custo da posição de tesouraria

(EUR milhões)

	Taxa implícita <i>stock</i> total ⁽¹⁾			Custo médio (BT+OT) ⁽²⁾			Custo médio (BT) ⁽³⁾		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Saldo médio de depósitos	14 009	13 850	14 676	14 009	13 850	14 676	14 009	13 850	14 676
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	2,2%	1,9%	1,7%	0,3%	0,2%	1,2%	-0,4%	-0,5%	0,1%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	311	266	254	38	26	182	-56	-76	9
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	8	14	-13	8	14	-13	8	14	-13
Custo líquido do saldo de Tesouraria	318	280	241	46	39	169	-49	-62	-3
Em % do saldo médio de depósitos	2,3%	2,0%	1,4%	0,3%	0,3%	1,2%	-0,3%	-0,4%	0,0%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Notas: (1) Taxa de juro implícita calculada como o rácio entre os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais e o *stock* médio da dívida direta do Estado num determinado ano. (2) Custo de financiamento de BT e OT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) e OT incorrido durante o ano. (3) Custo de financiamento de BT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) incorrido durante o ano.

Fonte: IGCP

4.4. Indicadores de Custo

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

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

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

Fonte: IGCP

4.5. Indicadores de Risco

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

CaR – *Cost at Risk*

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

⁵ A dívida direta do Estado considerada é compatível com a carteira considerada para efeitos dos indicadores de risco reportados trimestralmente ao *ESDM - Economic and Financial Committee's Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets* e com a dívida direta do Estado total após cobertura de derivados, pelo que não inclui as aplicações de tesouraria e inclui o numerário recebido nas contas-margem associadas a derivados financeiros e os títulos emitidos para entrega como colateral.

⁶ O cupão médio é calculado anualizando o juro corrido entre os dois últimos dias úteis do ano dividido pelo *outstanding* para o último dia útil. O indicador prémio resulta de subtrair a unidade ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*. A *yield* média corresponde a considerar uma Obrigação do Tesouro de maturidade igual ao prazo médio de amortização, que paga anualmente o cupão médio e que tem preço igual ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*.

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

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

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

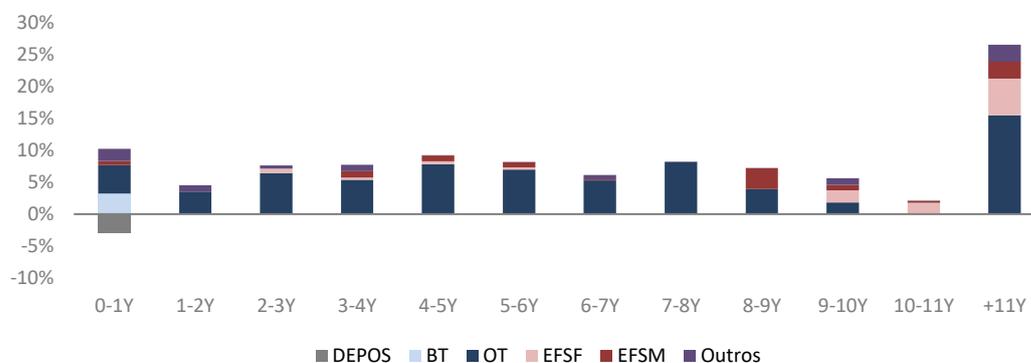
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 164 milhões. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, por via da variação das taxas de juro, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,07 p.p., em 2023, é inferior a 5%.

Risco de refinanciamento

A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração, para além de variáveis de mercado (e.g. negociabilidade, liquidez, manutenção de uma curva *benchmark* da República), o controlo do perfil de refinanciamento, no sentido de evitar excessivas concentrações de amortizações que possam vir a onerar o custo de financiamento da carteira.

Os limites absolutos impostos à percentagem da carteira a vencer num prazo de 12 meses, 24 meses e 36 meses são, respetivamente, 25%, 40% e 50%. No final de 2022, a carteira ajustada apresentava o perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

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



Fonte: IGCP

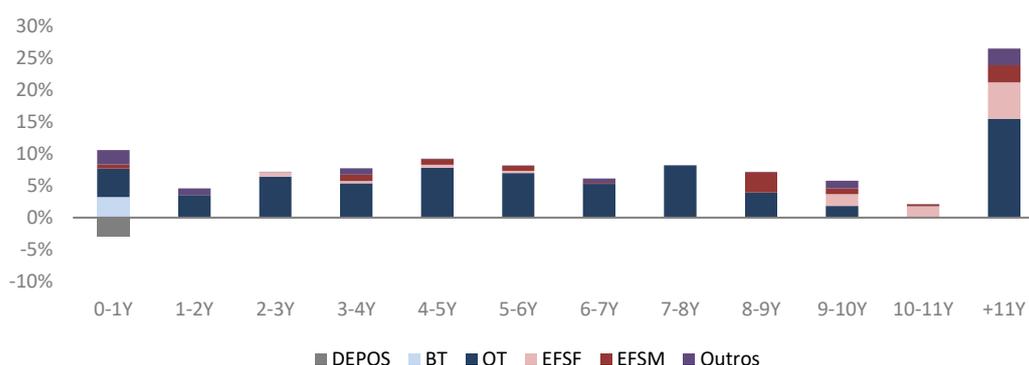
⁷ Para a simulação dos cenários para a estrutura de prazos da taxa de juro usou-se um modelo VAR (Vetor Autorregressivo) com 3 fatores obtidos por Análise das Componentes Principais.

Risco de taxa de juro

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

No final de 2022, a carteira apresentava o perfil de *refixing* (i.e., percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos) evidenciado na figura seguinte.

Gráfico 24 – Perfil de refixing no final de 2021



Fonte: IGCP

Risco de taxa de câmbio

No final de 2022, a exposição cambial primária (i.e., não incluindo operações de cobertura) representava 1,27% do total da carteira de dívida ajustada, valor largamente inferior ao limite de 20% fixado nas *guidelines*. Esta exposição é resultado das Obrigações emitidas em moeda estrangeira (USD).

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

Risco de crédito

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

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

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

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

Ao longo de 2022, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido em 3% do valor da carteira ajustada. No final do ano, a exposição correspondia a 0,03% do valor da carteira ajustada, ou seja, aquele limite estava ocupado em 1,16%.

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

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

Fonte: IGCP

Anexos

A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2022

Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública

(EUR milhões)	2021	2022 ^(P)
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	13.773	9.251
Défice Orçamental	9.471	5.781
Aquisição líquida de activos financeiros (excepto privatizações)	4.301	3.469
Dotação para o FRDP	0	0
Transferência de saldo de gerência da ADSE	0	0
2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)	42.122	47.763
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	4.959	5.566
Dívida de curto prazo em euros	18.914	24.530
Dívida de médio e longo prazo em euros	16.662	17.409
Dívida em moedas não euro	1.387	279
Fluxos de capital de swaps (líq.)	200	-22
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	55.894	57.014
4. FONTES DE FINANCIAMENTO	56.070	57.775
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	1.501	198
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	52.994	53.777
Emissões de dívida no Período Complementar	1.575	3.800
5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTES (4. - 3.)	198	522
p.m. Discrepância estatística	23	-240
p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)	52.994	55.352
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	0	1.575
Relativas ao Orçamento do ano	52.994	53.777

Nota: Os valores relativos à execução de 2022 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2022

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria

Necessidades e fontes de financiamento 2021 e 2022		
(EUR milhões)	2021	2022^(P)
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	26.598	24.662
Défice orçamental do Estado	9.471	5.781
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	4.301	3.469
Operações pontuais	0	0
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	7.888	10.729
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	0	500
Outras amortizações de dívida MLP	4.937	4.182
FONTES DE FINANCIAMENTO	26.598	24.662
Utilização de depósitos (excl contas margem)	8.281	2.454
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	3.593	1.420
Emissões OT e MTN	14.559	11.994
Emissões OTRV	0	0
Outras emissões de dívida MLP	0	170
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	-4.760	1.260
Emissões líquidas CA/CTPC	536	4.551
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	4.389	2.813
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	8.766	6.312
Saldo de contas-margem no final do ano	540	668
Saldo total de depósitos no final do ano	9.306	6.980

Nota: Os valores relativos à execução de 2022 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2022

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

A2. Composição do Financiamento em 2022

Quadro 12 – Composição do financiamento

(EUR milhões)	Emissão	Amortização	Líquido
DÍVIDA EURO	55.352	47.506	7.846
CA - Certificados de Aforro	7.880	723	7.157
CT - Certificados do Tesouro	2.238	4.843	-2.605
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	20.826	17.523	3.303
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	248	42	206
BT - Bilhetes do Tesouro	7.727	6.467	1.260
OT - taxa fixa	14.175	12.909	1.265
OTRV	0	3.500	-3.500
FEEF	0	0	0
MEEF	-6	500	-506
SURE	817	0	817
PRR	609	0	609
Outra Dívida curto prazo	668	540	128
Outra Dívida longo prazo	170	458	-288
DÍVIDA NÃO EURO	0	279	-279
FMI	0	0	0
Outra Dívida	0	279	-279
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)	0	-22	22
TOTAL	55.352	47.763	7.589

Nota: Os valores relativos à execução de 2022 têm natureza provisória até à publicação da CGE/2022.

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 13 – Emissão de OT via sindicato

Data	Emissão	Valor nominal (EUR milhões)	Taxa de emissão	Spread vs benchmark ⁽¹⁾ (pb)	Mid swap spread(pb)
12-jan-2022	OT 1,15% ABR 2042	3.000	1,185%	114	60
06-abr-2022	OT 1,65% JUL 2032	3.000	1,694%	102	35

¹ Bund.

Fonte: IGCP

Quadro 14 – 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)
09-fev-2022	OT 2,125% OUT 2028	544	0	0,60%	-1,1
09-fev-2022	OT 0,3% OUT 2031	706	0	1,01%	29,6
09-mar-2022	OT 4,125% ABR 2027	500	1	0,22%	-31,1
09-mar-2022	OT 2,25% ABR 2034	500	21	1,15%	19,6
11-mai-2022	OT 0,475% OUT 2030	750	141	1,77%	4,3
08-jun-2022	OT 0,3% OUT 2031	750	10	2,33%	31,5
14-set-2022	OT 2,875% JUL 2026	470	0	1,78%	-69,2
14-set-2022	OT 1,65% JUL 2032	780	0	2,75%	17,6
12-out-2022	OT 2,875% OUT 2025	349	36	2,09%	-93,8
12-out-2022	OT 0,3% OUT 2031	651	72	3,23%	-5,0

Fonte: IGCP

Quadro 15 – Ofertas de troca de OT

Data	Título	Posição	Exchange offer YTM	Valor nominal (EUR milhões)
06-jul-2022	OT 2,125 OUT 2028	Emissão	1,64%	531
06-jul-2022	OT 0,9 OUT 2035	Emissão	2,50%	232
26-out-2022	OT 0,7 OUT 2027	Emissão	2,54%	1.023
26-out-2022	OT 1,65 JUL 2032	Emissão	3,19%	384
26-out-2022	OT 1,0 ABR 2052	Emissão	3,62%	325
				2.495
06-jul-2022	OT 4,95 OUT 2023	Compra	0.69%	538
06-jul-2022	OT 5,65 FEV 2024	Compra	0.85%	225
26-out-2022	OT 4,95 OUT 2023	Compra	1.98%	316
26-out-2022	OT 5,65 FEV 2024	Compra	2.04%	1.416
				2.495

Fonte: IGCP

Quadro 16 – 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)
19-jan-2022	BT 22 JUL 2022	495	15	-0.60%	-7.2
19-jan-2022	BT 20 JAN 2023	1005	130	-0.57%	-10.6
16-fev-2022	BT 20 MAI 2022	292	0	-0.61%	-8.7

16-fev-2022	BT 20 JAN 2023	958	0	-0.56%	-24.1
16-mar-2022	BT 23 SET 2022	500	130	-0.57%	-18.2
16-mar-2022	BT 17 MAR 2023	1250	58	-0.47%	-23.4
20-abr-2022	BT 22 JUL 2022	451	0	-0.66%	-18.0
20-abr-2022	BT 17 MAR 2023	800	0	-0.31%	-23.7
18-mai-2022	BT 18 NOV 2022	625	85	-0.18%	-4.8
18-mai-2022	BT 19 MAI 2023	875	130	0.24%	-7.5
15-jun-2022	BT 23 SET 2022	500	11	-0.30%	-14.8
21-set-2022	BT 17 MAR 2023	440	30	1.29%	-43.2
21-set-2022	BT 22 SET 2023	810	37	1.92%	-49.6

Nota: Exclui emissões a favor do FRDP

Fonte: IGCP

Quadro 17 – CEDIC/CEDIM

	2021				2022			
	Valor nominal (EUR milhões)	Número de operações	Taxa média ¹ (%)	Prazo médio (anos)	Valor nominal (EUR milhões)	Número de operações	Taxa média ¹ (%)	Prazo médio (anos)
CEDIC								
Emissões	21 376	331	0,07%	0,41	28 128	465	0,28%	0,28
Amortizações antecipadas	188	23	0,06%	0,55	696	36	0,08%	0,39
<i>Saldo final de ano</i>	<i>17 523</i>				<i>20 826</i>			
CEDIM								
Emissões	0	1	0,47%	10,35	248	12	2,01%	3,99
Amortizações antecipadas	0	0	0,00%	0,00	16	2	1,99%	1,16
<i>Saldo final de ano</i>	<i>580</i>				<i>786</i>			

¹ 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 2022, o grupo de OEVT era composto por 17 bancos e o grupo de EBT por 19 bancos.

Em 2022, destaca-se a *performance* dos seguintes participantes no mercado de OT e BT, respetivamente:

Quadro 18 – OEVT com melhor desempenho em 2022

1	JP Morgan
2	BNP Paribas
3	Morgan Stanley
4	Barclays Bank
5	Deutsche Bank

Fonte: IGCP

Quadro 19 – EBT com melhor desempenho em 2022

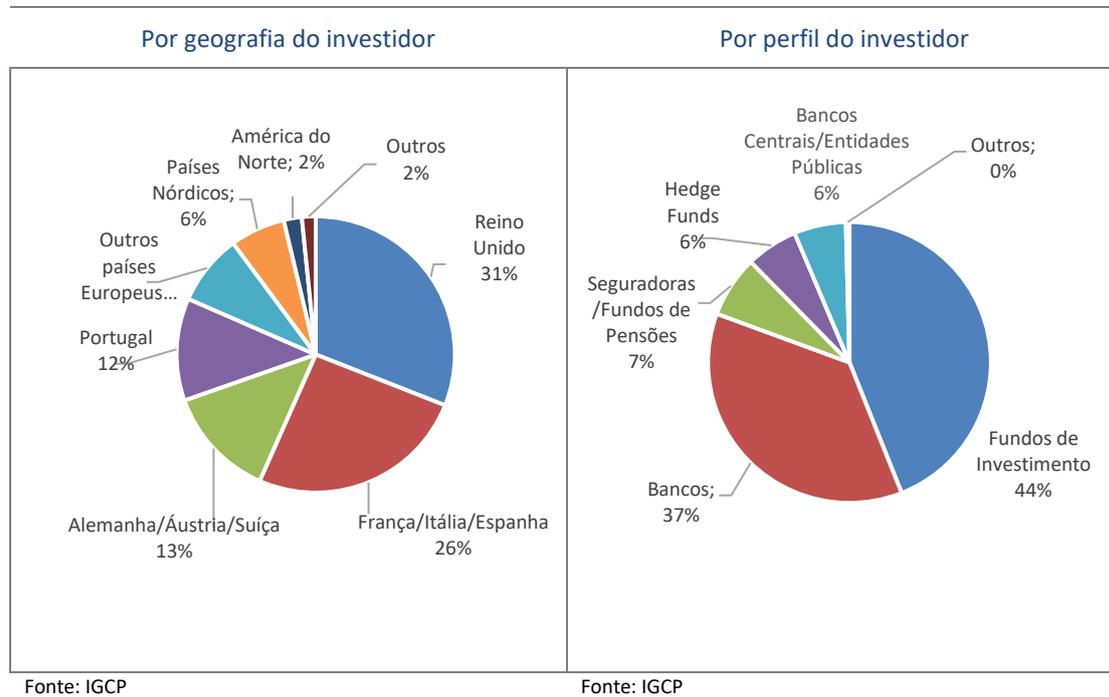
1	Millennium BCP
2	JPMorgan
3	Crédit Agricole
4	Bank of America
5	Goldman Sachs

Fonte: IGCP

A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT

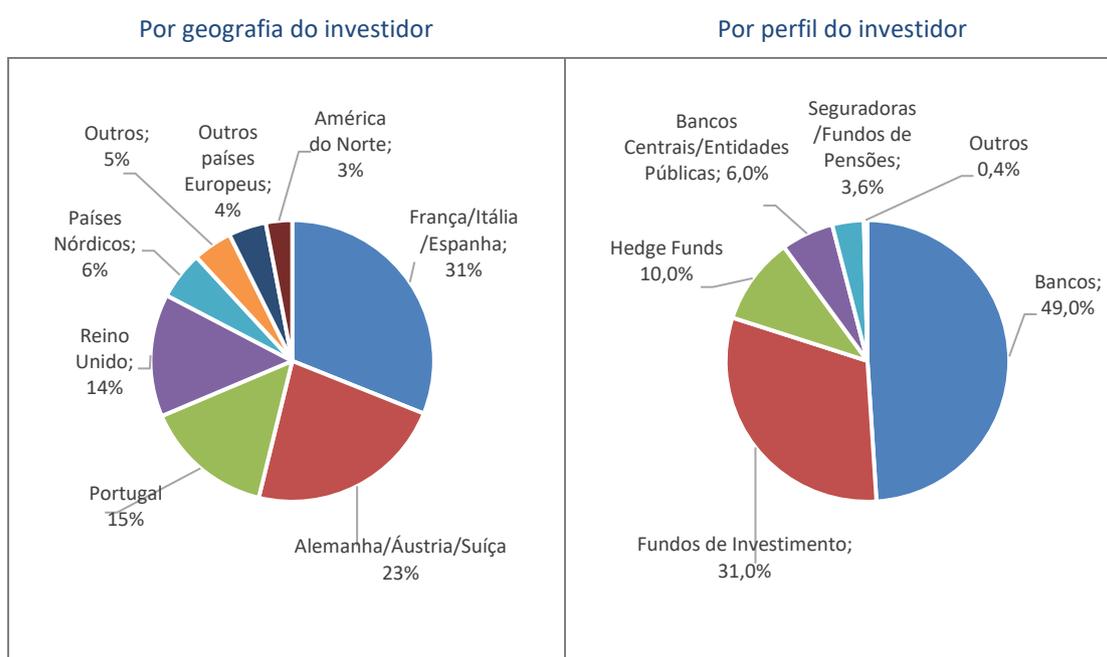
Em janeiro de 2022, a República Portuguesa colocou EUR 3 mil milhões de OT através de uma operação sindicada a 20 anos. Nesta operação, cerca de 88% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores do Reino Unido (31%), mas também a presença relevante de investidores de França, Itália e Espanha (com cerca de 26% da distribuição), e da Alemanha, Áustria e Suíça (com 13% 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 25 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2022: Novo Benchmark a 20 anos



Em abril de 2022, a República Portuguesa voltou a colocar em mercado EUR 3 mil milhões através de uma operação sindicada referente a uma nova OT a 10 anos. Nesta operação, cerca de 85% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores de França, Itália e Espanha (com cerca de 31% da distribuição), da Alemanha, Áustria e Suíça (23%), e do Reino Unido com 14% de alocação. Os Fundos de Investimento e os Bancos foram os principais participantes nesta transação com cerca de 31% e 49%, respetivamente.

Gráfico 26 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2022: Novo Benchmark a 10 anos



Fonte: IGCP

Fonte: IGCP

A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado

Quadro 20 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2022			Saldo em	
	31/dez/21	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31/dez/22	Estrutura
1. Dívida denominada em euros (excl. empré	220.116	79,0%	65.007	58.081	783	227.824	79,4%
Transacionável	167.587	60,2%	25.011	26.389	783	166.992	58,2%
ECP	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
BT (valor descontado)	6.467	2,3%	10.836	9.576	0	7.727	2,7%
OT	154.443	55,5%	14.175	12.909	783	156.492	54,5%
OTRV	4.500	1,6%	0	3.500	0	1.000	0,3%
Outras obrigações	100	0,0%	0	100	0	0	0,0%
MTN	2.070	0,7%	0	304	0	1.766	0,6%
Obrigações de retalho	7	0,0%	0	0	0	7	0,0%
Não Transacionável	52.529	18,9%	39.996	31.692	0	60.832	21,2%
Certificados de Aforro	12.469	4,5%	7.880	723	0	19.626	6,8%
Valor de aquisição	8.190	2,9%	7.712	579	0	15.323	5,3%
Juros capitalizados	4.279	1,5%	168	144	0	4.303	1,5%
Certificados do Tesouro	17.849	6,4%	2.238	4.844	0	15.243	5,3%
CEDIC	17.523	6,3%	28.150	24.847	0	20.826	7,3%
CEDIM	580	0,2%	248	42	0	786	0,3%
Contas margem	540	0,2%	1.034	906	0	668	0,2%
Outros	3.568	1,3%	446	330	0	3.683	1,3%
2. Dívida denominada em moedas não euro	2.984	1,1%	0	279	169	2.873	1,0%
Transacionável	2.984	1,1%	0	279	169	2.873	1,0%
ECP	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	2.984	1,1%	0	279	169	2.873	1,0%
Não Transacionável	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
3. Empréstimos oficiais	55.390	19,9%	1.420	500	12	56.322	19,6%
Empréstimos SURE (UE)	5.411	1,9%	817	0	6	6.234	2,2%
Empréstimos PRR (UE)	351	0,1%	609	0	0	960	0,3%
PAEF	49.628	17,8%	-6	500	6	49.128	17,1%
FEEF	25.328	9,1%	0	0	0	25.328	8,8%
MEEF	24.300	8,7%	-6	500	6	23.800	8,3%
FMI	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
4. Dívida total (1.+ 2.+3.)	278.489	100,0%	66.427	58.860	964	287.019	100,0%
5. Efeito cambial de cobertura de derivad	-478					-627	
6. Dívida total após cobertura de derivados (278.011					286.392	

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

(valores em EUR milhões)

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

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 22 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)

(valores em EUR milhões)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Juros da dívida pública								
Bilhetes do Tesouro	35	5	-14	-46	-47	-49	-49	-23
Obrigações do Tesouro	4.361	4.315	4.384	4.220	3.930	3.616	3.327	3.223
Empréstimos Oficiais	2.215	1.942	1.574	1.245	1.115	1.063	862	589
Certificados de Aforro e do Tesouro	687	734	707	790	750	582	623	717
Outros	352	365	454	516	549	543	486	390
Total de juros pagos	7.650	7.362	7.106	6.725	6.297	5.755	5.248	4.895
Juros recebidos de aplicações financeiras	-13	-3	-4	1	-1	8	13	-14
Juros e outros encargos líquidos	7.637	7.358	7.103	6.726	6.296	5.763	5.261	4.882

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 23 – 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	6.725	2,8%	-381	139	-510	-10
2019	248.285	6.297	2,5%	-428	177	-589	-16
2020	259.664	5.755	2,2%	-542	289	-794	-36
2021	273.403	5.248	1,9%	-508	305	-771	-41
2022	282.754	4.895	1,7%	-353	180	-515	-18

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.