

**Relatório UTAO n.º 3/2022**

# Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: fevereiro de 2022

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento  
da economia

22 de fevereiro de 2022

---

### Ficha técnica

---

A análise efetuada é da exclusiva responsabilidade da Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO) da Assembleia da República. Nos termos da [Lei n.º 13/2010, de 19 de julho](#), a UTAO é uma unidade especializada que funciona sob orientação da comissão parlamentar permanente com competência em matéria orçamental e financeira, prestando-lhe assessoria técnica especializada através da elaboração de estudos e documentos de trabalho técnico sobre gestão orçamental e financeira pública.

Este estudo, orientado e revisto por Rui Nuno Baleiras, foi elaborado por António Antunes e Jorge Faria Silva.

**Título:** Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro de 2022

**Coleção:** Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

**Relatório UTAO N.º 3/2022**

**Data de publicação:** 22 de fevereiro de 2022

**Data-limite para incorporação de informação:** 22 de fevereiro de 2022

**Disponível em:** <https://www.parlamento.pt/sites/COM/XIVLeg/5COF/Paginas/utao.aspx>

---

## Índice geral

Índice geral .....	i
Índice de Gráficos .....	i
Índice de Caixas .....	i
Índice de Tabelas .....	i
Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos .....	ii
Sumário .....	1
<b>1 Introdução .....</b>	<b>3</b>
<b>2 Dívida soberana na área do euro .....</b>	<b>4</b>
2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana .....	4
2.2 Decisões de política monetária do BCE .....	7
<b>3 Evolução da dívida pública .....</b>	<b>10</b>
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros .....	10
3.2 Dívida direta do Estado .....	13
3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i> .....	22
3.4 Dívida não financeira .....	24
<b>4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa .....</b>	<b>24</b>
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo) .....	25
4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa ( <i>stock</i> ) .....	27

## Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal. 5	
Gráfico 2 – Evolução diária em fevereiro de 2022 da taxa de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos da dívida pública portuguesa .....	6
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa .....	6
Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a área do euro: janeiro de 1999 a dezembro de 2021 .....	8
Gráfico 5 – <i>Stock</i> conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro .....	16
Gráfico 6 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro .....	16
Gráfico 7 – Variação homóloga dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro .....	17
Gráfico 8 – Perfis anuais de amortização .....	19
Gráfico 9 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro .....	20
Gráfico 10 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> .....	23
Gráfico 11 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas .....	24
Gráfico 12 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado .....	26
Gráfico 13 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado .....	26
Gráfico 14 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias .....	27
Gráfico 15 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo .....	27
Gráfico 16 – Dívida externa líquida .....	28
Gráfico 17 – Posição de investimento internacional .....	28

## Índice de Caixas

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental .....	10
Caixa 2 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo .....	28

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade ( <i>yield</i> ) para títulos com maturidade a 10 anos .....	4
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos .....	6
Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública .....	12
Tabela 4 – Dívida direta do Estado .....	14
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida .....	15
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro .....	18

Tabela 7 – Programa de financiamento da República Portuguesa .....21

Tabela 8 – Decomposição da dívida pública de *Maastricht* por instrumento.....23

## Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

Sigla/abreviatura	Designação
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>   Programa de Compra de Ativos
BCE	Banco Central Europeu
BPP	Banco Privado Português
BT	Bilhetes do Tesouro
CA	Certificados de Aforro
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo
CT	Certificados do Tesouro
DGO	Direção-Geral do Orçamento
E.P.E.	Entidade Pública Empresarial
EPR	Entidade Pública Reclassificada
FEEF	Fundo Europeu de Estabilização Financeira
FMI	Fundo Monetário Internacional
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E.
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
INE	Instituto Nacional de Estatística
M€	Milhão(ões) de euros
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
OE/2021	Orçamento do Estado para 2021
ORPA/TLTRO	Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado <i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>
OT	Obrigações do Tesouro
p.	Página
p.b.	Ponto(s)-base
p.p.	Ponto(s) percentual(ais)
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PEPP/PCEP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> Programa de Compras de Emergência Pandémica
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição de Investimento Internacional
PRR	Plano de Recuperação e Resiliência
RAA	Região Autónoma dos Açores
SURE	<i>Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency</i> Apoio para mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência
UE	União Europeia
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental

## Sumário

No início de fevereiro assistiu-se a um aumento das taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos para Portugal, Grécia, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha. Tendo como comparação o final de 2021, regista-se uma subida das taxas de rendibilidade para o mesmo conjunto de países, sendo que a Grécia foi aquele que registou o maior acréscimo.

Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos, medidos pelo diferencial de rendibilidade face ao título alemão, aumentaram no início de fevereiro de 2022. Em 11 de fevereiro de 2022 todos os países elencados no parágrafo anterior registavam prémios de risco superiores aos níveis verificados no final de 2021. Esta subida ocorreu, sobretudo, nos primeiros 11 dias de fevereiro, após as decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE). O agravamento dos "spreads" foi maior para os países mais endividados em percentagem do PIB.

A 11 de fevereiro de 2022, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2021. Desde o final de 2021, o prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos aumentou 22,8 pontos base, dos quais 21,8 correspondem ao acréscimo ocorrido nos primeiros 11 dias de fevereiro de 2022.

As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro, efetuadas a 9 de fevereiro de 2022, registaram um aumento da taxa de juro nas maturidades a sete e a 10 anos. Relativamente às maturidades mais curtas, as emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em janeiro ainda foram asseguradas a taxas de juro muito próximas das registadas em leilões anteriores para idênticas maturidades. Se as expectativas de reorientação da política monetária do BCE se intensificarem, é de esperar nos próximos meses um maior recurso relativo a emissões de curto prazo porque tais expectativas irão levar a um alargamento do desvio entre as taxas de rentabilidade ("yields") das maturidades a cinco e mais anos e as taxas de maturidades até um ano.

As medidas de política monetária adotadas pelo Conselho do BCE visam preservar condições de liquidez favoráveis e uma política monetária acomodatória. As decisões de política monetária mais recentes, tomadas pelo Conselho de Governação, ocorreram a 3 de fevereiro de 2021, destacando-se a redução gradual do ritmo de aquisição de ativos nos próximos trimestres, a descontinuação das aquisições líquidas de ativos (ao abrigo do Programa de Compras de Emergência Pandémica) no final de março de 2022 e o prolongamento, por mais um ano, do período de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos. O Conselho do BCE decidiu ainda manter a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento, bem como as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito em 0,00%, 0,25% e -0,50%, respetivamente.

Na conferência de imprensa que se seguiu à reunião de política monetária do Banco Central Europeu, a presidente Christine Lagarde e o vice-presidente Luis de Guindos, explicitaram alguns aspetos no que diz respeito à evolução da inflação. A taxa de inflação registou uma subida acentuada nos últimos meses, sobretudo devido ao impacto direto da subida dos preços dos produtos energéticos, sendo expectável que desça ao longo de 2022 para uma média próxima de 2% na Área do Euro. O Banco Central Europeu reconhece sinais de viragem na inflação e nas perceções de risco relativo das dívidas soberanas e mostra-se atento à emergência de possíveis espirais ascendentes de preços entre os mercados de bens e serviços, por um lado, e os mercados de trabalho, por outro. As antigas diferenças na perceção de risco das dívidas soberanas face à alemã parecem estar de volta e a penalizar mais os Estados-Membros (EM) do Sul da Europa do que nos demais. As razões são a expectativa de alteração na postura da política monetária já incorporada, pelo menos, em parte, nas decisões de carteira dos investidores internacionais, bem como as perceções dos mesmos sobre as diferenças no risco de sustentabilidade da dívida pública entre EM. Os decisores políticos nacionais têm que ter estes sinais bem presentes nas próximas escolhas de política orçamental que fizerem.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado, em 2021 a receita proveniente de emissões de dívida (líquidas de amortizações), na ótica de tesouraria, diminuíram face a 2020. Pelo contrário, a despesa (bruta) em ativos financeiros executada em 2021 foi maior do que no período homólogo. A grande maioria da despesa em ativos financeiros teve como destino as Empresas Públicas Reclassificadas, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos. A receita de ativos financeiros arrecadada em 2021 foi de 644 M€. Face aos valores orçamentados no OE/2021, e numa ótica de tesouraria, em 2021 o Estado financiou-se num montante próximo de três quartos do previsto para o conjunto do ano.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de dezembro de 2021 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2020, maioritariamente em resultado do aumento do "stock" de dívida titulada de médio e longo prazos e dos empréstimos SURE e PRR. Em termos mensais, em dezembro de 2021 também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, concentrado em títulos de curto prazo. A despesa com juros da dívida pública direta diminuiu em 2021, face ao despendido em 2020. O volume de reembolsos de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os próximos dez anos, diminuiu, mas continua a exigir um elevado volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá necessariamente nas futuras operações de refinanciamento.

A dívida pública na ótica de "Maastricht" situou-se em 127,5% do PIB no final de 2021, sendo 7,7 p.p. inferior ao observado no final do ano anterior. Esta variação foi determinada por dois contributos no mesmo sentido, embora

com magnitudes diferentes: o efeito numerador (- 0,4 p.p.) devido à descida nominal da dívida pública decorrente da redução dos depósitos das Administrações Públicas, bem como o contributo do efeito denominador (- 7,3 p.p.) decorrente da subida do PIB nominal. É de referir que o máximo da série estatística foi registado no 1.º trimestre de 2021 (139,1% do PIB nominal).

Excluindo os depósitos na dívida de "Maastricht", o rácio da dívida pública situou-se em 120,1% do PIB no final de 2021, abaixo do observado no final do ano anterior (123,2%). Este resultado foi determinado pela melhoria do denominador (PIB) em 2021, já que o numerador subiu.

Em valor nominal, a dívida pública situou-se em 269,6 mil M€ no final de dezembro de 2021, o que reflete um decréscimo de 891 M€. No entanto, é de salientar que a dívida pública de "Maastricht" líquida de depósitos subiu entre o final de 2020 (246,6 mil M€) e o final de 2021 (253,9 mil M€), refletindo um acréscimo de 7,4 mil para o qual contribuiu, essencialmente, o défice orçamental das AP. Os ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas situaram-se em 15,7 mil M€ no final de dezembro de 2021, o que representa uma descida homóloga de 8,3 mil M€. O subsector regional e local inverteu no período pandémico a descida no valor nominal da sua dívida de Maastricht que registava desde meados de 2012.

Relativamente à dívida comercial, estes passivos das Administrações Públicas ascenderam a 3196 M€ no final de novembro de 2021, o que é equivalente a 1,2% da dívida de "Maastricht". Face ao final do mês homólogo, observou-se uma subida de 412 M€.

A economia portuguesa apresentou capacidade de financiamento (0,4% do PIB) durante o ano terminado no 3.º trimestre de 2021, a que corresponde uma melhoria de 0,3 p.p. do PIB face ao período homólogo. Contudo, a capacidade de financiamento foi determinada pelo contributo do sector privado (4,3% do PIB), que mais do que compensou o contributo do sector das Administrações (défice orçamental de 3,9% do PIB).

É de referir que o saldo da balança de capital beneficiou do montante de 1114 M€ relativo à devolução em 2021 das margens pré-pagas pelo Estado português ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira, que haviam sido pagas em 2011 no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). Esta devolução representa 0,5% do PIB anual terminado no 3.º trimestre de 2021, o que contribuiu positivamente para a capacidade de financiamento de Portugal.

A taxa de poupança do sector institucional Famílias situou-se em 11,3% do rendimento disponível bruto no ano terminado no 3.º trimestre de 2021, descendo após o máximo (14,4%) da série estatística verificado no 1.º trimestre de 2021. Contudo, é de referir que os níveis mais elevados de taxa de poupança desde o início da pandemia refletem uma heterogeneidade entre agregados familiares: uma parte das famílias manteve os rendimentos do trabalho e de outras fontes de rendimento, enquanto outras famílias enfrentaram descida dos rendimentos.

A dívida externa em valor nominal desceu entre o final do 4.º trimestre de 2020 (175,6 mil M€) e o final do 4.º trimestre de 2021 (170,6 mil M€), o que determinou uma melhoria da Posição de Investimento Internacional (PII) neste mesmo período. Em percentagem do PIB, a evolução foi favorável não só devido ao efeito numerador (valor nominal da dívida externa), como também devido ao efeito denominador (PIB nominal).

Com efeito, o rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 87,8% no final do 4.º trimestre de 2020 para 80,7% no final do 4.º trimestre de 2021. Esta evolução foi determinada pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 10,5 p.p. do PIB, situando-se em 59,0% do PIB no final do 4.º trimestre de 2021. É de referir que a dívida pública detida pelo banco central de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurosystema não é considerada dívida externa.

Consequentemente, verificou-se um aumento da PII no PIB, embora permanecendo fortemente negativa, passando de - 104,8% do PIB no final do 4.º trimestre de 2020 para - 95,8% no final do 4.º trimestre de 2021. A dívida externa líquida de Portugal é a principal componente da PII.

## 1 Introdução

---

**1. Este relatório insere-se na coleção de publicações periódicas, com periodicidade trimestral, que monitoriza os desenvolvimentos infra-anuais na dívida das Administrações Públicas e na restrição de financiamento da economia portuguesa.**

**2. A Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO) agradece às entidades que produziram as fontes de informação utilizadas neste relatório,** e devidamente identificadas em rodapé dos gráficos e tabelas, bem como à Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E.P.E. (IGCP, E.P.E.) pelo envio mensal da informação sobre a dívida pública direta do Estado.

**3. Sempre que apropriado, a variação dos agregados financeiros em 2021 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2020 e com os valores previstos para o conjunto de 2021 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/2021).** Em casos justificados, a informação estatística dos últimos meses é comparada com a de anos mais recuados para melhor contextualizar os desenvolvimentos de curto prazo (taxas de rendibilidade de dívida soberana, emissões de Certificados de Aforro e do Tesouro e dívida de *Maastricht*, por exemplo).

**4. O horizonte temporal desta análise abrange o período janeiro a dezembro de 2021, sendo que nem todas as variáveis apresentam a mesma data de corte.** O presente relatório tem como horizonte temporal de referência o ano de 2021, apresentando, contudo, dados com data de fecho anterior ou posterior consoante a disponibilidade da informação mais recente à data limite para incorporação de informação. Assim, no caso do Capítulo 2, na Secção 2.1 que aborda os mercados da dívida soberana, foi utilizada a informação disponível até 11 de fevereiro de 2022 e na Secção 2.2 deu-se conta das mais recentes decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tomadas até à reunião de 3 de fevereiro de 2022. Relativamente ao Capítulo 3, que versa sobre a restrição de tesouraria do Estado e dívida pública nas duas óticas contabilísticas, o período de referência é o mês de dezembro de 2021, quer para a evolução da dívida direta do Estado quer para a despesa com juros; para as análises que respeitam às operações de emissão e amortização de dívida pública foi possível incorporar informação disponibilizada até 15 de fevereiro de 2022. Nas Secções 3.3 e 3.4 foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal para o *stock* da dívida pública. A análise nas mesmas tem por referência momentos distintos em função da disponibilidade dos dados: o rácio da dívida pública em percentagem do PIB — dezembro de 2021, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — dezembro de 2021 e o valor nominal desagregado por subsector — novembro de 2021. Por fim, no Capítulo 4 foram utilizados dados relativos a dois momentos: as contas nacionais trimestrais mais recentes por sector institucional divulgadas pelo INE reportam-se ao 3.º trimestre de 2021; para a Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa são usados os dados difundidos em 21 de fevereiro de 2021 pelo Banco de Portugal no Boletim Estatístico, com data de corte a 31 de dezembro de 2021.

**5. O relatório encontra-se organizado com a seguinte configuração:** o Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com maior destaque para a evolução mais recente, a que aconteceu nas primeiras duas semanas de fevereiro de 2022. A dívida pública portuguesa é o objeto de análise no Capítulo 3. Caracteriza os movimentos nos vários instrumentos de financiamento direto do Estado, a evolução da dívida pública na aceção de *Maastricht* — distinguindo as evoluções por subsectores — e ainda o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços. Por fim, o Capítulo 4 informa sobre o financiamento da economia portuguesa, decomposta entre sectores público e privado. Uma caixa encerra o relatório, para explicar os conceitos de contas externas usados no Capítulo 4.



## 2 Dívida soberana na área do euro

**6. O presente capítulo encontra-se organizado em duas secções.** A Secção 2.1 apresenta indicadores de rentabilidade e prémio de risco da dívida pública portuguesa e de uma seleção de Estados-Membros da união monetária europeia. A Secção 2.2 dá conta das mais recentes decisões de política monetária tomadas pelo Eurosystema, até à data de fecho deste relatório.

### 2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

**7. No início de fevereiro assistiu-se a um aumento das taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos para todos os emitentes listados na Tabela 1. Desde o final de 2021 regista-se uma subida das taxas de rentabilidade para o mesmo conjunto de países, sendo que a Grécia foi aquele que registou o maior acréscimo.** Em 11 de fevereiro de 2022, Portugal, Grécia, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha registavam taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos superiores às que haviam sido alcançadas no final de janeiro de 2022, apenas 11 dias antes: Portugal (+0,50 p.p.), Grécia (+0,74 p.p.), Itália (+0,66 p.p.), Espanha (+0,47 p.p.), Irlanda (+0,35 p.p.), Bélgica (+0,36 p.p.), França (+0,34 p.p.) e Alemanha (+0,29 p.p.). Com efeito, face ao final de 2021, todos os países elencados na Tabela 1 registaram uma subida nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos, sendo as maiores subidas alcançadas por Grécia (+1,31 p.p.), Itália (+ 0,78 p.p.), Portugal (+0,70 p.p.) e Espanha (+ 0,65 p.p.). Por ordem decrescente, a 11 de fevereiro, três dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rentabilidade superiores aos 1,17% dos títulos portugueses. Nessa data encontravam-se nesta condição os títulos da Grécia (2,62%), de Itália (1,95%) e da Espanha (1,21%).

**Tabela 1 – Taxas de rentabilidade (yield) para títulos com maturidade a 10 anos**  
(em percentagem e em pontos percentuais)

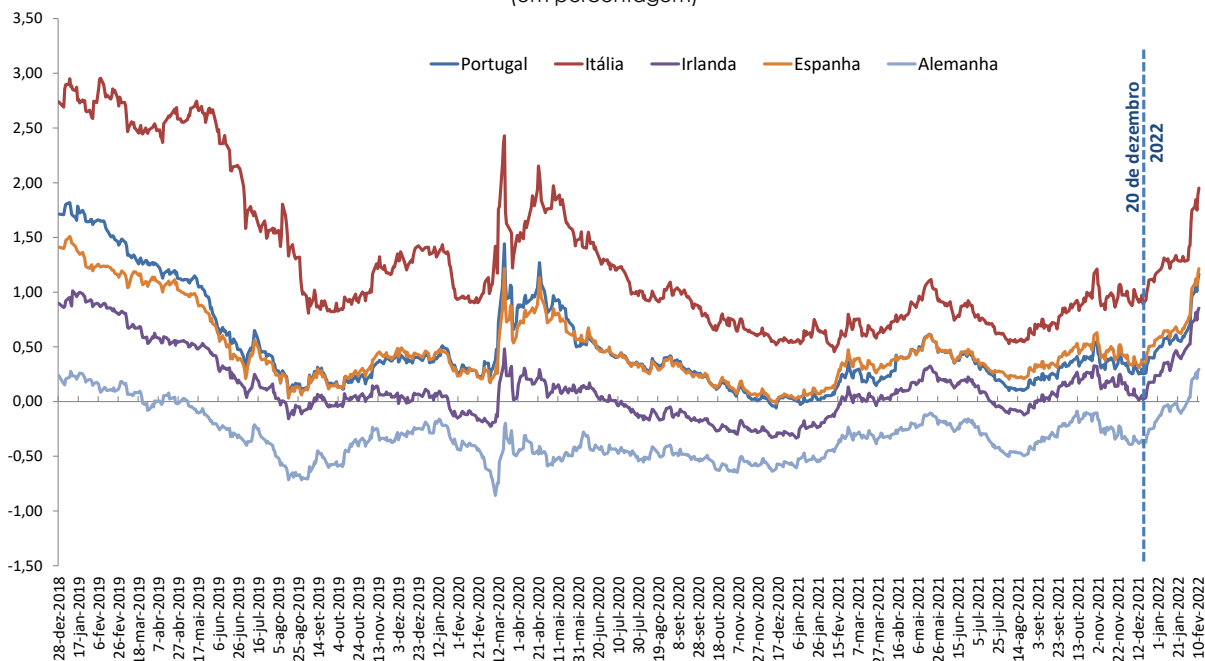
	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	30 dez. 2020	30 dez. 2021	31 jan. 2022	11 fev. 2022	Varição entre 31/jan. e 11/fev. (em p.p.)	Varição desde o início do ano (em p.p.)
<b>Portugal</b>	<b>2,50</b>	<b>3,75</b>	<b>1,91</b>	<b>1,71</b>	<b>0,43</b>	<b>0,04</b>	<b>0,46</b>	<b>0,66</b>	<b>1,17</b>	<b>0,50</b>	<b>0,70</b>
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,62	1,31	1,88	2,62	0,74	1,31
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,56	1,17	1,29	1,95	0,66	0,78
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,06	0,56	0,74	1,21	0,47	0,65
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,29	0,24	0,51	0,85	0,35	0,62
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,38	0,18	0,35	0,70	0,36	0,52
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,33	0,19	0,42	0,77	0,34	0,57
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,56	-0,18	0,01	0,29	0,29	0,48

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**8. Desde o final de dezembro de 2021 tem-se vindo a registar um movimento de subida nas taxas de rentabilidade da dívida soberana na área do euro.** Após um período de contração, que se iniciou no segundo trimestre de 2021, as taxas de rentabilidade das dívidas soberanas mantiveram-se em níveis relativamente baixos até próximo do final de 2021 (Gráfico 1). Com efeito, em 17 de dezembro do ano transato, de entre os oito países elencados na Tabela 1, três registaram taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos negativas: Alemanha (- 0,38%), Bélgica (- 0,04%) e França (- 0,03%). Dos restantes países, apenas a Grécia enfrentava taxas de rentabilidade superiores à unidade: Irlanda (0,02%), Portugal (0,25%), Espanha (0,33%), Itália (0,89%) e Grécia (1,19%). Após esta data, seguiu-se um movimento de subida das taxas de juro da dívida soberana. No final de 2021, somente a Alemanha mantinha taxas de rentabilidade negativas para os títulos soberanos a 10 anos (Tabela 1). O mês de janeiro e os primeiros 11 dias de fevereiro mantiveram a tendência de crescimento das taxas de juro das dívidas soberanas. A Alemanha registou a 11 de fevereiro uma yield de 0,29% para os seus títulos a 10 anos, o que representa um novo máximo desde 3 de dezembro de 2018. No caso de Portugal, em 11 de fevereiro de 2022 a taxa de rentabilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendia a 1,17%, sendo necessário recuar até 23 de abril de 2020 para encontrar um valor superior.



**Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade (yield) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal**  
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**9. Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos aumentaram no início de fevereiro de 2022. Em 11 de fevereiro de 2022 todos os países elencados na Tabela 2 registavam prémios de risco superiores aos níveis verificados no final de 2021. Esta subida ocorreu, sobretudo, nos primeiros 11 dias de fevereiro.** Os prémios de risco da dívida soberana, medidos através da diferença de rendibilidade do instrumento de um país face ao título alemão com a mesma maturidade, aumentaram durante os primeiros 11 dias de fevereiro para a generalidade dos Estados-Membros. Todos os países listados na Tabela 2 apresentaram um agravamento dos seus prémios de risco face ao nível registado no final de janeiro. Grécia, Itália, Portugal e Espanha registavam, em 11 de fevereiro, os acréscimos mais significativos nos prémios de risco, face ao final de janeiro: +45,5, +37,2, +21,8 e +18,5 p.b., respetivamente. Bélgica, Irlanda e França também apresentavam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana acima do registado no final de janeiro (+7,1, +6,0 e +5,6 p.b., respetivamente). Em termos relativos, no final de 2015 Portugal detinha o segundo nível mais elevado, de entre as sete dívidas observadas, com 188 p.b., posição que mantinha no final de 2016, com 354 p.b.. Nos anos seguintes, o prémio de risco da dívida italiana ultrapassou o da dívida portuguesa. No final de 2020, Portugal ocupava o quarto lugar entre os países com maior prémio de risco (60 p.b.), ligeiramente abaixo da Espanha (61 p.b.). Apesar de algumas variações mensais de sinal contrário, em 2021 Portugal registou um ligeiro aumento do prémio de risco em +4 p.b., uma evolução mais favorável do que a alcançada por todos os demais países elencados na Tabela 2. Assim, no final de 2021 o prémio de risco da dívida portuguesa valia 64 p.b., um valor abaixo do de Espanha (74 p.b.) e muito inferior aos de Itália (135 p.b.) e da Grécia (150 p.b.) — Ver Tabela 2.

**10. Convém prestar atenção no curto prazo à evolução dos prémios de risco.** O que está a suceder em fevereiro não é acidental. Os Estados-Membros do Euro parecem estar a voltar às divergências passadas na perceção de risco por parte dos investidores. Sendo certo que muitos países estão a ser percecionados como mais arriscados do que a Alemanha, não pode passar despercebido o facto de a distância se estar a cavar mais entre os EM mais endividados e a Alemanha do que entre os demais e a Alemanha. Esta evolução, muito recente, estará com certeza ligada aos anúncios do BCE e às expectativas dos mercados de uma alteração na orientação da política monetária na Área do Euro. Para já, o BCE anunciou a 3 de fevereiro reduções no ritmo de compras líquidas (de amortizações) de títulos de dívida soberana, mas já se especula sobre o início de subidas nas taxas diretoras. Isabel Schnabel, na entrevista publicitada pelo *Financial Times* em 15 de fevereiro, exprimiu a atenção do BCE a este aparente regresso às divergências do passado motivadas pela expectativa de inflação e subida das taxas de juro à escala global e, muito em particular, na união monetária. A próxima secção desenvolve o reporte sobre as decisões de Política Monetária mais recentes do Eurosystema.

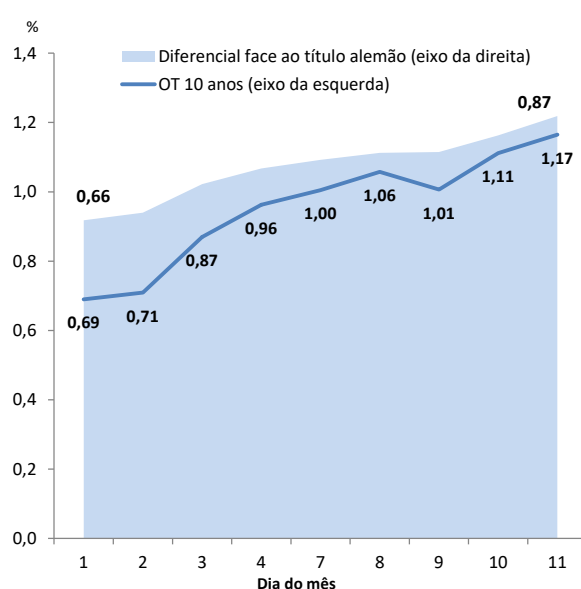
**Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos-base)

	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	30 dez. 2020	30 dez. 2021	31 jan. 2022	11 fev. 2022	Varição entre 31/jan. e 11/fev. (em p.b.)	Varição desde o início do ano (em p.b.)
Portugal	188	354	149	148	62	60	64	65	87	21,8	22,8
Grécia	766	690	369	416	161	118	150	187	233	45,5	83,0
Itália	97	161	158	250	160	112	135	128	166	37,2	30,5
Espanha	114	118	113	117	65	61	74	74	92	18,5	17,6
Irlanda	52	54	24	66	30	26	42	50	56	6,0	14,0
França	36	48	36	47	30	23	38	42	47	5,6	9,5
Bélgica	34	32	20	53	27	18	36	34	41	7,1	4,5

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

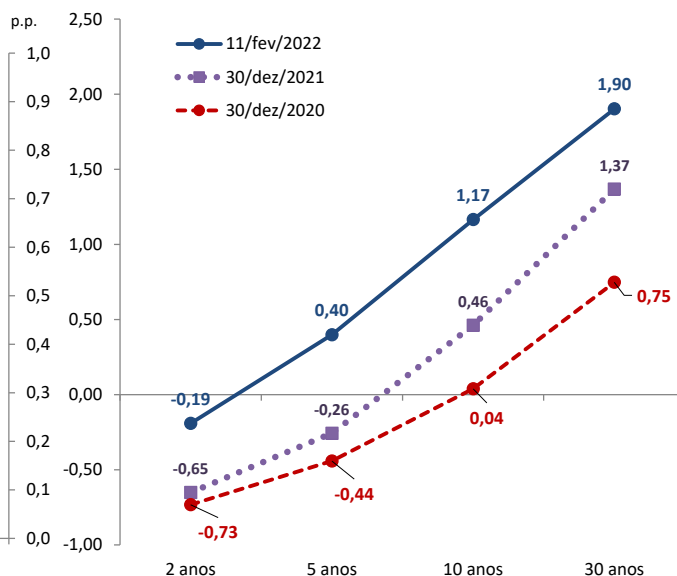
**11. A 11 de fevereiro de 2022, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2021.** Em 11 de fevereiro de 2021, a posição da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima das curvas de rendimentos verificadas no final de 2020 e no final de 2021, com um declive ligeiramente mais acentuado do registado a 30 de dezembro de 2020 (Gráfico 3). No período compreendido entre 30 de dezembro de 2021 e 11 de fevereiro de 2022, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se para cima, em todas as maturidades, refletindo o aumento das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa. Na sequência desta evolução, é de referir que as taxas de rendibilidade das maturidades mais longas (a cinco, dez e trinta anos) registam *yields* positivas. No final de 2021 os títulos da dívida portuguesa com maturidade a cinco anos registavam uma taxa de rendibilidade negativa (-0,26%), facto que já não se verifica desde 3 de fevereiro de 2022. Na maturidade mais curta (dois anos), as taxas de rendibilidade da dívida portuguesa ainda se apresentavam negativas em 11 de fevereiro (-0,19%), mas registaram um aumento significativo face ao final de 2021 (+0,46 p.p.).

**Gráfico 2 – Evolução diária em fevereiro de 2022 da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa**  
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa**  
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

## 2.2 Decisões de política monetária do BCE

**12. As decisões de política monetária mais recentes tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) ocorreram a 3 de fevereiro de 2021, destacando-se a redução gradual do ritmo de aquisição de ativos nos próximos trimestres, a descontinuação das aquisições líquidas de ativos ao abrigo do PEPP no final de março de 2022 e o prolongamento, por mais um ano, do período de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos.** Com efeito, e em linha com as decisões de política monetária tomadas na anterior reunião, resultaram desta reunião as seguintes decisões de política monetária:

- A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito **permanecem inalteradas** em 0,00%, 0,25% e - 0,50%, respetivamente. O BCE espera que as taxas diretoras permaneçam nos níveis atuais ou em níveis inferiores, até verificar que o seu objetivo simétrico de inflação de 2% no médio prazo é alcançado. Ademais, o Conselho do BCE considera que a proiecção deste objetivo pode *"implicar um período transitório, durante o qual a inflação se situe moderadamente acima do objetivo"*;
- Relativamente às aquisições de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP*), com uma dotação total de 1850 mil M€, o Conselho do BCE decidiu:
  - **Redução do ritmo das aquisições líquidas de ativos** ao abrigo deste programa, face ao registado no trimestre anterior;
  - **Descontinuar a aquisição líquida de ativos ao abrigo do PEPP no final de março de 2022;**
  - **Prolongar, em mais um ano** (pelo menos até ao final de 2024), o horizonte temporal de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do PEPP. A anterior decisão de Política Monetária, tomada em 28 de outubro de 2021, estabelecia que este prazo se estendia *"pelo menos, até ao final de 2023"*, sinalizando-se agora o seu alargamento em mais um ano, acrescentando que *"a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada"* e que as aquisições líquidas no contexto do PEPP podem ser retomadas, se tal for necessário, *"para contrariar choques negativos relacionados com a pandemia"* de COVID-19;
- **Reduzir gradualmente o ritmo mensal de aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (Asset Purchase Programme — APP)**, nos seguintes termos:
  - O ritmo mensal de aquisições líquidas ao abrigo do APP será de 40 mil M€ no segundo trimestre de 2022 e de 30 mil M€ no terceiro trimestre de 2022;
  - A partir de outubro de 2022 o ritmo mensal de aquisições líquidas ao abrigo do APP manter-se-á em 20 mil M€.
- **Continuar a reinvestir a totalidade dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do programa APP:** *"o Conselho do BCE pretende (...) continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado, após a data em que comece a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e (...) enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária"*.

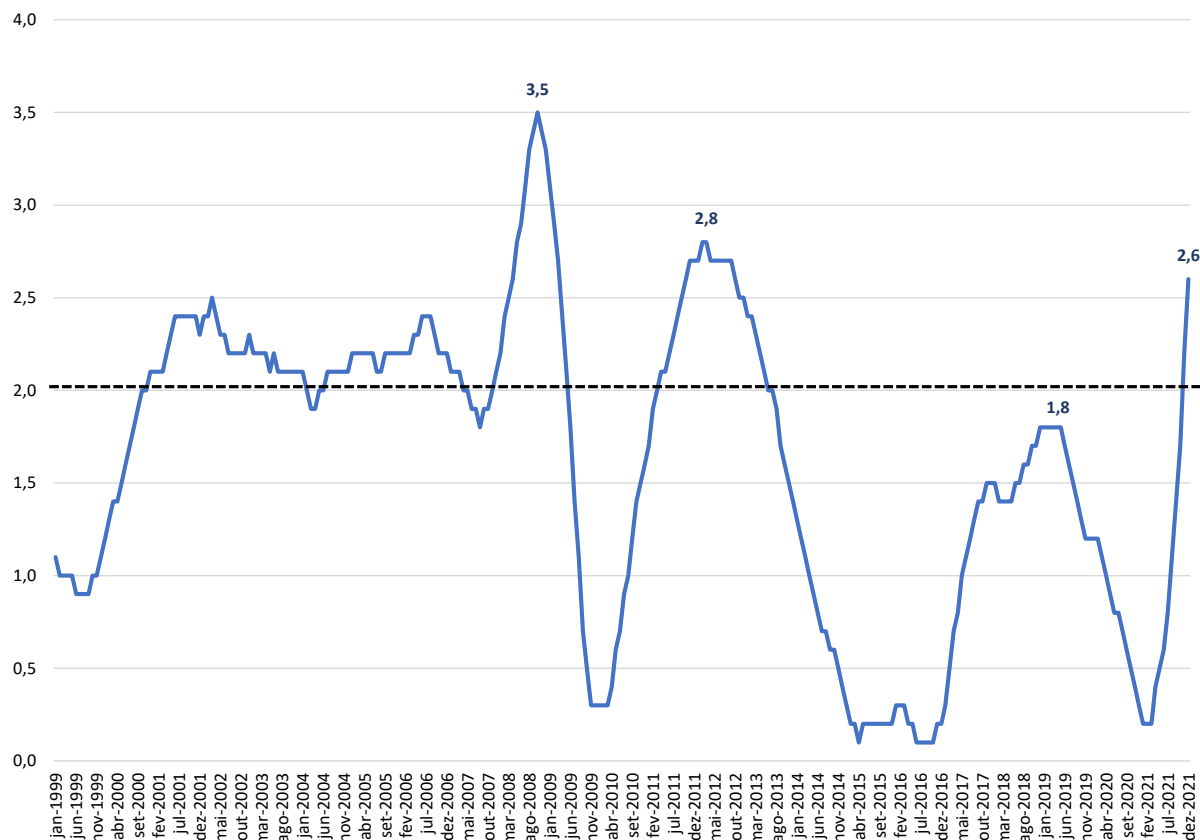
**13. As medidas de política monetária adotadas pelo Conselho do BCE visam preservar condições de liquidez favoráveis e uma política monetária acomodatória.** Neste sentido, o Conselho do BCE anunciou que irá continuar a acompanhar as condições de financiamento bancário e assegurando que o vencimento dos fundos cedidos no âmbito das operações *ORPA direcionadas III* não prejudica o mecanismo de transmissão regular da Política Monetária à economia.<sup>1</sup> O Conselho do BCE indicou que irá avaliar regularmente o modo como estas operações de refinanciamento estão a contribuir para a orientação da Política Monetária. Por fim, o Conselho do BCE indicou que irá avaliar a calibragem do sistema de remuneração de reservas, de forma que a política de taxas de juro negativas *"não limite a capacidade de intermediação dos bancos"*, num contexto de excedentes de liquidez. O Conselho do BCE referiu que *"está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado"*, para garantir que a

<sup>1</sup> ORPA, designação portuguesa para Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado, corresponde à expressão TLTRO — *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* na língua inglesa. A terceira série de Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado direcionadas designa-se por *ORPA Direcionadas III*.

inflação estabiliza no objetivo de 2% no médio prazo. Neste aspeto, é de salientar que a decisão de fevereiro de 2022 regista uma alteração no conteúdo desta afirmação, uma vez que em dezembro de 2021 o Conselho do BCE referia “*estar preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado e em qualquer direção*”.

**14. Desde a criação do Euro, a taxa de inflação da área do euro (taxa de variação da média móvel a doze meses) apenas superou os 2,5% em três períodos, num total de cerca de 26 meses. Com o eclodir da crise financeira de 2008 a volatilidade da inflação tornou-se muito mais acentuada.** Em termos históricos a taxa de inflação da área do euro tem-se mantido, globalmente, próxima ou abaixo do objetivo de médio prazo para a inflação (2%). Apenas em três períodos bem definidos é que este indicador superou os 2,5%: entre abril de 2008 e março 2009 (12 meses), entre outubro 2011 e outubro de 2012 (13 meses) e em dezembro de 2021. Em todos os outros momentos, este indicador manteve-se abaixo de 2,5%, nunca tendo registado valores negativos. É, contudo, de assinalar o facto de terem registado valores próximos de zero (abaixo de 0,5%) no início da crise financeira (novembro de 2009 a abril de 2010), entre dezembro de 2014 e janeiro 2017 e entre novembro de 2020 e abril de 2021. Após o surgimento da crise financeira de 2008 e a crise das dívidas soberanas nos anos seguintes, a volatilidade da taxa de inflação tornou-se mais acentuada.

**Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a área do euro: janeiro de 1999 a dezembro de 2021**  
(em percentagem)



Fonte: Eurostat. Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, taxa de variação da média móvel a doze meses.

**15. Na conferência de imprensa que se seguiu à reunião de política monetária do BCE, a presidente Christine Lagarde e o vice-presidente Luis de Guindos, explicitaram alguns aspetos no que diz respeito à evolução da inflação. A taxa de inflação registou uma subida acentuada nos últimos meses, sobretudo devido ao impacto direto da subida dos preços dos produtos energéticos, sendo expectável que desça ao longo de 2022.** Esta evolução deveu-se, sobretudo, à subida dos custos dos produtos energéticos, cujos efeitos estão a fazer-se repercutir na subida dos preços de outros sectores, e ao facto dos produtos alimentares também registarem preços mais altos. Na sua análise, consideram provável que a inflação permaneça elevada durante um período mais longo do que o anteriormente esperado, mas que venha a descer ao longo de 2022. Em janeiro, a taxa de inflação homóloga ascendeu a 5,1% (5,0% em dezembro de 2021), sendo provável que permaneça elevada no curto prazo. A subida dos preços dos produtos

energéticos continua a ser a principal razão para a subida da taxa de inflação, sendo diretamente responsáveis por mais de metade da inflação global de janeiro. Por outro lado, a subida dos custos dos produtos energéticos está a repercutir-se igualmente sobre os preços dos bens em outros sectores. Registou-se também uma subida nos preços dos produtos alimentares, devido a fatores sazonais e à subida dos custos de transporte elevados e dos fertilizantes. Apesar da subida da inflação durante os últimos meses, a importância dos fatores temporários decorrentes da pandemia faz com que a persistência destes aumentos permaneça incerta. No tocante ao mercado de trabalho, a análise expressa pela presidente e pelo vice-presidente do BCE indica que as condições do mercado de trabalho continuam a melhorar, pese embora considerem que o crescimento dos salários se tenha revelado fraco, em termos globais. É expectável que venha a ocorrer um crescimento mais rápido dos salários, ao longo do tempo, à medida que a economia retoma e regressa à sua normalidade de funcionamento.

**16. O BCE reconhece sinais de viragem na inflação, nas perceções de risco relativo das dívidas soberanas e mostra-se atento à emergência de possíveis espirais ascendentes de preços entre os mercados de bens e serviços, por um lado, e os mercados de trabalho, por outro.** Sentiu necessidade de ampliar as explicações dadas no final da referida conferência de imprensa. Como se disse no final da secção anterior, os mercados reagiram aos anúncios de 3 de fevereiro, agravando os prémios de risco das dívidas soberanas dos países mais endividados da Área do Euro. Os decisores políticos nacionais têm que ter estes sinais bem presentes nas próximas escolhas de política orçamental que fizerem. Vale a pena prestar atenção à entrevista que Isabel Schnabel, membro da Comissão Executiva do BCE, deu ao jornal *Financial Times* no dia 15 de fevereiro. Reproduzem-se alguns extratos, para conveniência dos leitores.

- **Projeções de médio prazo do BCE sobre inflação e riscos sobre a tempestividade das medidas de política:** “it now looks increasingly unlikely that inflation is going to drop below 2 per cent by the end of this year, as we had expected earlier. (...) This means that we should start thinking about a gradual normalisation of our policy. In this there are two types of risk: There's the risk of acting too early and there's the risk of acting too late. We have to find the right balance between the two. With the most recent data, however, the risk of acting too late has increased and therefore we need a careful reassessment of the inflation outlook.”
- **Mercados reagiram aos anúncios de 3 de fevereiro incorporando perceções sobre fundamentos das economias nacionais e das dívidas soberanas nos prémios de risco destas:** “We've seen a general repricing in bond markets, which is not surprising given the change in our communication and the fact that the repricing started from very low interest rate levels. A particular challenge of the euro area is that a repricing of the risk-free rate may be accompanied by a change in sovereign spreads, which may then affect the transmission of our monetary policy to different parts of the euro area. (...) We are aware that, given the euro area's incomplete institutional architecture, parts of the single currency area remain vulnerable to a sudden shift in investor sentiment. Spreads generally reflect differences in fundamentals. But they can become destabilising when there is a lot of uncertainty or when there are self-fulfilling expectations. We therefore carefully monitor the developments of yields and spreads in the euro area, and we stand ready to counter severe market dislocations that lead to fragmentation.”
- **Vê sinais de excesso de procura nos mercados de trabalho:** “Labour market slack has been absorbed much more quickly than previously expected. We are seeing a historically low unemployment rate and a historically high participation rate, and surveys are pointing to strong future employment growth. Also, more and more firms are saying that a lack of labour is a factor limiting production. All this could imply that wage pressures are going to be stronger than we originally expected. This would be consistent with our survey among firms where a majority now believe that even though wage growth in the past was relatively moderate, it's going to pick up going forward.”
- **Manifesta preocupação com espirais ascendentes preços-salários e explica a importância da sua monitorização para as próximas decisões de política monetária:** “We also have to ensure that current high inflation does not become entrenched in expectations because that could then give rise to a wage-price spiral. We are not seeing anything of that yet. But we have to analyse this in a forward-looking manner and make sure that a wage-price spiral does not arise. Because once it's there, it's relatively costly to fight. So I think we cannot simply look through everything, especially if inflation now becomes more broad-based and more persistent than we originally thought.”

- **Impacto da crise geopolítica na Europa de Leste:** “Given the likely negative effects of an escalation of the crisis on growth and confidence, including through potential sanctions, it is in my view unlikely that we would accelerate policy normalisation in such circumstances.”

A entrevista na íntegra está disponível no [sítio-e-do-BCE](#).

### 3 Evolução da dívida pública

**17. Neste capítulo é analisada a restrição de tesouraria do Estado e a evolução da dívida pública em várias dimensões.** Na Secção 3.1 é analisada a restrição de tesouraria do Estado, com destaque para as necessidades líquidas de financiamento enfrentadas por este subsector e os movimentos com ativos e passivos financeiros que lhe estão subjacentes. Na Secção 3.2 é analisada a evolução da dívida direta do Estado em termos mensais e face ao período homólogo, com detalhe para os passivos titulados e não titulados e os empréstimos oficiais efetuados ao abrigo do PAEF e das iniciativas europeias SURE e PRR.<sup>2</sup> É também analisada a despesa com juros e outros encargos da dívida pública. As novas emissões de dívida pública, as condições em que foram efetuadas e o perfil de amortização a curto, médio e longo prazos concluem esta secção. A Secção 3.3 analisa a dívida pública na definição de *Maastricht* e procede à sua desagregação por subsectores para conhecer os desenvolvimentos consolidados na Administração Central, bem como nas Administrações Regional e Local. Por fim, na Secção 3.4 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até outubro de 2021.

#### 3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros

**18. A restrição de tesouraria do subsector Estado, calculada em contabilidade pública, encontra-se retratada na Tabela 3, evidenciando-se: as execuções anuais de 2018–2020, a execução mensal em 2021 (de janeiro a dezembro), em termos mensais e acumulados, a previsão para o ano completo de 2021 (OE/2021) e a variação entre a execução de 2020 e a de 2021.** A primeira linha (“Receita líquida proveniente de passivos financeiros”) identifica a diferença entre a receita obtida em operações com passivos financeiros e a despesa paga em operações com passivos financeiros do subsector Estado. Por definição contabilística, esta grandeza é igual à diferença entre duas parcelas. A primeira é a soma do saldo total com a “despesa líquida em ativos financeiros”; a segunda é a soma do saldo global com o saldo da gerência anterior. A Caixa 1 explica a restrição de tesouraria do Estado quantificada na Tabela 3.<sup>3</sup>

#### Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental

Na ótica de caixa da contabilidade pública orçamental, o Saldo Total (*ST*) do Estado em determinado exercício é a diferença entre todas as receitas cobradas e todas as despesas pagas ao longo desse período. Algebricamente, a restrição de tesouraria do Estado num dado exercício é dada pela igualdade:

$$ST = (R_{Efe\ tiva} - D_{Efe\ tiva}) + (R_{PF} - D_{PF}) + (R_{AF} - D_{AF}) + S_{Ger\ e\ n\ c\ i\ a\ Anterior} \quad (1)$$

As letras *R* e *D* designam receita e despesa, respetivamente, e os índices inferiores *PF* e *AF* representam passivos financeiros e ativos financeiros. O lado esquerdo exprime o excesso de fundos arrecadados durante o período. O lado direito indica as origens ou fontes líquidas desse excedente de tesouraria. São elas o Saldo Global (*SG*), por definição igual à diferença entre receita e despesa efetivas, o saldo de operações com passivos financeiros

<sup>2</sup> SURE — acrónimo da designação “*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*”. Pode ser traduzida para português como “Apoio para mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência”. PRR — Plano de Recuperação e Resiliência.

<sup>3</sup> A partir da publicação do [Relatório n.º 35/2018](#), divulgado em 28 de novembro de 2018, a UTAO alterou a designação na linha 1 desta tabela para evitar confundir o leitor com um conceito consagrado na literatura económica e estatística das contas nacionais. Com efeito, neste domínio usa-se a expressão “capacidade (necessidade) líquida de financiamento” do Estado como sinónimo de saldo (défice) orçamental na perspetiva contabilística das contas nacionais. A receita líquida de passivos financeiros na Tabela 3 usa outra perspetiva contabilística e mede uma variável diferente, razões que determinaram a mudança na designação da linha 1. Por um lado, os seus fluxos são gerados pela contabilidade pública orçamental. Por outro, esta linha capta a diferença entre receita e despesa do Estado com os seus passivos financeiros, o que não se confunde com o saldo orçamental em contabilidade pública. No primeiro caso, a “capacidade (necessidade) líquida de financiamento” do Estado indica o valor do financiamento líquido que o subsector Estado concede ao (obtem do) conjunto dos demais sectores institucionais da economia — incluindo os outros subsectores das Administrações Públicas. No segundo caso, a linha 1 da Tabela 3 mede a variação nas emissões de dívida financeira do subsector Estado líquidas de amortizações.



(  $R_{PF} - D_{PF}$  ), o saldo de operações com ativos financeiros (  $R_{AF} - D_{AF}$  ) e, ainda, o saldo transitado da gerência anterior e incorporado na execução do exercício em causa (  $S_{Gerência Ant}$  ).

Na perspetiva dos passivos financeiros, a receita líquida deles proveniente, lado esquerdo da equação (2) abaixo, provém da diferença entre as novas emissões de passivos financeiros (  $R_{PF}$ , receita de passivos financeiros) e as amortizações de capital (redução no stock de passivos financeiros;  $D_{PF}$ , despesa com passivos financeiros). Quando o Estado obtém um empréstimo, a receita com origem em passivos financeiros aumenta; pelo contrário, a amortização de um empréstimo por parte do Estado gera uma despesa com passivos financeiros. No que respeita à origem da receita líquida de ativos financeiros, também ela provém da transação do património financeiro do Estado, mas, neste caso, dos seus ativos. Quando o Estado concede um empréstimo a uma entidade de outro subsector, o montante desse empréstimo constitui para si uma despesa com ativos financeiros; em sentido contrário, quando o Estado é reembolsado de um empréstimo que tinha concedido anteriormente a outro subsector, regista uma receita de ativos financeiros.

A restrição identificada na equação (1) pode ser reescrita da seguinte forma alternativa:

$$R_{PF} - D_{PF} = ST - SG + (D_{AF} - R_{AF}) - S_{GerenciaAnterior} \quad (2)$$

Os fluxos na equação podem ser medidos em termos previsionais, como sucede aquando da elaboração do Orçamento do Estado, ou em termos executados, quando são observados após a realização das operações económicas que lhes subjazem.

O lado esquerdo da equação (2), *i.e.*, (  $R_{PF} - D_{PF}$  ) é a receita líquida de passivos financeiros que o Estado prevê obter (orçamento) ou teve necessidade de obter (no decurso da execução orçamental), expressa em fluxos de caixa. O lado direito da segunda equação mostra as aplicações possíveis da receita líquida de passivos financeiros. Podem servir para financiar as aquisições líquidas de ativos financeiros (  $D_{AF} - R_{AF}$  ), o défice global (simétrico de  $SG$ ) e o défice total apurado no exercício anterior (simétrico do Saldo da Gerência Anterior). A eventual diferença positiva (negativa) entre a receita líquida de passivos financeiros e a soma destas três aplicações é captada no Saldo Total (  $ST$  ), através de um valor positivo (negativo). Concentrando a atenção no  $SG$ , pode afirmar-se então que um  $SG$  positivo liberta meios de financiamento para operações não efetivas. Ao invés, um  $SG$  negativo exige meios de financiamento na esfera não efetiva que podem provir de várias fontes: incorporação de excedente da gerência anterior, receita líquida de passivos financeiros, receita líquida de ativos financeiros, ou uma qualquer combinação destas três fontes.

A primeira linha da Tabela 3 exhibe a receita líquida de passivos financeiros (  $R_{PF} - D_{PF}$  ). As linhas seguintes mostram as aplicações desta receita líquida: financiamento do défice global, financiamento da despesa líquida em ativos financeiros e financiamento do défice transitado da gerência anterior. Esclarece-se que as execuções de 2018, 2019 e o período janeiro a abril de 2021, bem como a previsão orçamental para o total do ano 2021, registam valores nulos para o saldo da gerência anterior e o saldo total.

**19. Em 2021 as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria) diminuiram face a 2020.** No exercício económico de 2021 o Estado garantiu uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 13 892 M€, um valor que se situa abaixo do registado em 2020 em 2898 M€. A necessidade de obter esta receita líquida adveio, em primeiro lugar, da execução orçamental, cujo défice global absorveu 9591 M€ desses recursos (– 2614 M€ do que em 2020) — linha 2 da Tabela 3. Em segundo lugar, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado (linha 5) consumiu 4301 M€, menos 284 M€ do que no ano anterior.

**20. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada em 2021 foi maior do que no período homólogo, exigindo do Estado o desembolso de 4945 M€, montante que foi superior, em 204 M€, ao despendido em 2020.** Em 2021 estas verbas foram destinadas, sobretudo, a Entidades Públicas Reclassificadas (EPR), sob a forma de dotações de capital (3998 M€), concessão de empréstimos de médio e longo prazos (912 M€) e a curto prazo (20 M€).<sup>4</sup> Neste capítulo, a execução entre janeiro e dezembro de 2021 exigiu do Estado um maior esforço financeiro, face ao período homólogo de 2020, relativamente a dotações de capital (+ 2014 M€), mas inferior quanto a empréstimos a curto e médio e longo prazos (– 1763 M€) — os empréstimos a curto prazo encontram-se englobados na parcela “3.3 Outros” — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros efetuado pelo Estado em 2021.

<sup>4</sup> Registaram-se ainda outras despesas do Estado com ativos financeiros relacionadas com a execução de garantias (14 M€) e participações em organizações internacionais (2 M€).



**Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública**  
(em milhões de euros)

	CGE 2018	CGE 2019	CGE 2020	Execução mensal em 2021												Execução acumulada janeiro - dezembro			Referenciais anuais	
				Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	2020	2021	Δ 2020/21	OE 2021	Δ 2020/21
1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6)	7 339	9 499	16 790	664	2 103	842	2 884	1 170	1 871	-299	186	-1 265	2 377	672	2 686	16 790	13 892	-2 898	19 212	2 422
2. Saldo global	-3 666	-3 940	-12 204	-667	-1 668	-665	-2 680	-740	-1 596	396	184	1 586	-2 413	-468	-861	-12 204	-9 591	2 614	-11 817	388
3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)	4 778	6 357	4 741	0	443	179	219,1	491,8	604	102	378	331,8	8	211	1 978	4 741	4 945	204	8 139	3 397
3.1 Empréstimos médio/longo prazo	2 679	3 020	2 595	0	26	138	24	25	347	100	20	117	0	7	107	2 595	912	-1 683	5 764	3 169
3.2 Dotações de Capital	1 537	3 276	1 984	0	416	41	176	466	258	0	358	215	8	204	1 858	1 984	3 998	2 014	2 167	183
3.3 Outros	562	62	163	0	0	0	20	1	0	2	0	0	0	0	12	163	36	-127	207	45
4. Receita de ativos financeiros	1 105	798	156	2	8	1	15	61	329	5	9	10	44	6	153	156	644	488	743	587
5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)	3 673	5 559	4 585	-2	435	177	204	431	275	97	369	321	-36	205	1 825	4 585	4 301	-284	7 395	2 810
6. Saldo da gerência anterior	0	0	-2	0	0	0	0	-7	0	0	0	0	0	0	0	-2	-7	-5	0	2
7. Saldo Total	0	0	-2	0	0	0	0	-7	0	0	0	0	0	0	0	-2	-7	-5	0	2

Fontes: DGO e cálculos da UTAO. | Notas: Por definição de restrição de tesouraria, a receita líquida com origem em passivos financeiros é igual à diferença entre o saldo total e a soma dos simétricos do saldo global e do saldo da gerência anterior com a despesa líquida em ativos financeiros — explicação na Caixa 1.

**21. Em 2021 a grande maioria da despesa em ativos financeiros teve como destino as EPR, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos.** Entre janeiro e dezembro de 2021, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 4945 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (3998 M€) e empréstimos a médio e longo prazos (912 M€). Em ambos os casos, a grande maioria desta despesa teve como destino o financiamento das EPR. Com efeito, cerca de três quartos do total de despesa efetuada em **dotações de capital** (2999 M€) destinou-se a EPR, com a seguinte distribuição:

- Infraestruturas de Portugal, S.A. 1613 M€;
- Hospitais E.P.E. 1080 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 254 M€;
- EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. 53 M€.

Salienta-se ainda que, no que respeita à despesa do Estado sob a forma de **dotações de capital**, acresce ainda o montante de 998 M€ despendido com a TAP, S.A. (EPNF).

Dos 912 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de **empréstimos a médio e longo prazos**, cerca de 824 M€ teve como destino as seguintes EPR:

- Metro do Porto, S.A. 541 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 119 M€;
- CP – Comboios de Portugal, E.P.E. 156 M€;
- EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. 7 M€.

Além dos empréstimos destinados às EPR acima referidas, o Estado concedeu ainda empréstimos a médio e longo prazos ao Portugal 2020 (50,3 M€) e a Fundos Públicos (36,5 M€). Por fim, refira-se que o Estado concedeu ainda 19,6 M€ de **empréstimos a curto prazo** à Parque Escolar, E.P.E..

**22. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado em 2021 ascendeu a 644 M€.** A grande maioria desta receita decorreu da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 523,3 M€, dos quais: 304,7 M€ pela Metro do Porto, S.A., 60 M€ pelo Fundo de Apoio Municipal, 46,8 M€ por parte da Grécia, 30,6 M€ pela Região Autónoma da Madeira, 25,8 M€ pela PARVALOREM, 24,2 M€ pela Administração Local e 15 M€ pela Região Autónoma dos Açores (RAA) no âmbito do Acordo de Assistência Financeira. Os restantes 120,4 M€ dizem respeito a receita de outros ativos financeiros, na sua grande maioria decorrentes da recuperação de créditos do BPP (62,9 M€) e da PARVALOREM (52,7 M€).

**23. Face aos valores orçamentados no OE/2021, e numa ótica de tesouraria, em 2021 o Estado financiou-se num montante correspondente a 72,3% do previsto para o conjunto do ano.** Com efeito, entre janeiro e dezembro de 2021 a receita líquida proveniente de passivos financeiros ascendeu a 13 892 M€, 5320 M€ aquém do total previsto no OE/2021 para o ano 2021 (grau de execução de 72,3%). Este resultado foi possível, por um lado, pelo facto de se ter alcançado, em 2021, um défice do subsector Estado de 9591 M€, que se situou 2226 M€ abaixo do previsto no OE/2021 para o total do ano; por outro lado, devido ao facto de a despesa líquida em ativos financeiros, executada em 2021, ter ascendido a 4301 M€, um valor que se situou 3094 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 58,2%) — linha 5 da Tabela 3.

### 3.2 Dívida direta do Estado

**24. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de dezembro de 2021 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2020, maioritariamente em resultado do aumento nos stocks de dívida titulada de médio e longo prazos e dos empréstimos SURE e PRR. Em termos mensais, em dezembro de 2021 também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, concentrado em títulos de curto prazo.** A dívida direta do Estado corresponde à dívida em que o subsector Estado é o devedor efetivo, por esta razão apenas inclui os passivos deste subsector, pela qual respondem as suas receitas. Esta dívida inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro. No final de dezembro de 2021, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 278 490 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 9361 M€ em cadeia mensal resultante, sobretudo, do acréscimo da dívida titulada a curto (+ 9212 M€) e a médio e longo prazos (+ 111 M€). A dívida não titulada, composta maioritariamente por Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, registou um acréscimo mensal de 36 M€. As contas margem apresentaram uma variação residual de mais 2 M€. O acréscimo mensal da dívida titulada a curto prazo ficou a dever-se, essencialmente, ao aumento do saldo de Certificados Especiais de Dívida de Curto prazo (CEDIC) em +912 M€ — Tabela 6.<sup>5</sup> Tendo por referência o final do mês homólogo de 2020, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 10 173 M€, em resultado do aumento na dívida titulada de curto e médio e longo prazos (+6803 M€), da dívida não titulada (+482 M€) e dos empréstimos SURE e PRR, no valor de +2762 M€. Em termos homólogos, as contas margem registaram um acréscimo de 126 M€. No tocante à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo dos stocks de Certificados de Aforro em 249 M€ (+2,0%) e Certificados do Tesouro em 287 M€ (+1,6%). No que respeita aos empréstimos SURE, Portugal já recebeu 5411 M€, repartidos por duas parcelas, uma primeira fatia em 1 de dezembro de 2020, no montante de três mil M€, e uma segunda *tranche* em maio de 2021, no valor de 2411 M€, de um total de 5,9 mil M€ contratualizados com a Comissão Europeia a 26 de outubro de 2020. Relativamente aos empréstimos PRR, Portugal recebeu 351 M€ a título de empréstimos, em agosto de 2021. O parágrafo 31 detalha o perfil de amortização dos empréstimos SURE e PRR.

<sup>5</sup> CEDIC (Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo) são valores escriturais representativos de empréstimos internos de curto prazo, denominados em moeda nacional. Os CEDIC são colocados junto de entidades das AP como forma de aplicação dos respetivos excedentes de tesouraria; são emitidos por prazos até 12 meses e amortizados na respetiva data de vencimento ou antecipadamente, nas condições que forem acordadas entre o IGCP e a entidade tomadora.

**Tabela 4 – Dívida direta do Estado**  
(stock em final de período, em milhões de euros)

	dez/2020	nov/2021	dez/2021	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	dez/2020	dez/2021
<b>Titulada</b>	<b>181 871</b>	<b>179 352</b>	<b>188 674</b>	<b>9 322</b>	<b>6 803</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>	<b>67,8</b>	<b>67,7</b>
Curto prazo	19 433	15 359	24 571	9 212	5 138	60,0	26,4	7,2	8,8
Médio e longo prazo	162 437	163 993	164 103	111	1 666	0,1	1,0	60,5	58,9
<b>Não titulada</b>	<b>33 403</b>	<b>33 849</b>	<b>33 885</b>	<b>36</b>	<b>482</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>12,4</b>	<b>12,2</b>
Cert. Aforro	12 220	12 426	12 469	43	249	0,3	2,0	4,6	4,5
Cert. do Tesouro	17 562	17 856	17 849	- 7	287	0,0	1,6	6,5	6,4
Outra - ML prazo	3 621	3 568	3 568	0	- 54	0,0	-1,5	1,3	1,3
<b>Contas margem</b>	<b>415</b>	<b>538</b>	<b>540</b>	<b>2</b>	<b>126</b>	<b>0,4</b>	<b>30,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Empréstimos Oficiais</b>	<b>52 628</b>	<b>55 390</b>	<b>55 390</b>	<b>0</b>	<b>2 762</b>	<b>0,0</b>	<b>5,2</b>	<b>19,6</b>	<b>19,9</b>
Empréstimos SURE (UE)	3 000	5 411	5 411	0	2 411	0,0	-	1,1	1,9
Empréstimos PRR (UE)	0	351	351	0	351	0,0	-	0,0	0,1
Assistência Financeira	49 628	49 628	49 628	0	0	0,0	0,0	18,5	17,8
<b>Total</b>	<b>268 316</b>	<b>269 129</b>	<b>278 490</b>	<b>9 361</b>	<b>10 173</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

**Por memória:**

Transaccionável	173 891	170 460	170 570	111	-3 320	0,1	-1,9	64,8	61,2
Não Transaccionável	94 840	99 207	108 459	9 252	13 619	9,3	14,4	35,3	38,9
Euro	264 400	266 156	275 506	9 350	11 106	3,5	4,2	98,5	98,9
Não euro	3 916	2 973	2 984	11	- 933	0,4	-23,8	1,5	1,1
Contas margem	415	538	540	2	126	0,4	30,3	0,2	0,2

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os saldos em dívida (incluindo os Empréstimos Oficiais) estão registados ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período.

**25. Em 2021 registou-se uma redução na despesa com juros e outros encargos da dívida direta pública.**

Entre janeiro e dezembro de 2021, a despesa com juros e outros encargos ascendeu a 6364 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 5), refletindo uma redução de 8,0% (- 553 M€) quando comparada com igual período do ano anterior, sendo esta redução superior à prevista no OE/2021 para o conjunto do ano (- 4,8%; - 333 M€). Esta contração foi determinada, sobretudo, pela diminuição homóloga em 32,1% (- 318 M€) da despesa com juros dos empréstimos oficiais PAEF, e, em menor escala, pela redução da despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro em 19,5% (- 139 M€) e das OT em 1,6% (- 74 M€). Relativamente aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros manteve-se negativo no período compreendido entre janeiro e dezembro de 2021 (- 51 M€), evidenciando o facto de a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa manter taxas de rentabilidade negativas nas maturidades mais curtas. No tocante aos juros pagos pelo Estado sobre títulos de dívida pública detidos pelo sector institucional Famílias, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro, no período compreendido entre janeiro e dezembro de 2021, foi de 576 M€, refletindo uma redução de 139 M€ (- 19,5%) face ao período homólogo do ano anterior. Pese embora, no decurso de 2021, a dívida pública financiada através destes dois produtos tenha registado um crescimento homólogo de 249 M€, verifica-se que a remuneração destes produtos financeiros tem vindo a diminuir, uma vez que a taxa de juro aplicável às séries mais recentes encontra-se indexada à Euribor a três meses, no caso dos Certificados de Aforro, e, para os Certificados de Tesouro, a taxa de juro encontra-se dependente da evolução de vários referenciais, nomeadamente a taxa dos BT (por sua vez, indexada à Euribor a 12 meses), das OT a cinco e a 10 anos, bem como da evolução do PIB real.

**Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida**  
(em milhões de euros e em percentagem)

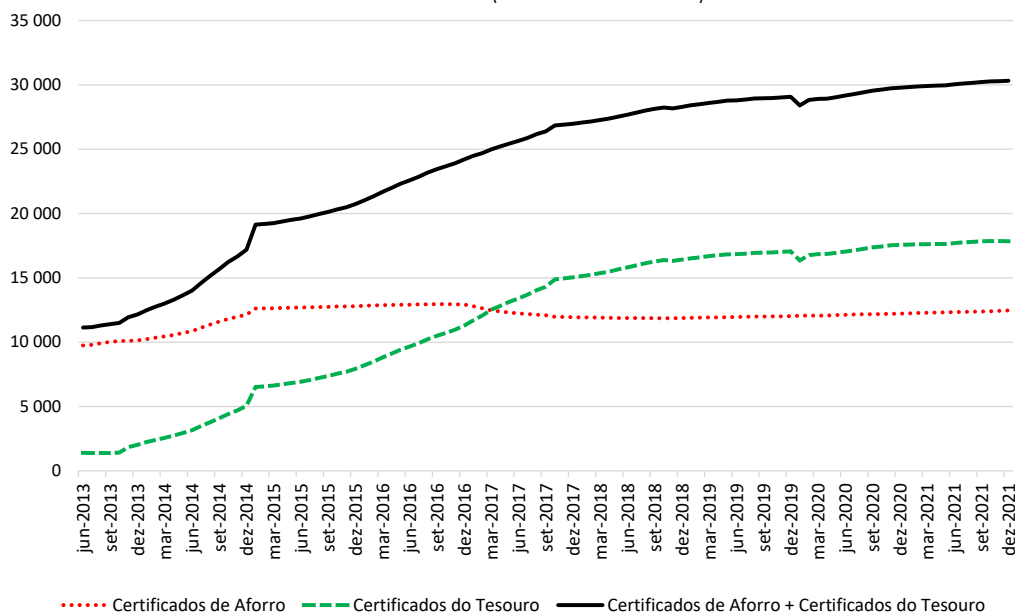
	2020 (M€)	Execução mensal 2021 (M€)												Execução acumulada Jan. – Dez. (M€)			OE 2021 (M€)	Grau de execução Jan. – Dez. (%)	
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	2020	2021	Tvh (%)		2020	2021
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>6 837</b>	<b>52</b>	<b>1 302</b>	<b>313</b>	<b>1 392</b>	<b>128</b>	<b>492</b>	<b>232</b>	<b>190</b>	<b>209</b>	<b>1 803</b>	<b>86</b>	<b>87</b>	<b>6 837</b>	<b>6 287</b>	<b>-8,0</b>	<b>6 484</b>	<b>97,6</b>	<b>97,0</b>
Bilhetes do Tesouro	-49	-13	0	-1	0	-10	0	-14	0	-10	0	-2	0	-49	-51	3,8	-53	100,3	95,5
Obrigações do Tesouro	4 716	0	1 138	0	1 249	0	225	336	53	13	1 616	0	12	4 716	4 642	-1,6	4 704	99,1	98,7
Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR)	990	0	28	261	0	75	209	-228	60	147	59	35	26	990	673	-32,1	747	96,1	90,1
Certif. Aforro e Tesouro	715	59	55	60	52	50	40	47	51	39	50	36	40	715	576	-19,5	602	91,1	95,8
CEDIC / CEDIM	22	0	0	0	15	0	0	3	0	0	4	0	2	22	25	13,5	21	98,7	115,0
Outros	443	7	81	-6	77	13	18	89	26	19	75	17	7	443	423	-4,5	464	96,1	91,2
<b>Comissões</b>	<b>80</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>-18</b>	<b>80</b>	<b>77</b>	<b>-3,6</b>	<b>100</b>	<b>79,8</b>	<b>76,9</b>
Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR)	14	15	0	0	0	8	0	0	0	5	0	0	0	14	28	90,3	14	100,0	190,3
Outros	65	3	11	4	14	5	5	4	4	5	13	1	-18	65	49	-24,4	86	76,4	57,7
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>6 917</b>	<b>70</b>	<b>1 313</b>	<b>317</b>	<b>1 406</b>	<b>140</b>	<b>496</b>	<b>236</b>	<b>194</b>	<b>219</b>	<b>1 816</b>	<b>87</b>	<b>69</b>	<b>6 917</b>	<b>6 364</b>	<b>-8,0</b>	<b>6 584</b>	<b>97,3</b>	<b>96,7</b>
<b>Tvh (%)</b>	<b>-3,5</b>	<b>-67,3</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-21,8</b>	<b>-40,6</b>	<b>-49,4</b>	<b>33,0</b>	<b>9,4</b>	<b>4,0</b>	<b>-21,2</b>	<b>-35,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-4,8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**26. O stock de dívida pública portuguesa devido pelas famílias manteve a tendência de crescimento, alcançando um novo máximo no final de 2021.** Apesar da queda pontual verificada no início de 2020, a que se seguiu um movimento de correção nos meses seguintes, o stock de dívida pública detida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro manteve uma tendência de crescimento, atingindo um novo máximo histórico em dezembro de 2021, ainda que tenha desacelerado após novembro de 2020 — Gráfico 5. No final de 2021, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro alcançou o valor de 30 318 M€, um novo máximo para esta série. Após a quebra pontual de 661 M€ ocorrida em janeiro de 2020, seguiu-se um movimento de recuperação, com um ritmo mais acentuado até novembro de 2020, mas que se manteve, embora mais lento, após esta data. Assim, o valor registado no final de 2021 situou-se 536 M€ acima do alcançado no final de 2020 (29 781 M€). Em particular, no final de dezembro de 2021, o montante de Certificados do Tesouro (CT) ascendeu a 17 849 M€, um valor 287 M€ acima alcançado no final de dezembro de 2020 (17 562 M€). A série histórica com o valor mensal das novas emissões de CT, líquido de amortizações, apresenta uma evolução positiva desde outubro de 2013, tendo esta sequência de crescimento sido interrompida apenas em três momentos: novembro de 2018 (variação mensal de – 70 M€), janeiro de 2020 (variação mensal de – 691 M€) e no período de novembro a dezembro de 2021 (variação de – 17 M€ no conjunto destes dois meses). O Gráfico 6 apresenta as subscrições brutas mensais de CA e CT e o Gráfico 7 as correspondentes variações homólogas nos stocks de CA e CT.

**Gráfico 5 – Stock conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro**

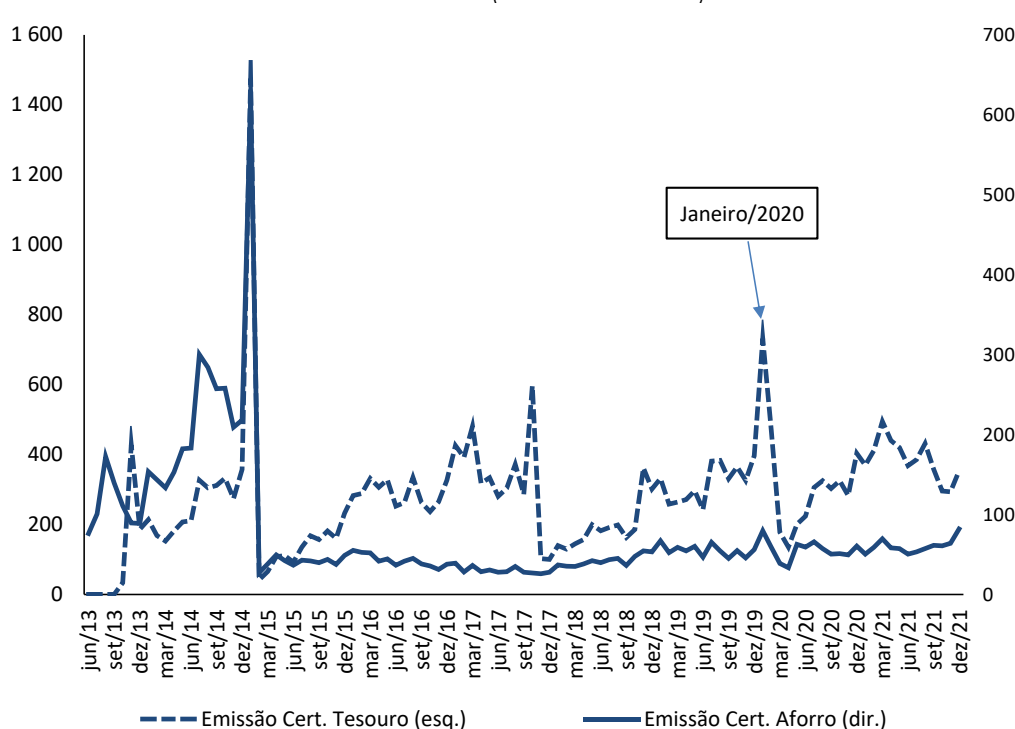
(em milhões de euros)



**27. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 12 469 M€ no final de 2021, refletindo uma subida homóloga de 249 M€** (Gráfico 5 e Gráfico 7). Em março de 2020 foi interrompida a sequência de emissões líquidas positivas de CA, que se registava desde novembro de 2018, momento em que se encerrou um ciclo negativo que decorria desde novembro de 2016. A interrupção ocorrida em março de 2020 refletiu um movimento pontual, de dimensão relativamente reduzida, uma vez que o valor nominal de amortizações superou o de emissões em apenas 8,3 M€. Após esta data a emissão bruta de CA retomou uma tendência de recuperação suave, que se manteve até dezembro de 2021.

**Gráfico 6 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro**

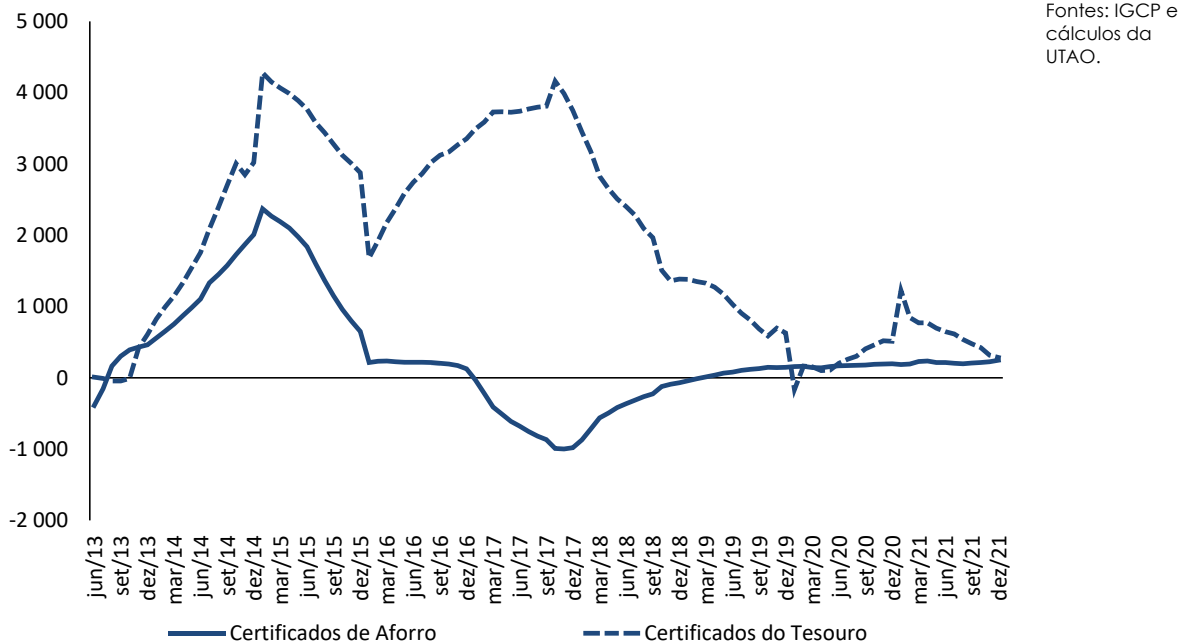
(em milhões de euros)



**28. Ainda que o stock vivo de CT tenha diminuído ligeiramente nos dois últimos meses, em termos globais manteve-se a tendência de aumento no montante de dívida pública portuguesa detida pelo sector institucional das famílias, sob a forma de CA e CT. Esta evolução é o reflexo das taxas de juro mais**

**atrativas que estes instrumentos apresentam, face a outros instrumentos de poupança existentes no mercado com nível de risco idêntico** — Gráfico 5. Atualmente os tradicionais depósitos a prazo oferecidos pelo sistema financeiro oferecem taxas de remuneração nominal próximas de 0%, para um nível de risco que pode ser considerado idêntico ao dos Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro. No tocante à poupança das famílias, o período pandémico tem-se caracterizado por um acréscimo substancial do nível de poupança, em termos agregados, cujo nível máximo foi atingido no final do 1.º trimestre de 2021 (14,4%).<sup>6</sup> Em resultado da sua atratividade, estes produtos emitidos pelo IGCP (em nome e em representação da República Portuguesa) têm conseguido preservar uma parcela substancial da poupança acumulada pelas famílias.

**Gráfico 7 – Variação homóloga dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro**  
(variação homóloga, em milhões de euros)



**29. Em 12 de janeiro de 2022 a República Portuguesa regressou ao mercado da dívida de médio e longo prazo com uma emissão sindicada de 3 mil M€ (OT 1,15% Abr2042), com maturidade a 11 de abril de 2042.** Esta foi a primeira emissão de OT do país em 2022, garantindo a colocação de 3 mil M€ com uma yield de 1,185% do novo benchmark a 20 anos, registando-se uma procura próxima dos 21 mil M€, cerca de 7 vezes superior à oferta. Tratou-se de uma operação garantida por um sindicato bancário com a participação do BNP Paribas, o Credit Agricole CIB, o Morgan Stanley, o J.P. Morgan, o Nomura e o Novo Banco. Esta emissão permitiu ao país garantir uma parte substancial do financiamento necessário para 2022 e estabelecer uma nova referência para a maturidade a 20 anos, num cenário em que começa a ser expectável algum agravamento das taxas de juro no mercado primário face a anteriores colocações de dívida, em linha com a tendência do mercado, devido à expectativa de retirada de estímulos pelos bancos centrais e à subida da inflação.

**30. As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em fevereiro de 2022 registaram um aumento da taxa de juro nas maturidades a sete e 10 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas em janeiro de 2022, foram asseguradas a taxas de juro muito próximas das registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior.** No dia 9 de fevereiro de 2022 foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a sete e 10 anos (Obrigações do Tesouro) no montante global de 1250 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 2,125% 17Oct2028, com taxa de rentabilidade de 0,603%, e OT 0,3% 17Oct2031, com taxa de rentabilidade de 1,008%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em 9 de junho de 2021 e 10 de novembro de 2021, observou-se uma subida de 0,765 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a sete anos e de 0,694 p.p. na

<sup>6</sup> A evidência sobre esta afirmação está no parágrafo 50 abaixo. A taxa de poupança do sector institucional das famílias (medida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível) atingiu o valor máximo no final do 1.º trimestre de 2021 (14,4%).

taxa de rentabilidade para a maturidade a 10 anos (Tabela 6). Relativamente às emissões de BT efetuadas em janeiro de 2022, estas foram asseguradas com taxas de juro muito próximas das verificadas em leilões anteriores para títulos com as mesmas maturidades. Com efeito, a 19 de janeiro de 2022 foram leiloados dois BT com maturidades a seis e a 12 meses com um montante global colocado de 1645 M€ e taxas médias ponderadas de -0,596% e -0,574%, respetivamente. Estes leilões de BT registaram variações muito ligeiras nas taxas de juro para estas maturidades, -0,025 p.p. e +0,020 p.p., respetivamente (Tabela 6). Se as expectativas de reorientação da política monetária se intensificarem, é de esperar nos próximos meses um maior recurso relativo a emissões de curto prazo porque tais expectativas levarão a um alargamento do desvio entre as taxas de rentabilidade (*yields*) das maturidades a cinco e mais anos e as taxas de maturidades até um ano.

**Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro**

Instrumento	Obrigações do Tesouro		Bilhetes do Tesouro	
	17-out-2031	17-out-2028	22-jul-2022	20-jan-2023
<b>Maturidade</b>				
Data do leilão	9-fev-2022	9-fev-2022	19-jan-2022	19-jan-2022
Prazo	10 anos	7 anos	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	706	544	510	1 135
Montante de Procura (M€)	896	1 122	1 365	1 675
<b>Taxa média (%)</b>	<b>1,008</b>	<b>0,603</b>	<b>-0,596</b>	<b>-0,574</b>
<i>Por memória:</i>				
Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %)	10-nov-2021 0,314	9-jun-2021 -0,162	19-mai-2021 -0,571	21-jul-2021 -0,594

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: (i) Os montantes colocados referem-se à dívida emitida nas fases competitiva e não competitiva dos respetivos leilões. (ii) A linha "taxa média" indica a média ponderada das taxas que o Estado prometeu pagar nos diferentes lotes colocados na mesma sessão de leilão.

**31. O perfil de amortização de títulos de dívida pública, de médio e longo prazos, previsto para os próximos dez anos diminuiu, mas continua a exigir um elevado volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá necessariamente nas futuras operações de refinanciamento.** Tendo por referência o *stock* de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 15 de fevereiro de 2022 e o perfil de amortização para o período até 2052, os maiores volumes de reembolsos concentram-se, sobretudo, nos anos 2023 a 2032 (Gráfico 8 e Gráfico 9). À data de 15 de fevereiro de 2022, o *stock* total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2023 e 2032 ascendia a 153 mil M€, um valor inferior ao registado no final de junho de 2021 para o mesmo período (160 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos da seguinte forma: 13,6 mil M€ em 2022, 12,7 mil M€ em 2023, 13,1 mil M€ em 2024, 16,8 mil M€ em 2025, 17,0 mil M€ em 2026, 19,2 mil M€ em 2027, 17,8 mil M€ em 2028, 15,3 mil M€ em 2029, 17,6 mil M€ em 2030, 14,7 mil M€ em 2031 e 8,6 mil M€ em 2032.<sup>7</sup> Ainda assim, o quinquénio seguinte será ainda muito exigente, exigindo a amortização de títulos em mais de 46 mil M€. Com o atual perfil de amortização de dívida pública, só a partir de 2037 é que o valor anual de amortizações de dívida pública a médio e longo prazos desce para valores sempre abaixo de 10 mil M€/ano.<sup>8</sup> A primeira *tranche* do empréstimo SURE, recebida em dezembro de 2020, no montante de 3 mil M€ tem maturidade de 15 anos, devendo ser amortizada em 2035, ano em que o volume de amortizações de dívida a médio e longo prazos apresenta um novo máximo local (15 mil M€). No que respeita à segunda *tranche* dos empréstimos SURE, no valor de 2411 M€, recebida em maio de 2021, a sua amortização encontra-se prevista para 2029 (1500 M€) e 2046 (911 M€). No tocante aos empréstimos PRR, Portugal recebeu 351 M€ em agosto de 2021, estando prevista a sua amortização ao longo de um período de 20 anos (2032 a

<sup>7</sup> A estes montantes acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 4,99 mil M€ em 2022 e 1,14 mil M€ em 2023.

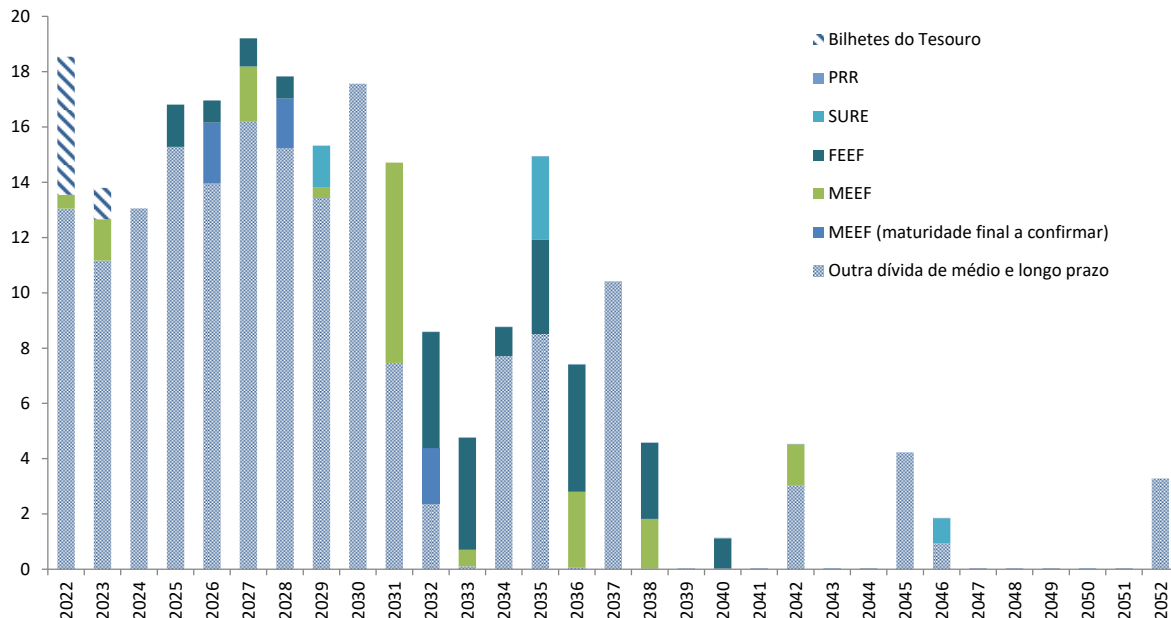
<sup>8</sup> Nos anos 2032 a 2034 e em 2036 os valores a amortizar situam-se no intervalo [4,8 ; 8,8] mil M€.



2051) ao ritmo de 17,5 M€ por ano. Relativamente aos empréstimos do PAEF, encontram-se por reembolsar 49 628 M€, os quais se desagregam em 24 300 M€ do MEEF e 25 328 M€ do FEEF. As amortizações futuras relativas a estes dois empréstimos encontram-se distribuídas ao longo de um período alargado (2022–2042), estando evidenciadas no Gráfico 8.

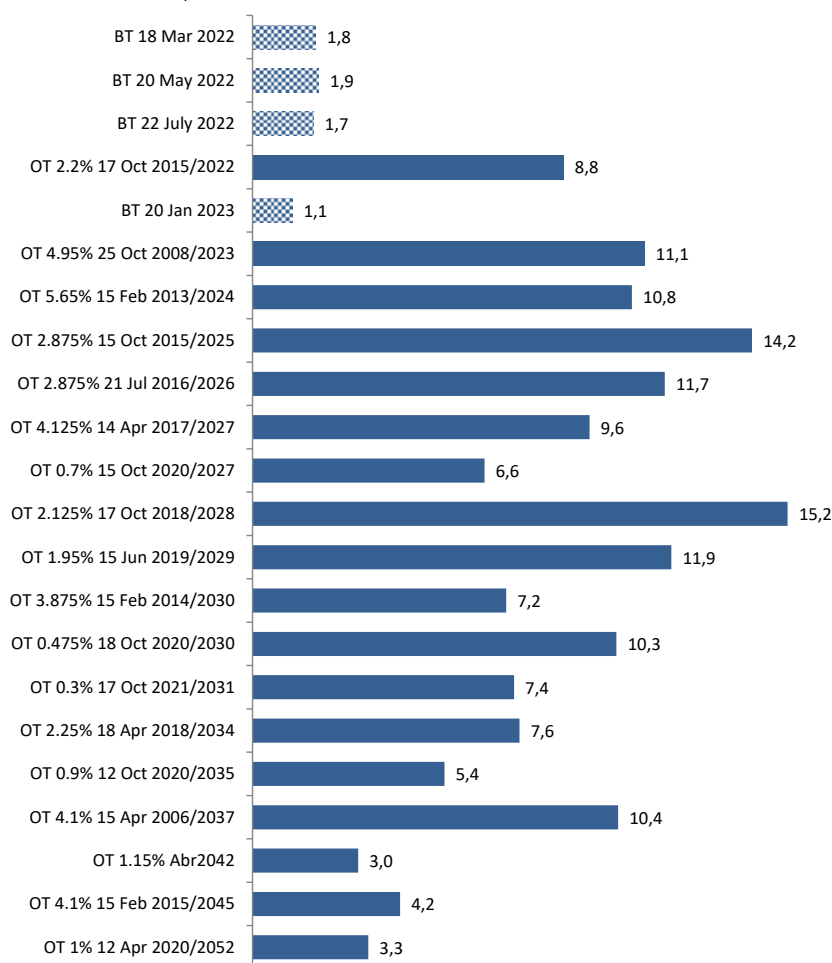
**Gráfico 8 – Perfis anuais de amortização**

(em milhares de milhões de euros, atualizado a 15 de fevereiro de 2022)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: significado da legenda: PRR — Plano de Recuperação e Resiliência; SURE — acrónimo da designação inglesa para o instrumento europeu de apoio temporário para mitigar riscos de desemprego em situação de Emergência (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*); FEEF — Fundo Europeu de Estabilização Financeira; MEEF — Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira. (ii) "Outra dívida de médio e longo prazos" — as emissões de Obrigações do Tesouro (de taxa fixa) dominam este agregado, que inclui ainda os demais passivos transacionáveis — Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), Notas de Médio Prazo e Obrigações de Retalho.

**Gráfico 9 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro**  
(em milhares de milhões de euros, atualizado a 15 de fevereiro de 2022)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.  
Nota: os títulos de dívida pública (BT e OT) encontram-se ordenados por ordem crescente de maturidade; BT — Bilhetes do Tesouro; OT — Obrigações do Tesouro.

**32. O IGCP, E.P.E. tem vindo a efetuar operações de gestão da dívida pública com recurso a leilões de troca e de recompra de OT. No segundo semestre de 2021 estas operações tiveram como resultado a recompra de OT com maturidades mais curtas e a venda de OT com maturidades mais longas, com destaque para a operação de venda realizada em outubro de 2021 através da qual foi colocada dívida com maturidade em 2052.** Com efeito, no segundo semestre de 2021 foram efetuadas os seguintes leilões de troca/recompra de OT:

- No dia 13 de julho de 2021 foi realizado um leilão de recompra no valor de 1124 M\$ (cerca de 949M€) do seguinte instrumento *PORTUG 5,125% 15Out2024 USD*, com taxa média de colocação de 0,741% e preço médio de colocação de 114,05%;
- No dia 25 de agosto de 2021 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
  - PGB 4,95% 25Out2023: Recompra de 1080 M€, com taxa média de colocação de - 0,694% e preço médio de colocação de 112,34%;
  - PGB 5,65% 15Fev2024: Recompra, 281 M€ com taxa média de colocação de - 0,679% e preço médio de colocação de 115,83%;
  - PGB 2,125% 17Out2028: Venda, 1025 M€ com taxa média de colocação de - 0,233% e preço médio de colocação de 117,00%;
  - PGB 4,1% 15Apr2037: Venda, 336 M€ com taxa média de colocação de 0,479 e preço médio de colocação de 154,41%;
- No dia 22 de setembro de 2021 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
  - PGB 2,2% 17Out2022: Recompra de 330 M€, com taxa média de colocação de - 0,691% e preço médio de colocação de 103,10%;
  - PGB 5,65% 15Fev2024: Recompra, 184 M€ com taxa média de colocação de - 0,697% e preço médio de colocação de 115,39%;

- PGB 2,125% 17Out2028: Venda, 279 M€ com taxa média de colocação de - 0,192% e preço médio de colocação de 116,49%;
  - PGB 2,25% 18Apr2034: Venda, 235 M€ com taxa média de colocação de 0,392 e preço médio de colocação de 122,73%;
- No dia 20 de outubro de 2021 foi realizado um leilão de recompra no valor de 268 M\$ do seguinte instrumento *PORTUG 5,125% 15Out2024 USD*, com taxa média de colocação de 0,871% e preço médio de colocação de 112,49%;
- No dia 27 de outubro de 2021 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
- PGB 4,95% 25Out2023: Recompra de 205 M€, com taxa média de colocação de - 0,707% e preço médio de colocação de 111,37%;
  - PGB 5,65% 15Fev2024: Recompra, 742 M€ com taxa média de colocação de - 0,655% e preço médio de colocação de 114,65%;
  - PGB 2,125% 17Out2031: Venda, 681 M€ com taxa média de colocação de 0,387% e preço médio de colocação de 99,15%;
  - PGB 2,25% 12Apr2052: Venda, 266 M€ com taxa média de colocação de 1,229 e preço médio de colocação de 94,20%.

**33. De acordo com o Programa de financiamento da República Portuguesa para 2022, divulgado a 4 de janeiro de 2022, as necessidades líquidas de financiamento do Estado deverão ascender a 10,9 mil M€ em 2022. Para a amortização da dívida a médio e longo prazo serão necessários 13,4 mil M€.**

As necessidades líquidas de financiamento do Estado para 2022 foram estimadas pelo IGCP tendo por base o PE/2021-25 e atualizadas com base na informação mais recente. A estratégia de financiamento para 2022 centra-se na emissão de títulos de dívida pública nos mercados financeiros, sobretudo Obrigações do Tesouro, encontrando-se prevista a emissão de 17,7 mil M€ destes títulos. O financiamento líquido obtido com recurso à emissão de Bilhetes do Tesouro deverá ascender a 3,0 mil M€. Encontra-se prevista a utilização de 1,3 mil M€ de depósitos, para financiamento do Estado, um valor substancialmente inferior ao utilizado em 2021 (8,1 mil M€).

**Tabela 7 – Programa de financiamento da República Portuguesa**  
(em milhares de milhões de euros)

	2019	2020	2021 <sup>P</sup>	2022 <sup>P</sup>
<b>1. Necessidades de financiamento do Estado</b>	<b>19,2</b>	<b>24,5</b>	<b>26,2</b>	<b>24,3</b>
<b>1.1. Necessidades líquidas de financiamento do Estado</b>	<b>9,5</b>	<b>16,8</b>	<b>13,3</b>	<b>10,9</b>
Saldo global <sup>1</sup>	3,9	12,2	9,5	8,7
Aquisição líquida de ativos financeiros <sup>2</sup>	5,6	4,6	3,8	2,2
Operações pontuais <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>1.2. Amortizações de Médio e Longo Prazo</b>	<b>9,7</b>	<b>7,7</b>	<b>12,9</b>	<b>13,4</b>
Obrigações do Tesouro e Medium Term Notes <sup>4</sup>	7,7	7,7	9,4	9,4
Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável	0,0	0,0	3,5	3,5
Empréstimos oficiais	2,0	0,0	0,0	0,5
<b>2. Fontes de financiamento do Estado</b>	<b>19,2</b>	<b>24,5</b>	<b>26,2</b>	<b>24,3</b>
<b>2.1. Utilização de depósitos</b>	<b>2,5</b>	<b>-10,2</b>	<b>8,1</b>	<b>1,3</b>
<b>2.2. Instrumentos de financiamento</b>	<b>16,7</b>	<b>34,8</b>	<b>18,1</b>	<b>22,9</b>
União Europeia (SURE e PRR)	0,0	3,0	2,8	1,2
Obrigações do Tesouro e Medium Term Notes	15,7	27,2	14,6	17,7
Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável	0,0	0,0	0,0	0,0
Certificado de Aforro/Cert. Tesouro/CTPM (valor líquido)	0,8	0,7	0,5	0,1
Bilhetes do Tesouro (valor líquido)	-1,4	-0,5	-4,8	3,0
Outros (valor líquido) <sup>5</sup>	1,6	4,4	5,0	0,9

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: 1) Saldo global do subsector Estado em contabilidade pública (para 2022 corresponde a uma estimativa); 2) Inclui refinanciamento de outras entidades públicas (nomeadamente empresas públicas) e linhas de crédito ao Fundo de Resolução nacional e Fundo de Resolução Europeu; 3) Inclui outras operações com impacto na determinação das necessidades de financiamento do Estado, como, por exemplo, receitas de privatização; 4) Inclui impacto líquido de operações de troca; 5) Inclui centralização de fundos de outras entidades da Tesouraria Central do Estado.

### 3.3 Dívida pública na definição de *Maastricht*<sup>9</sup>

**34. Esta secção utiliza a informação mais recente divulgada pelas autoridades estatísticas Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística.** A dívida pública é uma variável *stock* observável no final de cada período: mês, trimestre ou ano. Contudo, a presente análise utilizou dois momentos distintos devido à disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (dezembro de 2021), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (dezembro de 2021) e valor nominal desagregado por subsector (novembro de 2021).

**35. O peso da dívida pública na ótica de *Maastricht* no PIB nominal situou-se em 127,5% no final do 4.º trimestre de 2021, refletindo um decréscimo de 7,7 p.p. do PIB em termos homólogos.** Esta redução homóloga foi determinada, essencialmente, pelo efeito denominador do PIB (- 7,3 p.p.), sendo reforçado pelo contributo do efeito numerador (- 0,4 p.p.). Excluindo a parcela da dívida aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública representou 120,1% no final de 2021, ficando 3,1 p.p. abaixo do verificado no final do ano anterior. Consequentemente, o peso dos depósitos desceu de 12,0% do PIB no 4.º trimestre de 2020 para 7,4% do PIB no 4.º trimestre de 2021.

**36. No final de dezembro de 2021, o *stock* nominal da dívida pública na ótica de *Maastricht* situou-se em 269,6 mil M€, ficando 891 M€ abaixo do observado no final do ano anterior. Esta variação foi concretizada através do aumento dos empréstimos de longo prazo (2,4 mil M€), do numerário e depósitos (1,4 mil M€) e dos títulos de longo prazo (176 M€), o que contribuiu para o aumento da maturidade do *stock* de dívida pública.** Em sentido oposto, registou-se uma descida dos títulos de curto prazo (4,8 mil M€). Relativamente à dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas, registou-se uma subida homóloga de 7,3 mil M€, passando de 246,6 mil M€ para 253,9 mil M€.

**37. Excluindo os ativos das AP aplicados em depósitos, a dívida de *Maastricht* situou-se em 253,9 mil M€ no final de 2021 (Tabela 8), refletindo um aumento homólogo de 7,4 mil M€ devido, essencialmente, ao contributo do défice orçamental.** Consequentemente, o montante total de ativos em depósitos das Administrações Públicas, os quais se encontram incluídos na definição de dívida pública de *Maastricht*, desceu em termos homólogos, de 23,9 mil M€ para 15,7 mil M€.

**38. No lado dos passivos, o instrumento “títulos” reflete o peso mais elevado na dívida de *Maastricht*, situando-se em 61,1% no final de dezembro de 2021, ficando 1,5 p.p. abaixo do peso no final do ano anterior.** O *stock* da dívida pública sob a forma de títulos ascendeu a 164,6 mil M€, o que corresponde a uma descida homóloga de 4,6 mil M€ — composição da dívida, segunda a natureza do instrumento financeiro (Tabela 8). Quanto à dívida pública sob a forma de empréstimos contraídos pelas Administrações Públicas, esta correspondeu a 26,2% no final de dezembro de 2021, situando-se em 70,5 mil M€ (68,2 mil M€ no final do mês homólogo). Para este acréscimo contribuiu o montante dos empréstimos *SURE* (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e *PRR* (Plano de Recuperação e Resiliência) obtidos junto da União Europeia, no âmbito das medidas decorrentes da pandemia de COVID-19. O valor total obtido foi cerca de 5,4 mil M€ do *SURE*, desagregando-se entre 3 mil M€ em dezembro de 2020 e 2,4 mil M€ em maio de 2021, bem como 351 M€ do *PRR*. O instrumento “empréstimos” inclui ainda o financiamento obtido no âmbito do *PAEF* que permanece em dívida (cerca de 49,6 mil M€). Relativamente à dívida pública no instrumento “numerário e depósitos”, o montante no final de dezembro de 2021 situou-se em 34,4 mil M€, o que reflete um aumento homólogo de 1,4 mil M€.

<sup>9</sup> A “dívida pública na ótica de *Maastricht*” é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito “dívida direta do Estado” nas seguintes dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo subsector Estado através do IGCP, enquanto a dívida de *Maastricht* inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector 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 entre subsectores das Administrações Públicas. Os passivos incluídos no conceito de dívida de *Maastricht* são registados pelo seu valor nominal. Note-se que a dívida a fornecedores não entra em nenhum destes dois conceitos de dívida. O Eurostat efetuou em agosto de 2019 uma alteração metodológica nas estatísticas da dívida pública. Incidiu sobre o tratamento a dar aos juros dos Certificados de Aforro (instrumento de dívida pública detido pelo sector institucional Famílias). O valor capitalizado dos juros passou então a integrar o *stock* de dívida pública de *Maastricht*, enquanto no passado os juros deste instrumento não eram contabilizados como dívida, mas sim como encargos da dívida. A título de exemplo, o *stock* nominal de dívida pública no final do ano de 2018 foi revisto em alta em 4258 M€. Mais detalhes em [Relatório UTAO n.º 14/2019 Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019](#).

**Tabela 8 – Decomposição da dívida pública de Maastricht por instrumento**

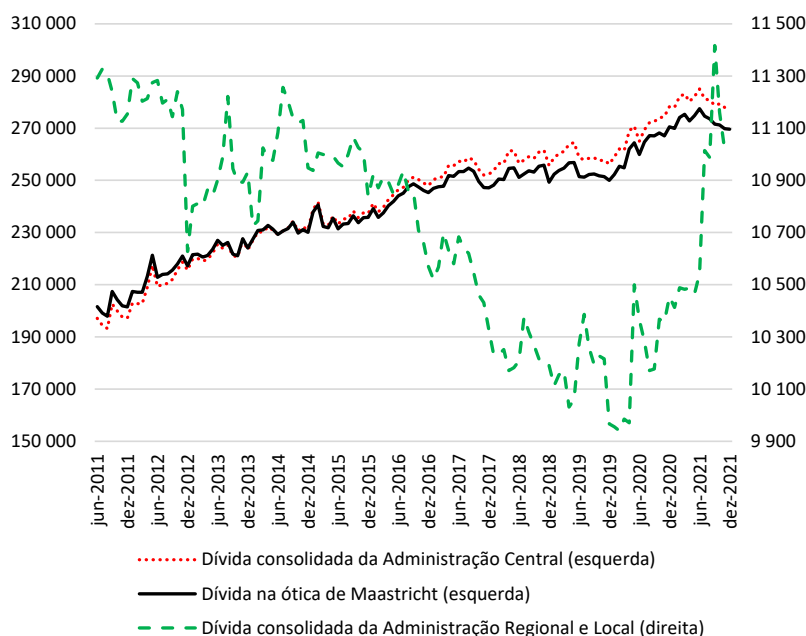
(milhões de euros e percentagem)

	Dívida de Maastricht (1)=2+3+4	Numerário e depósitos (2)	Empréstimos (3)	Títulos (4)	Dívida de liquida de depósitos das AP (5)	Numerário e depósitos (6)=(2)/(1)	Empréstimos (7)=(3)/(1)	Títulos (8)=(4)/(1)	Dívida de Maastricht (9)=[(1)/PIB]	Ativos das AP sob a forma de depósitos (10)=[((1)-(5))/PIB]
	em M€				em M€	em % da dívida de Maastricht			em % do PIB	
dez-2014	230 059	18 976	99 606	111 476	208 826	8,2	43,3	48,5	132,9	12,3
dez-2015	235 746	22 815	91 209	121 723	217 556	9,7	38,7	51,6	131,2	10,1
dez-2016	245 245	26 832	85 647	132 766	222 775	10,9	34,9	54,1	131,5	12,0
dez-2017	247 175	29 462	75 561	142 151	227 336	11,9	30,6	57,5	126,1	10,1
dez-2018	249 260	30 798	69 134	149 328	232 630	12,4	27,7	59,9	121,5	8,1
dez-2019	249 977	31 808	66 533	151 636	235 484	12,7	26,6	60,7	116,6	6,8
dez-2020	270 491	33 062	68 173	169 255	246 567	12,2	25,2	62,6	135,2	12,0
dez-2021	269 600	34 441	70 525	164 634	253 939	12,8	26,2	61,1	127,5	7,4

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: A coluna 2 mostra o montante de dívida contraída sob a forma mais líquida. Os instrumentos mais representativos são os Certificados do Tesouro e os Certificados de Aforro. A coluna 10 mostra a parcela da dívida bruta que está aplicada pelas AP em depósitos no sistema bancário. Portanto, a primeira coluna é um passivo e a segunda um ativo das AP.

**39. Por subsectores, o aumento homólogo da dívida pública de Maastricht no final de novembro de 2021 foi determinado, essencialmente, pelo contributo da Administração Central.**<sup>10</sup> No final de novembro de 2021, o montante da dívida consolidada dentro da Administração Central na ótica de Maastricht ascendeu a 278,0 mil M€ (Gráfico 10), o que reflete um acréscimo homólogo de 3,4 mil M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o stock da dívida de Maastricht no final de novembro de 2021 (11,0 mil M€) foi superior ao observado no final do mês homólogo (10,4 mil M€). Tendo por referência um horizonte temporal mais abrangente, verificou-se uma redução da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local desde 2011 (Gráfico 10) até ao mínimo verificado em fevereiro de 2020 (9,9 mil M€), mês imediatamente anterior ao início dos efeitos da pandemia COVID-19. Posteriormente, esta dívida subiu até ao máximo em setembro de 2021 (11,4 mil M€). Adicionalmente, é de salientar que o fator de consolidação entre subsectores, o qual é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de Maastricht das Administrações Públicas, aumentou de 17,7 mil M€ no final de novembro de 2020 para 19,2 mil M€ um ano depois. A Administração Central é particularmente credora face à Administração Local e à Administração Regional.

**Gráfico 10 – Desagregação subsectorial da dívida de Maastricht**  
(em milhões de euros)



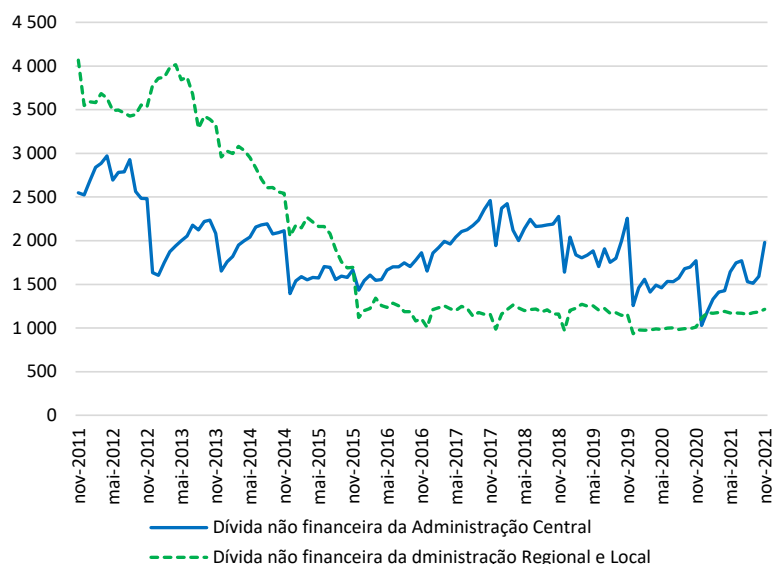
Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: (i) a designação “dívida consolidada” refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector. (ii) A última observação para a linha preta (verde e vermelha) é dezembro (novembro) de 2021.

<sup>10</sup> Este parágrafo relativo à dívida por subsector refere-se à definição de Maastricht, sendo que esta excluiu créditos comerciais. A Secção 3.4 apresenta a desagregação subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

### 3.4 Dívida não financeira

**40. O stock da dívida comercial das Administrações Públicas no final de novembro de 2021 foi superior ao observado no final do mês homólogo.** Esta secção incide sobre a categoria designada como “dívida comercial” que, resumidamente, agrega as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o crescimento do stock de passivos comerciais num determinado ano é registado no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. Contudo, esta “dívida comercial” não é incluída na definição de *Maastricht* de dívida pública. Com efeito, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores dão origem a um ajustamento défice-dívida. No final de novembro de 2021, as Administrações Públicas apresentaram um stock de dívida comercial de 3196 M€ (Gráfico 11), o que reflete um aumento de 412 M€. A dívida comercial no final de novembro de 2021 foi equivalente a 1,2% da dívida pública de *Maastricht*, cerca de 0,2 p.p. acima do observado no final do mês homólogo. Por subsectores, registou-se uma subida homóloga (208 M€) deste stock na Administração Central para 1980 M€, bem como um aumento (204 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1216 M€ no final de novembro de 2021).

**Gráfico 11 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas**  
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

## 4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

**41. A dívida pública, a dívida privada e a dívida externa são variáveis macroeconómicas que se encontram interligadas.** A dívida externa de Portugal inclui a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais residentes contraíram junto do exterior. O sector institucional Administrações Públicas contraiu a maior parte da dívida externa de Portugal. Com efeito, o elevado peso da dívida externa portuguesa no PIB representa, assim, um obstáculo ao financiamento da economia como um todo. A Caixa 2 explica os conceitos utilizados neste capítulo.

**42. Os fluxos acumulados, ano após ano, na capacidade (ou necessidade) de financiamento, aferida pela soma da balança corrente com a balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução na Posição de Investimento Internacional (PII) de um país.** Os detalhes encontram-se na Caixa 2. O stock da PII pode ser desagregado de diversas formas: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é obtido pela diferença entre ativos e passivos. No caso dos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de



capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se inserem os empréstimos entre o sector financeiro, os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e as obrigações soberanas. A dívida externa bruta da economia portuguesa encontra-se nos instrumentos de dívida e é obtida pela soma de passivos incluídos nas seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Assim, a dívida externa líquida é obtida através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

**43. O peso da dívida externa líquida dentro da PII é elevado no caso da economia portuguesa. A dívida externa é a principal componente da PII visto que o financiamento externo de Portugal é obtido, essencialmente, através de instrumentos de dívida.** Genericamente, a PII inclui instrumentos de dívida e capital. A sua composição entre instrumentos pode ser alterada ao longo de cada período pelas transações entre detentores destes instrumentos. No limite, pode acontecer um aumento (diminuição) do peso dos instrumentos de dívida na PII por contrapartida da diminuição (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PII.

**44. Os instrumentos de capital são considerados mais benéficos para o país que se financia do que os instrumentos de dívida, já que são pró-cíclicos com a atividade económica e as perdas num contexto de recessão são partilhadas com os credores.** Em termos gerais, os instrumentos de capital são as ações detidas pelos acionistas das empresas, enquanto os instrumentos de dívida são as obrigações emitidas pelas empresas, os empréstimos e depósitos entre instituições, bem como as obrigações do Tesouro e os bilhetes do Tesouro emitidos pelo Soberano. Os instrumentos de capital caracterizam-se, tipicamente, pela valorização (desvalorização) em períodos de expansão (recessão) económica, sendo os ganhos (as perdas) imputados ao acionista, uma vez que assume o risco no capital investido.<sup>11</sup> Adicionalmente, os instrumentos de capital que estão dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas do país, em contraste com a categoria “investimento de carteira” que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. Relativamente aos instrumentos de dívida, estes têm de ser reembolsados independentemente do ciclo económico, pelo que as perdas de uma recessão ficam no lado do devedor (desde que este não seja insolvente). Adicionalmente, os instrumentos de dívida dentro da categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se pela maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento direto”.

**45. A categoria funcional “investimento de carteira” inclui os títulos de dívida pública Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, sendo que o investidor tem maior facilidade em se desfazer dos títulos desta categoria funcional** que tenham, entretanto, ficado mais arriscados, minimizando perdas em caso de incumprimento (*default*) do emitente. Além disso, será também mais difícil a obtenção de novos financiamentos em conjunturas económicas adversas para os emitentes (*i.e.*, o financiamento da economia através do “investimento de carteira” é mais instável do que no caso do financiamento obtido na categoria funcional de “investimento direto”).

#### 4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

**46. Esta secção tem como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 23 de dezembro de 2021 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional.** Os dados divulgados encontram-se na ótica das contas nacionais. É de salientar que esta informação estatística pode apresentar diferenças em relação à publicação do Banco de Portugal no âmbito das balanças corrente e de capital, as quais encontram-se medidas na ótica da balança de pagamentos.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Esta afirmação deve ser lida com cautela, pois o universo dos instrumentos de capital é heterogéneo e há fatores de valorização ou depreciação específicos de alguns sectores de atividade com capacidade de se valorizarem em sentido contracíclico. Por exemplo, há segmentos de atividade económica a prosperar em plena pandemia (indústrias dos equipamentos de proteção individual, das entregas ao domicílio e parte do segmento ligado à produção de vacinas), com reflexos na valorização das suas ações.

<sup>12</sup> A ótica das contas nacionais é utilizada por INE, Comissão Europeia, Eurostat e Ministério das Finanças, enquanto a ótica da balança de pagamentos é usada por Banco de Portugal, BCE, OCDE e FMI.

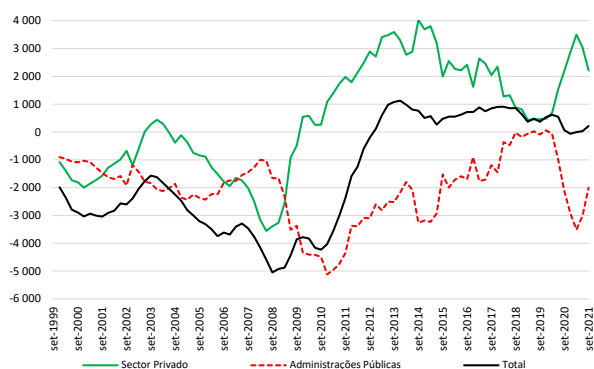


**47. No ano terminado no 3.º trimestre de 2021 a economia portuguesa registou uma capacidade de financiamento de 0,4% do PIB. O sector institucional das Administrações Públicas evidenciou uma necessidade de financiamento (-3,9% do PIB) neste conjunto de quatro trimestres, enquanto o sector privado apresentou uma capacidade de financiamento (4,3%).** O saldo orçamental negativo das Administrações Públicas evidencia uma necessidade de financiamento (ou capacidade de financiamento se o saldo orçamental for positivo), o que tem consequências nos recursos gerados pela economia nacional como um todo. No ano terminado no 3.º trimestre de 2021, Portugal evidenciou uma capacidade de financiamento de 852 M€, desagregando-se entre -8,0 mil M€ no sector institucional das Administrações Públicas e 8,9 mil M€ no sector privado (Gráfico 12). Face ao ano terminado no 3.º trimestre de 2020, verificou-se um ligeiro aumento da capacidade de financiamento da economia nacional como um todo, incluindo os contributos dos sectores público e privado. Na presente análise, o sector privado corresponde aos sectores institucionais Famílias, Sociedades Financeiras e Sociedades Não Financeiras.

**48. Relativamente à decomposição institucional do sector privado, os sectores institucionais Sociedades Financeiras e Famílias registaram capacidade de financiamento. Em sentido oposto, o sector institucional Sociedades Não Financeiras evidenciou uma necessidade de financiamento.** O sector institucional Famílias apresentou no ano terminado no 3.º trimestre de 2021 capacidade de financiamento (Gráfico 13) no montante de 10,2 mil M€, o que reflete uma subida homóloga de 311 M€, sendo que o máximo da série estatística se registou, precisamente, no final do 3.º trimestre de 2021. Quanto às Sociedades Não Financeiras, este sector institucional registou uma necessidade de financiamento neste período de quatro trimestres no montante de 4,4 mil M€, o que reflete uma melhoria homóloga de 1,7 mil M€. Relativamente à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta foi de 3,1 mil M€ no ano terminado no 3.º trimestre de 2021, ficando abaixo do observado nos quatro trimestres homólogos em 1,2 mil M€.

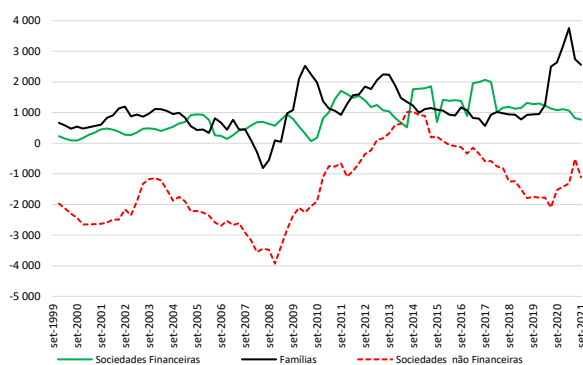
**49. É de referir que o saldo da balança de capital em 2021 foi positivamente afetado em 1114 M€ pelo reembolso das margens pré-pagas relativas a um empréstimo obtido por Portugal no âmbito do PAEF.** Este montante foi pago por Portugal em junho de 2011 ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira no âmbito de um empréstimo do PAEF. O valor de 1114 M€ corresponde à margem pré-paga (828 M€) e aos juros associados à respetiva rentabilidade (287 M€).

**Gráfico 12 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado**  
(milhões de euros em média móvel a 4 trimestres)



Fontes: INE e cálculos da UTAO. | Nota: valor positivo (negativo) traduz capacidade (necessidade).

**Gráfico 13 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado**  
(milhões de euros em média móvel a 4 trimestres)



Fontes: INE e cálculos da UTAO. | Nota: valor positivo (negativo) traduz capacidade (necessidade).

**50. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, aferida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, situou-se em 11,3% no ano terminado no 3.º trimestre de 2021, sendo inferior ao máximo de 14,4% da série estatística registado no final do 1.º trimestre de 2021.** A taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 14) evidenciou níveis baixos durante os anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,8% durante o período 2015–2019. No entanto, verificou-se uma alteração significativa no comportamento do sector institucional Famílias com o surgimento da pandemia, o que permitiu atingir um máximo na taxa de poupança no ano terminado no 1.º trimestre de 2021, devido à queda do consumo nominal em 8,0%, acompanhado por uma variação de -1,1% no rendimento disponível. Entretanto, a taxa de poupança desceu para 11,3% no final do 3.º trimestre de

2021.<sup>13</sup> No Gráfico 14 encontra-se evidência que a taxa de poupança das Famílias, tende a subir em períodos de crise económica — repare-se nas evoluções verificadas em 2002–2003, 2009–2010, 2012–2013 e recentemente, em 2020–2021.

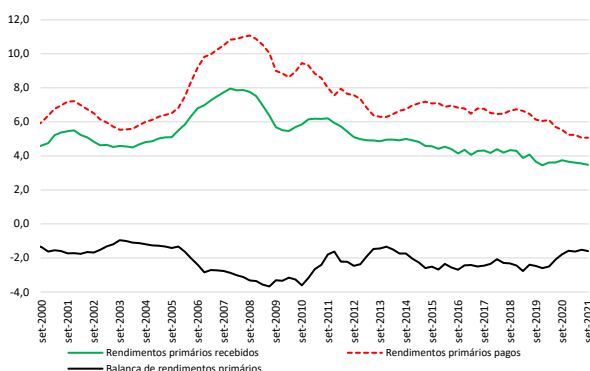
**51. Em Portugal, o PIB nominal tem sido, ano após ano, superior ao rendimento nacional bruto, o que é determinado pelo saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (resto do mundo). Por sua vez, este saldo negativo é a consequência do facto da PII de Portugal ser significativamente negativa.** No ano terminado no 3.º trimestre de 2021, o saldo da balança de rendimentos primários foi de – 1,6% do PIB. A diferença entre o PIB nominal e o rendimento nacional bruto corresponde ao saldo da balança de rendimentos primários. Em termos gerais, os rendimentos primários correspondem à remuneração dos fatores produtivos, trabalho, terra e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. É de referir que os fluxos de rendimentos pagos incluem os juros da dívida externa portuguesa pública e privada, os quais têm beneficiado do contexto internacional de baixo nível das taxas de juros (Gráfico 15).

**Gráfico 14 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias**  
(em percentagem e em média móvel a 4 trimestres)



Fontes: INE e cálculos da UTAO. | Nota: a taxa de poupança corresponde ao rácio entre a poupança e o rendimento disponível.

**Gráfico 15 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo**  
(em percentagem do PIB no ano terminado no trimestre)



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

## 4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (stock)

**52. A informação sobre a PII e a dívida externa é divulgada pelo Banco de Portugal trimestralmente nos meses de fevereiro, maio, agosto e novembro relativamente ao final do trimestre anterior. O numerador PIB nominal é apurado e divulgado pelo INE.** No entanto, para o 4.º trimestre de 2021 foi utilizado neste relatório o PIB nominal implícito nos rácios da dívida externa e da PII em percentagem do PIB divulgados pelo Banco de Portugal em 22/02/2022, visto que o PIB nominal a divulgar pelo INE ainda não se encontra disponível.

**53. Entre o final do 4.º trimestre de 2020 e o final do 4.º trimestre de 2021, verificou-se uma descida da dívida externa em valor nominal, o que determinou uma melhoria da PII neste mesmo período. Em percentagem do PIB, a evolução foi favorável não só devido ao efeito numerador (diminuição do valor nominal da dívida externa), como também devido ao efeito denominador (aumento do PIB nominal).** A dívida externa líquida é a principal componente da PII, sendo que os instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.<sup>14</sup> O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 87,8% no final do 4.º trimestre de 2020 para 80,7% no final do 4.º trimestre de 2021 (Gráfico 16). Esta evolução foi

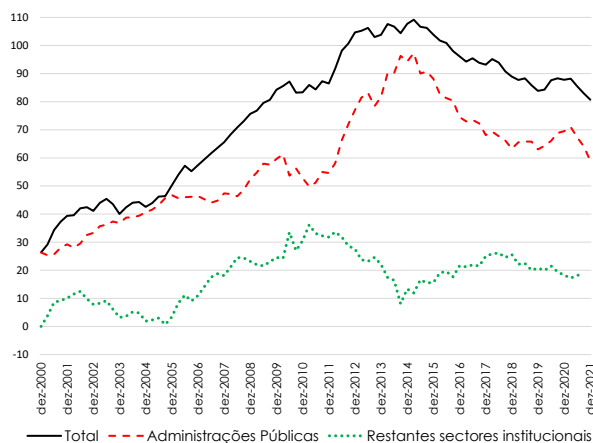
<sup>13</sup> É de referir que os níveis mais elevados da taxa de poupança do sector institucional Famílias após o início da pandemia COVID-19 reflete heterogeneidade entre agregados familiares: uma parte das famílias manteve os rendimentos do trabalho e de outras fontes de rendimento, enquanto outras famílias enfrentaram descida dos rendimentos.

<sup>14</sup> A PII é constituída pelas seguintes categorias funcionais: “investimento de carteira”, “investimento direto”, “outro investimento”, “ativos de reserva” e “derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados”.

determinada pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 10,5 p.p. do PIB, situando-se em 59,0% do PIB no final do 4.º trimestre de 2021.<sup>15</sup> Quanto aos restantes sectores institucionais, estes aumentaram a sua exposição aos credores não residentes. O rácio situou-se em 21,7% do PIB nominal no final do 4.º trimestre de 2021. Em valor nominal, o valor líquido da dívida externa de Portugal passou de 175,6 mil M€ para 170,6 mil M€ entre o final do 4.º trimestre de 2020 e o do 4.º trimestre de 2021. A descida da dívida externa das Administrações Públicas (de 139,0 mil M€ para 124,7 mil M€) foi parcialmente compensada pelo acréscimo nos restantes sectores institucionais (+9,4 mil M€).

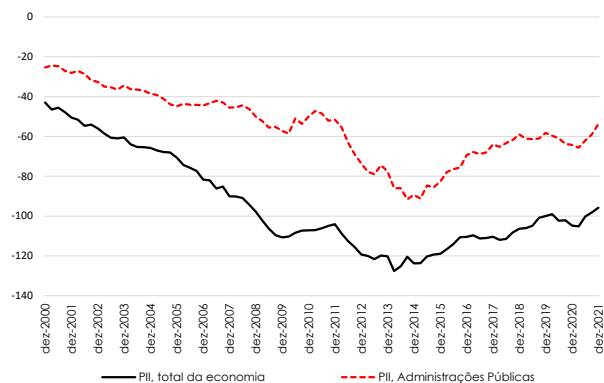
**54. Com efeito, verificou-se um aumento da PII em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa, passando de – 104,8% do PIB no final do 4.º trimestre de 2020 para – 95,8% do PIB no final do 4.º trimestre de 2021.<sup>16</sup>** O sector das Administrações Públicas, que apresenta a posição negativa mais significativa (Gráfico 17), aumentou o valor nominal de – 128,7 mil M€ para – 113,6 mil M€, sendo que esta evolução foi parcialmente compensada pela descida nos restantes sectores institucionais (de – 81,1 mil M€ para – 89,0 mil M€). A PII agregada permanece, em percentagem do PIB, em níveis próximos dos rácios observados aquando da crise financeira iniciada em 2008.

**Gráfico 16 – Dívida externa líquida**  
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

**Gráfico 17 – Posição de investimento internacional**  
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

## Caixa 2 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de stock e variáveis de fluxo

Esta caixa visa explicar os conceitos subjacentes às estatísticas apresentadas e apreciadas no presente capítulo.

Em cada ano, a capacidade/necessidade de financiamento da economia corresponde à soma da capacidade ou da necessidade de financiamento de todos os sectores institucionais residentes. Tipicamente, o sector institucional Administrações Públicas apresenta um saldo orçamental negativo, o que traduz uma necessidade de financiamento.

A capacidade ou necessidade da economia nacional num determinado ano traduz a situação da mesma perante o exterior, *i.e.*, perante o resto do mundo, em termos de fluxos financeiros. Aritmeticamente, corresponde à soma da balança corrente com a balança de capital — equação (3); o lado direito mostra as origens da capacidade (ou necessidade) de financiamento. A primeira balança pode decompor-se na soma das balanças de bens e serviços, rendimentos primários e rendimentos secundários do mesmo ano — equação (4).

$$\text{Capacidade ou necessidade de financiamento}_t = \text{Balança Corrente}_t + \text{Balança Capital}_t \quad (3)$$

$$\text{Balança Corrente}_t = \text{Bal. Bens Serviços}_t + \text{Bal. de Rendim. Primários}_t + \text{Bal. de Rendim. Secundários}_t \quad (4)$$

Os registos contabilísticos nestas balanças têm uma contrapartida nos stocks de ativos e passivos financeiros da economia nacional sobre o resto do mundo. O défice (excedente) no conjunto das balanças corrente e de capital traduz-se numa entrada (saída) líquida de fundos para o financiamento da economia nacional. Estes movimentos de contrapartida financeira no ano *t* constituem a balança financeira nesse ano. Assim,

<sup>15</sup> Contudo, é de referir que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que, por sua vez, é direcionado para o financiamento do sector institucional Administrações Públicas.

<sup>16</sup> É de salientar que os valores da PII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado, enquanto na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

$$\text{Balança Financeira}_t = \text{Variação Líq. de ativos}_t - \text{Variação Líq. de passivos}_t \quad (5)$$

Estes fluxos são transações no ano  $t$  realizadas, entre o território nacional e o território do exterior, com ativos e passivos financeiros. Por outras palavras,

$$\text{Capac. ou neces. de financ.}_t = \text{Variação Líq. de ativos}_t - \text{Variação Líq. de passivos}_t \quad (6)$$

As categorias funcionais nas quais estes ativos e passivos se dividem são o investimento direto, o investimento de carteira, o outro investimento, os ativos de reserva e os derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados. A equação (6) é uma medida sintética do saldo das transações ou fluxos financeiros ocorridos ao longo de  $t$  entre o território nacional e o resto do mundo.

É de salientar que o peso destes fluxos, que se foram acumulando ao longo dos anos passados, condicionam o presente e o futuro. Estes fluxos do passado contribuíram para o apuramento da Posição de Investimento Internacional (PII) no momento presente. A PII mede a posição patrimonial da economia nacional face ao resto do mundo. Por outras palavras, o seu valor a 31 de dezembro do ano  $t$  resulta, fundamentalmente, da acumulação histórica de ativos e passivos sobre o exterior, secundariamente, de variações nos valores daqueles stocks determinadas por alterações cambiais e nos preços dos ativos e passivos, e marginalmente, de outros ajustamentos (erros e omissões). Aritmeticamente,

$$PII_t = PII_{t-1} + \text{Balança Financeira}_t + \Delta\text{Preço}_t + \Delta\text{Cambial}_t + \text{Outros ajustamentos}_t \quad (7)$$

Os fluxos acumulados, ao longo dos anos, na capacidade (necessidade) de financiamento ou balança financeira são o principal fator explicativo da PII de um país. Adicionalmente, o stock da PII pode ser desagregado, quer por categoria funcional, quer por sector institucional, quer por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, sector ou moeda é obtido pela diferença entre ativos e passivos.

A dívida externa bruta da economia portuguesa é dada pela soma de passivos incluídos nas seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento.

Por fim, a dívida externa líquida é obtida através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.







**UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL**

Av. DOM CARLOS I, N.º 128 A 132 | 1200-651 LISBOA, PORTUGAL

<https://www.parlamento.pt/sites/COM/XIVLeg/5COF/Paginas/utao.aspx>