

Relatório UTAO n.º 4/2024

Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: março de 2024

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

9 de abril de 2024

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: março de 2024

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 4/2024

Data de publicação: 9 de abril de 2024

Data-limite para incorporação de informação: 2 de abril de 2024

Disponível em: https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO_UnidadeTecnica-deApoioOrcamental.aspx

Índice Geral

| | |
|--|-----------|
| Índice Geral..... | i |
| Índice de Gráficos..... | i |
| Índice de Caixas..... | i |
| Índice de Tabelas..... | i |
| Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos..... | i |
| Sumário..... | 1 |
| 1 Introdução..... | 3 |
| 2 Evolução da dívida pública..... | 4 |
| 2.1 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i> | 4 |
| 2.2 Impacto da consolidação entre subsectores no valor oficial da dívida portuguesa de <i>Maastricht</i> | 7 |
| 2.3 Composição sectorial dos credores da dívida de <i>Maastricht</i> | 9 |
| 2.4 Dívida não financeira..... | 10 |
| 3 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa..... | 11 |
| 3.1 Conceitos..... | 11 |
| 3.2 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)..... | 12 |
| 3.3 Posição Líquida de Investimento Internacional e dívida externa (<i>stock</i>)..... | 14 |

Índice de Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 – Dívida de <i>Maastricht</i> , <i>stock</i> trimestral versus <i>stock</i> médio trimestral do próprio ano..... | 6 |
| Gráfico 2 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> | 6 |
| Gráfico 3 – Dívida pública portuguesa detida por credores residentes e por não residentes..... | 10 |
| Gráfico 4 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes..... | 10 |
| Gráfico 5 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas..... | 10 |
| Gráfico 6 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado..... | 13 |
| Gráfico 7 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado..... | 13 |
| Gráfico 8 – Taxa de investimento das famílias..... | 13 |
| Gráfico 9 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias..... | 14 |
| Gráfico 10 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo..... | 14 |
| Gráfico 11 – Dívida externa líquida..... | 15 |
| Gráfico 12 – Posição líquida de investimento internacional..... | 15 |

Índice de Caixas

| | |
|---|----|
| Caixa 1 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo..... | 16 |
|---|----|

Índice de Tabelas

| | |
|--|---|
| Tabela 1 – Decomposição da dívida pública de <i>Maastricht</i> por instrumento..... | 5 |
| Tabela 2 – Dívida pública de <i>Maastricht</i> detida pelas Administrações Públicas..... | 8 |

Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

| Sigla/abreviatura | Designação |
|-------------------|---|
| AdC | Administração Central |
| AP | Administrações Públicas |
| APP | Asset Purchase Programme Programa de Compra de Ativos |
| BCE | Banco Central Europeu |
| BT | Bilhetes do Tesouro |
| CA | Certificados de Aforo |

| Sigla/abreviatura | Designação |
|-------------------|--|
| CEDIC | Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo |
| CGD | Caixa Geral de Depósitos |
| COF | Comissão (parlamentar) de Orçamento e Finanças |
| CT | Certificados do Tesouro |
| DGO | Direção-Geral do Orçamento |
| E.P.E. | Entidade Pública Empresarial |
| EM | Estado(s)-Membro(s) |
| EPR | Entidade Pública Reclassificada |
| FEFF | Fundo Europeu de Estabilização Financeira |
| FEFSS | Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social |
| FMI | Fundo Monetário Internacional |
| IGCP, E.P.E. | Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública — IGCP, 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 o Desenvolvimento Económicos |
| OE | Orçamento do Estado |
| OE/AAAA | Orçamento do Estado para o ano AAAA |
| 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 |
| PLII | Posição Líquida de Investimento Internacional |
| PRR | Plano de Recuperação e Resiliência |
| PSPP | <i>Public Sector Purchase Programme</i> Programa de Compras do Sector Público |
| RAA | Região Autónoma dos Açores |
| RAM | Região Autónoma da Madeira |
| 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

O rácio entre a dívida pública na ótica de "Maastricht" e o PIB desceu para 99,1% do PIB no final de 2023, o que corresponde a uma redução de 13,3 p.p. em relação ao final de 2022. Esta variação resulta de dois contributos: o efeito denominador (-9,8 p.p.), decorrente da recuperação do PIB nominal, e o efeito numerador (-3,5 p.p.), resultante da descida do valor nominal da dívida.

Em valor nominal, a dívida pública ascendeu a 268,5 mil M€ no final de fevereiro de 2024, o que reflete uma redução homóloga de 10,3 mil M€. Excluindo os depósitos na dívida de "Maastricht", a dívida pública fixou-se em 253,9 mil M€ no final de fevereiro de 2024, sendo inferior (-3967 M€) ao observado no final do período homólogo. Consequentemente, o peso dos depósitos desceu 6295 M€ em termos homólogos para 14,6 mil M€ no final de fevereiro de 2024.

Desde 2017, e com exceção de 2020, os sucessivos anos fecharam com um nível absoluto de dívida abaixo do valor médio do ano respetivo, para subir no trimestre seguinte. Este padrão foi muito visível em 2023. Em dezembro de 2023, a dívida pública na ótica de "Maastricht" atingiu 263,0 mil M€, cerca de 12,5 mil M€ abaixo da média dos quatro trimestres do ano (média de 275,5 mil M€, com 279,1 mil M€ em março e 280 mil M€ em junho e setembro de 2023). Entretanto, o valor da dívida subiu, para 268,5 mil M€ a 29 de fevereiro de 2024.

Ao longo dos últimos 12 meses, aumentou o peso do instrumento "numerário e depósitos" no total da dívida pública. O instrumento "numerário e depósitos" cresceu para 48,6 mil M€ (+5,2 mil M€ em termos homólogos), devido ao contributo dos Certificados de Aforro e CEDIC. O montante da dívida pública sob a forma de títulos ascendeu a 151,6 mil M€, o que representa uma descida homóloga de 13,4 mil M€, sobretudo devido aos contributos de títulos de longo prazo. Contudo, o instrumento "títulos" permanece como o principal instrumento do financiamento da dívida pública de Portugal. A dívida pública contraída sob a forma de empréstimos equivalia a 25,2% do total no final de janeiro de 2024, cerca de 68,2 mil M€. Este "stock" inclui os empréstimos SURE e PRR obtidos junto de instituições da União Europeia.

O valor nominal da dívida pública na ótica de "Maastricht" encontra-se influenciado pelo efeito de consolidação resultante do facto de entidades em todos os subsectores públicos serem investidores em parcelas significativas de dívida pública portuguesa. Este efeito subiu consideravelmente em 2023 (mais 12,1 mil M€ do que no ano anterior). As aplicações em dívida pública nacional por parte de entidades públicas reduzem o valor consolidado que é reportado pelo INE. O acréscimo substancial dos fatores de consolidação em 2023 tem duas explicações: excedentes orçamentais das unidades orgânicas e busca deliberada de aplicações em títulos. Até 31 de março de 2024, o FEFSS é obrigado a manter em carteira o valor nominal que tinha aplicado em dívida pública portuguesa a 31 de dezembro de 2023.

Relativamente à dívida comercial das Administrações Públicas, este passivo situou-se em 2506 M€ no final de janeiro de 2024, o que equivale a 0,9% do "stock" da dívida de "Maastricht". Em termos homólogos, verificou-se uma subida de 306 M€.

A Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII) subiu em 2023 tanto em valor nominal como em percentagem do PIB, embora permanecendo ainda fortemente negativa. Passou de -83,6% do PIB no final de 2022 para -72,5% no final de 2023. A dívida externa líquida de Portugal tem sido a principal fonte de financiamento da economia portuguesa porque é a maior componente da PLII.

A dívida externa líquida em valor nominal diminuiu entre o final de 2022 (161,6 mil M€) e o final de 2023 (142,7 mil M€), assim contribuindo para a melhoria da PLI. Em percentagem do PIB, a evolução beneficiou dos contributos do efeito numerador (valor nominal da dívida externa) e do efeito denominador (PIB nominal). A dívida externa líquida é aferida a preços de mercado e, como tal, diminui automaticamente com a descida dos preços dos passivos e com a subida do preço dos ativos subjacentes. A subida do preço de mercado de um título de dívida decorre da descida da taxa de juro implícita no mercado. Tendo como referência o final do ano 2022, o contributo favorável decorrente do efeito preço dos ativos/passivos que se encontram na PLII atingiu 4997 M€ durante o ano 2023. Em larga medida, a descida nos preços resultou da subida generalizada das taxas de juro.

O peso da dívida externa líquida de Portugal no PIB desceu de 66,7% no final de 2022 para 53,8% no final de 2023. Esta trajetória foi determinada, essencialmente, pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 7,1 p.p. do PIB, fiando-se em 39,4% do PIB no final de 2023.

É de destacar que a dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurosystema ao abrigo da política monetária é estatisticamente classificada como dívida pública detida por sector institucional residente (banco central nacional). O "stock" de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal no final de 2023 situou-se em 68,5 mil M€, o que compara com o montante de 1,7 mil M€ no final de 2014, ano anterior ao início do programa de compras de ativos. O máximo histórico da série foi registado em setembro de 2022 (73,9 mil M€).

1 Introdução

1. Este relatório insere-se na coleção de publicações regulares, 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. Estas organizações encontram-se devidamente identificadas em notas de rodapé aos gráficos e tabelas, e, no caso de mercados e dívida pública direta do Estado, a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E.P.E. (IGCP, E.P.E.) pela informação transmitida.

3. Sempre que apropriado, a variação dos agregados financeiros em 2024 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2023 e com os valores previstos para o conjunto do ano 2024 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/2024). 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, de que é exemplo a dívida de *Maastricht*.

4. O horizonte temporal desta análise estende-se até final do primeiro trimestre de 2024, pese embora nem todas as variáveis apresentem a mesma data de corte. O presente relatório tem como horizonte temporal de referência a informação primária disponível até 2 de abril de 2024. Cobre desenvolvimentos até final de 2023 e alguns no período que vai de janeiro a março de 2024. Diferentes variáveis têm diferentes datas de fecho. Para cada variável analisada, foi utilizada a informação mais recente à data-limite para incorporação de dados neste relatório, 2 de abril de 2024. Nas Secções 2.1 e 2.4, 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 2023, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — fevereiro de 2024 e o valor nominal desagregado por subsector emissor e detentor institucional — janeiro de 2024. Por fim, no Capítulo 3 foram utilizados dados da Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa (4.º trimestre de 2023) divulgadas pelo Banco de Portugal. Os dados das contas nacionais trimestrais por sector institucional do 4.º trimestre foram divulgados pelo INE em 25 de março de 2024.

5. Este relatório encontra-se estruturado em dois capítulos. A dívida pública portuguesa é o objeto de análise no Capítulo 2. 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 emissores e sectores institucionais detentores — e ainda o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços. Por fim, o Capítulo 3 informa o leitor sobre o financiamento da economia portuguesa, decompondo entre sectores público e privado. Uma caixa encerra o relatório, para explicar os conceitos de contas externas usados no Capítulo 3. Este número tem uma abrangência diferente da que tem sido habitual nos relatórios desta coleção. A atualidade de um tema novo e o envolvimento parcial de parte dos autores num estudo avulso justificam as mudanças. O tema novo é a redução expressiva da dívida de *Maastricht* em 2023. Levou à inclusão de dois novos ângulos de análise: variação intertrimestral do *stock* da dívida (Gráfico 1 e par. 12, ambos na Secção 2.1), e o papel das aplicações financeiras de muitas entidades das Administrações Públicas na redução do *stock* em 2023. A necessidade de executar o estudo avulso solicitado pela COF à UTAO para prever o impacto orçamental da reposição do tempo de serviço em falta para efeitos de progressão remuneratória dos docentes do ensino não superior obrigou a diminuir o recurso tempo para a elaboração do presente relatório. Desta compressão, resultou a eliminação das análises aos desenvolvimentos nos mercados de dívida soberana, às decisões de política monetária do Eurosystema e à situação da dívida direta do Estado.

2 Evolução da dívida pública

6. Este capítulo analisa a evolução da dívida pública em várias dimensões. A Secção 2.1 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. A Secção 2.4 apresenta a evolução da dívida não financeira até janeiro de 2024.

2.1 Dívida pública na definição de *Maastricht*

7. A presente secção incide sobre a informação mais recente divulgada pelas autoridades estatísticas nacionais Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística. Nos países da UE é utilizada uma definição comum para o conceito de dívida pública: definição de *Maastricht*.¹ A dívida pública é uma variável *stock* observável no final de cada período: mês, trimestre ou ano. Contudo, esta secção utiliza períodos distintos devido à disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (dezembro de 2023), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (fevereiro de 2024) e valor nominal desagregado por subsector (janeiro de 2024). Relativamente à decomposição por credores da dívida pública portuguesa, a informação tem por referência dezembro de 2023.

8. O rácio entre a dívida pública na ótica de *Maastricht* e o PIB nominal diminuiu para 99,1% no final de 2023, sendo 13,3 p.p. do PIB abaixo do observado no final do trimestre homólogo. Esta redução homóloga resulta do contributo do efeito denominador decorrente do crescimento nominal do PIB (- 9,8 p.p.), a que se adiciona o contributo da descida da dívida pública em valor nominal (- 3,5 p.p.). Excluindo a dívida pública que se encontra aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública caiu para 94,8% do PIB no final de dezembro de 2023, sendo 11,9 p.p., inferior ao verificado no final de 2022. Consequentemente, o peso dos depósitos desceu de 5,7% do PIB no final de 2022 para 4,3% do PIB no final de 2023.

9. No final de fevereiro de 2024, o montante nominal da dívida pública na ótica de *Maastricht* foi de 268,5 mil M€. Traduz uma redução homóloga de 10,3 mil M€ e uma diminuição mensal em cadeia de 2,2 mil M€. Para esta variação mensal de fevereiro, contribuiu, essencialmente, a diminuição do saldo vivo de Obrigações do Tesouro no montante total de 3,5 mil M€, uma vez que o montante de amortizações (6,0 mil M€) superou o de emissões (2,1 mil M€). Em contrapartida, registou-se um acréscimo no saldo vivo de Bilhetes de Tesouro no montante de 1,8 mil M€, decorrente de emissões realizadas durante o mês de fevereiro de 2024.

10. Excluindo os ativos das AP sob a forma de depósitos, a dívida de *Maastricht* foi de 253,9 mil M€ no final de fevereiro de 2024, o que reflete uma descida homóloga de 3967 M€. Consequentemente, o montante total de ativos em depósitos das Administrações Públicas (Tabela 1), os quais são incluídos na dívida pública na ótica de *Maastricht*, diminuiu 6295 M€ em termos homólogos, situando-se em 14,6 mil M€ no final de fevereiro de 2024. É usual que o *stock* de depósitos evidencie uma redução mensal significativa no mês de amortização de uma linha de Obrigações do Tesouro que atinja a maturidade. Com efeito, assim sucedeu em fevereiro de 2024: a linha OT 5,65% 15Feb2024 atingiu a maturidade, tendo o reembolso sido de 6,018 mil M€.

¹ A "dívida pública na ótica de *Maastricht*" é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito "dívida direta do Estado" em várias 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. De notar 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 dos juros dos Certificados de Aforro. 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. Mais detalhes em [Relatório UTAO n.º 14/2019, "Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019"](#).

11. Quanto aos passivos, observa-se, em fevereiro de 2024, uma subida do peso do instrumento “numerário e depósitos” por contrapartida da descida do peso do instrumento “títulos”. Contudo, o instrumento “títulos” permanece como o principal instrumento do financiamento da dívida pública de Portugal. Esta evolução reflete uma alteração na composição dos instrumentos da dívida. O instrumento “numerário e depósitos” cresceu para 48,6 mil M€ (+ 5,2 mil M€ em termos homólogos), devido ao contributo dos Certificados de Aforro e CEDIC. O montante da dívida pública sob a forma de títulos ascendeu a 151,6 mil M€, o que representa uma descida homóloga de 13,4 mil M€, sobretudo devido aos contributos de títulos de longo prazo, como é o caso das OT (- 7,8 mil M€) — Tabela 1. Relativamente à dívida pública contraída sob a forma de empréstimos, esta equivalia a 25,2% do total no final de janeiro de 2024, cerca de 68,2 mil M€. Este stock inclui os empréstimos SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e PRR (Plano de Recuperação e Resiliência) obtidos junto de instituições da União Europeia. O montante total em dívida é cerca de 6,2 mil M€ no SURE e 1,7 mil M€ no PRR. Além disso, o instrumento “empréstimos” engloba ainda o financiamento contraído no âmbito do PAEF que permanece em dívida (47,6 mil M€).

Tabela 1 – Decomposição da dívida pública de Maastricht por instrumento

(milhões de euros e percentagem)

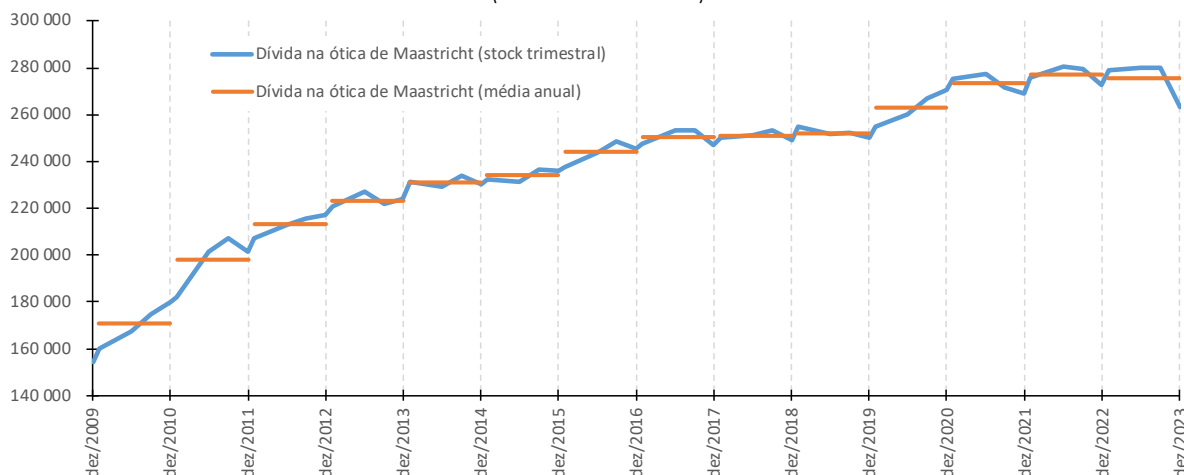
| | Dívida de Maastricht (1) = 2 + 3 + 4 | Numerário e depósitos (2) | Empréstimos (3) | Títulos (4) | Dívida de Maastricht líquida de depósitos das AP (5) | Numerário e depósitos (6) = (2) / (1) | Empréstimos (7) = (3) / (1) | Títulos (8) = (4) / (1) | Dívida de Maastricht (9) = [(1) / PIB] | Ativos 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 | 222 795 | 10,9 | 34,9 | 54,1 | 131,5 | 12,0 |
| dez-2017 | 247 175 | 29 462 | 75 561 | 142 151 | 227 383 | 11,9 | 30,6 | 57,5 | 126,1 | 10,1 |
| dez-2018 | 249 260 | 30 798 | 69 134 | 149 328 | 232 675 | 12,4 | 27,7 | 59,9 | 121,5 | 8,1 |
| dez-2019 | 249 977 | 31 808 | 66 533 | 151 636 | 235 520 | 12,7 | 26,6 | 60,7 | 116,6 | 6,7 |
| dez-2020 | 270 495 | 33 062 | 68 188 | 169 244 | 246 634 | 12,2 | 25,2 | 62,6 | 134,9 | 11,9 |
| dez-2021 | 269 089 | 34 441 | 70 014 | 164 634 | 253 575 | 12,8 | 26,0 | 61,2 | 124,5 | 7,2 |
| dez-2022 | 272 427 | 39 642 | 70 494 | 162 291 | 258 518 | 14,6 | 25,9 | 59,6 | 112,4 | 5,7 |
| dez-2023 | 263 085 | 48 503 | 67 430 | 147 152 | 251 709 | 18,4 | 25,6 | 55,9 | 99,1 | 4,3 |
| fev-2024 | 268 512 | 48 616 | 68 297 | 151 600 | 253 942 | 18,1 | 25,4 | 56,5 | | |

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: A coluna 2 mostra o montante de dívida contraída sob a forma mais líquida, sendo os instrumentos mais representativos desta categoria 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. Portanto, as colunas 2 e 6 são um passivo, enquanto a coluna 10 é um ativo das AP.

12. Desde 2017, e com exceção de 2020, os anos fecharam com um nível absoluto de dívida abaixo do valor médio do ano respetivo, para subir no trimestre seguinte. Este padrão foi muito visível em 2023.

Em dezembro de 2023, a dívida pública na ótica de Maastricht atingiu 263,0 mil M€, cerca de 12,5 mil M€ abaixo da média dos quatro trimestres do ano (média de 275,5 mil M€, com 279,1 mil M€ em março e 280 mil M€ em junho e setembro de 2023). Entretanto, subiu, para 268,5 mil M€ a 29 de fevereiro de 2024. Em 2021 e 2022, aquela diferença entre a média dos trimestres do próprio ano e o valor de fecho do ano foi 4,2 e 4,7 mil M€, respetivamente (Gráfico 1). Em sentido contrário, no ano de 2020, marcado pelo impacto da pandemia COVID-19 e uma subida significativa dos níveis de dívida, registou-se um diferencial negativo, uma vez que o valor a dívida pública registado no final do ano (270,5 mil M€) foi superior ao valor médio anual (263,1 mil M€) em cerca de 7,4 mil M€. Verifica-se o mesmo padrão de regularidade com a dívida medida em percentagem do PIB. Também o rácio a 31 de dezembro desce abaixo da média do ano para subir no trimestre seguinte. O facto de o valor da dívida pública no final do ano ter mais impacto na regra orçamental e na comunicação social é uma interpretação plausível para esta regularidade estatística dos últimos sete anos. Olhando para trás, até ao primeiro trimestre do ano 2000, apanham-se 24 anos completos na série da dívida em euros. Só em sete dos 24 anos é que a dívida fechou o exercício anual a valer menos do que a média anual (2014 e os já referidos 2017 a 2019 e 2021 a 2023).

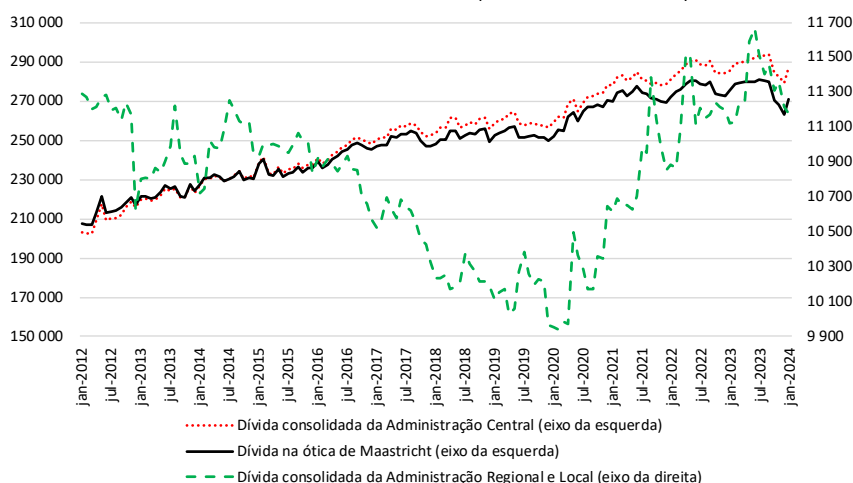
Gráfico 1 – Dívida de Maastricht, stock trimestral versus stock médio trimestral do próprio ano
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

13. Por subsectores, apesar da redução homóloga da dívida pública de Maastricht, aferida no final de janeiro de 2024, regista-se um acréscimo na da Administração Central.² Em janeiro de 2024, o valor da dívida bruta consolidada dentro da Administração Central, na ótica de Maastricht, situou-se em 287,3 mil M€ (Gráfico 2), o que representa um crescimento homólogo de 1,8 mil M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o stock da dívida de Maastricht no final de janeiro de 2024 (11,2 mil M€) foi superior em 54 M€ face ao observado no final do mês homólogo. Tendo como referência um horizonte temporal mais alargado, verificou-se uma redução da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local desde 2011 (Gráfico 2) até ao mínimo registado em fevereiro de 2020 (9,9 mil M€), mês imediatamente anterior ao início dos efeitos da pandemia COVID-19. Entretanto, a dívida subiu para níveis mais elevados, situando-se em 11,2 mil M€ em janeiro de 2024. Adicionalmente, é de salientar que o fator de consolidação entre subsectores, que é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de Maastricht das Administrações Públicas, subiu para 27,8 mil M€ no final de janeiro de 2024 (máximo da série). Tipicamente, a Administração Central é credora face à Administração Local e à Administração Regional.

Gráfico 2 – 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.

² O foco deste parágrafo é a dívida pública por subsector e refere-se à definição de Maastricht, sendo que esta excluiu os créditos comerciais. Em seguida, a Secção 2.4 apresenta a decomposição subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

2.2 Impacto da consolidação entre subsectores no valor oficial da dívida portuguesa de Maastricht

14. O valor nominal da dívida pública na ótica de Maastricht encontra-se influenciado pelo efeito de consolidação resultante do facto de entidades em todos os subsectores institucionais serem investidores em parcelas significativas de dívida pública. Este efeito subiu consideravelmente em 2023 (mais 12,1 mil M€ do que no ano anterior). A dívida pública detida por entidades pertencentes aos diferentes subsectores das Administrações Públicas é objeto de consolidação para apuramento da dívida de Maastricht. Neste processo, são compensados os valores de dívida pública detidos entre entidades que integram a Administração Central, a Administração Regional e Local e os Fundos de Segurança Social. Entre dezembro de 2022 e dezembro de 2023, o fator de consolidação total (que engloba a compensação de todos os valores cruzados de dívida pública dentro das Administrações Públicas) aumentou 12,1 mil M€. Os principais contributos para este resultado tiveram origem na própria Administração Central, sob a forma de aplicações em títulos de longo prazo (+ 4,1 mil M€) e depósitos (+3,8 mil M€).³ As aplicações dos Fundos de Segurança Social em títulos de dívida pública de longo prazo são uma outra parcela significativa do fator de consolidação, responsável por um acréscimo de 4,4 mil M€ em 2023. A Caixa Geral de Aposentações é uma das instituições que aumentou significativamente o montante aplicado em dívida pública. Entre dezembro de 2022 e dezembro de 2023, a CGA quase duplicou as suas aplicações em títulos de dívida pública portuguesa de longo prazo: acréscimo de 3933 M€ em 2023, de 4357 M€ a 31 de dezembro de 2022 para 8290 M€ a 31 de dezembro de 2023. A este propósito, é de referir que, em 2023, o fundo de pensões do pessoal da Caixa Geral de Depósitos (CGD) foi integrado na CGA, com um impacto em contabilidade pública no valor de 3018,3 M€. Este encaixe, que se destina a pagar as responsabilidades futuras do Estado para com os aposentados da CGD, terá entretanto sido aplicado em dívida da República. Para mais detalhes sobre a operação de transferência do fundo de pensões, consultar o [Relatório UTAO n.º 2/2024: Evolução orçamental: janeiro a dezembro de 2023](#) — Sumário Executivo, Anexo 2 e Tabela 29.

15. As aplicações em dívida pública nacional por parte de entidades públicas reduzem o valor consolidado que é reportado pelo INE. A dívida pública na ótica de Maastricht é uma dívida consolidada, isto é, no seu apuramento são excluídas as parcelas detidas por unidades orgânicas no interior do perímetro das AP. A coluna 4 da Tabela 2 identifica o fator de consolidação total, todos os montantes de dívida pública detidos por entidades que integram as AP.⁴ A coluna 5 identifica o fator de consolidação entre subsectores: estando cada subsector previamente consolidado entre unidades orgânicas do mesmo, as células da coluna 5 mostram a soma das aplicações em dívida pública portuguesa feitas pelos subsectores AdC, Administração Regional e Local e Fundos de Segurança Social. Naturalmente, os valores nesta coluna são menores do que os valores na coluna 4. A análise das séries neste gráfico permite verificar que o impacto da detenção cruzada de dívida pública, entre unidades orgânicas das AP, no valor da dívida consolidada foi substancialmente maior em 2023 do que no passado. Isto tanto é verdade no que respeita a todos os instrumentos de dívida (coluna 4) como no que respeita apenas aos instrumentos de dívida titulada (coluna 2). Neste ano, o fator de consolidação global (coluna 4) aumentou 12,1 mil M€, tendo as aplicações em títulos dado o maior contributo (cerca de 8,0 mil M€). No caso teórico de todos os títulos da dívida pública portuguesa elegíveis para compra por entidades públicas (sobretudo, Obrigações e Bilhetes do Tesouro) serem detidos por entidades exteriores ao sector das Administrações Públicas (S13 na nomenclatura SEC-2010), a série da dívida pública portuguesa seria dada pela coluna 3 da Tabela 2. Os 286,5 mil M€ assim apurados a 31/12/2023 resultariam num rácio da dívida acima de 100% (concretamente, 107,9% em vez do nível oficial de 99,1%). Note-se que os títulos são transacionáveis em mercado. A diferença aritmética entre a coluna 4 e a coluna 2 dá o montante das aplicações de entidades do S13 em instrumentos de dívida não titulada (i.e., Empréstimos e Depósitos)

³ Entre o valor das aplicações em títulos, sobressaem Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro. O valor dos depósitos engloba saldos de contas bancárias junto do IGCP e aplicações em fundos de curto prazo emitidos pelo próprio IGCP. O parágrafo 15 irá detalhar a composição dos investimentos em dívida pública portuguesa por parte das entidades que fazem parte do sector institucional das AP portuguesas.

⁴ Seja-se mais claro. A última célula da coluna 4 mostra a soma, entidade a entidade de todos os subsectores, das aplicações em qualquer instrumento de dívida pública portuguesa. Se, por hipótese extrema, todas estas aplicações estivessem colocadas em investidores fora do sector institucional das AP, a dívida pública de Maastricht de Portugal no final de 2023 valeria 344 450 M€ em vez dos 263 085 M€ reportados pela autoridade estatística nacional (263,1+81,4 mil M€).

emitidos por algumas entidades do mesmo S13. Esses instrumentos são empréstimos de curto e longo prazos (por exemplo, os concedidos a mais de 10 anos pela Direção-Geral do Tesouro e das Finanças a alguns municípios e às Regiões Autónomas) e aplicações em depósitos e aplicações de curto prazo a eles equivalentes em termos de liquidez. O princípio da unidade de tesouraria obriga uma esmagadora maioria de entidades em todos os subsectores a aplicar excedentes de tesouraria no IGCP, seja sob a forma de depósitos à ordem e a prazo, seja sob a forma de fundos CEDIC. A carteira de CEDIC (Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo) é a maior componente do instrumento Depósitos. O papel do IGCP como banco da maioria das entidades das AP explica por que é que a dívida emitida por umas entidades e detida por muitas mais dentro das AP sob a forma não titulada excede largamente as aplicações em instrumentos titulados e, portanto, transacionáveis nos mercados de dívida soberana.

Tabela 2 – Dívida pública de Maastricht detida pelas Administrações Públicas
(milhões de euros)

| | Dívida de Maastricht das AP | Dívida pública detida pelas AP sob a forma de títulos | Dívida de Maastricht + Dívida pública detida pelas AP sob a forma de títulos | Consolidação total entre todas as unidades orgânicas das AP | Consolidação entre os subsectores das AP |
|----------|-----------------------------|---|--|---|--|
| | (1) | (2) | (3) = (1) + (2) | (4) | (5) |
| | em M€ | | | em M€ | |
| dez-2011 | 201 459 | 12 967 | 214 426 | 29 215 | 6 890 |
| dez-2012 | 217 160 | 14 020 | 231 180 | 38 683 | 9 065 |
| dez-2013 | 224 078 | 14 714 | 238 792 | 43 638 | 10 224 |
| dez-2014 | 230 059 | 16 447 | 246 506 | 51 779 | 11 935 |
| dez-2015 | 235 746 | 15 566 | 251 312 | 53 011 | 12 377 |
| dez-2016 | 245 245 | 15 483 | 260 728 | 54 085 | 13 246 |
| dez-2017 | 247 175 | 15 486 | 262 661 | 56 653 | 15 456 |
| dez-2018 | 249 260 | 14 463 | 263 723 | 56 328 | 16 681 |
| dez-2019 | 249 977 | 13 221 | 263 199 | 58 168 | 16 197 |
| dez-2020 | 270 495 | 13 142 | 283 637 | 61 762 | 18 402 |
| dez-2021 | 269 089 | 13 420 | 282 509 | 64 248 | 20 368 |
| dez-2022 | 272 427 | 15 458 | 287 885 | 69 289 | 23 033 |
| dez-2023 | 263 085 | 23 461 | 286 546 | 81 365 | 27 327 |

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

16. O acréscimo substancial dos fatores de consolidação em 2023 tem duas explicações: excedentes orçamentais das unidades orgânicas e busca deliberada de aplicações em títulos. A contrapartida no património financeiro de uma diferença positiva entre receitas e despesas orçamentais é a acumulação de ativos (líquidos de passivos financeiros). Para haver um excedente orçamental consolidado nas AP de 1,2% do PIB em 2013, é porque houve muitas unidades orgânicas nos vários subsectores a fechar o ano com excedente ou saldo de gerência positivo. O sinal mais evidente no património financeiro surge no saldo bancário integrado da unidade orgânica (agregação do saldo das contas de depósito com o saldo das aplicações de curto prazo não transacionáveis fora do banco). As entidades sujeitas ao princípio da unidade de tesouraria têm o IGCP como o seu banco. Ora o IGCP pertence ao S13, concretamente ao subsector AdC. Por isso, o IGCP é o devedor perante tantos clientes públicos. Portanto, os depósitos e as aplicações em CEDIC cresceram imenso em 2023 por causa de muitos excedentes orçamentais nas AP. Já o acréscimo de aplicações de unidades orgânicas em instrumentos de dívida do sector AP se explica sobretudo pela vontade deliberada de reforçar a exposição a estes títulos (essencialmente, Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro). Haverá casos em que este reforço resultou de meras opções de gestão e casos em que as opções de gestão financeira foram condicionadas por orientações do Governo, como se dá conta no próximo parágrafo.

17. Até 31 de março de 2024, o FEFS mantará o valor nominal de dívida pública portuguesa constante na sua carteira a 31 de dezembro de 2023. Relativamente a 2024, o Decreto-Lei de Execução Orçamental (DLEO/2024)⁵ estabelece para o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFS) a obrigação de ter no balanço do primeiro trimestre o mesmo valor nominal em instrumentos da dívida pública portuguesa que detinha a 31 de dezembro de 2023. Mais ainda, o mesmo art. 92.º determina

⁵ DLEO/2024: é o [Decreto-Lei n.º 17/2024](#), de 29 de janeiro.

ao IGCP, E.P.E., na qualidade de emitente, a obrigação de remunerar o melhor possível estas aplicações do FEFSS. A UTAO pesquisou os DLEO até 2018 e não encontrou disposições semelhantes. Estas determinações no DLEO/2024 são uma prova da orientação política conducente a uma redução no valor da dívida pública de *Maastricht* sem ser por redução no *stock* da dívida viva. Neste sentido, a diminuição da dívida pública é artificial, pois a obrigação de servir a dívida detida por entidades públicas permanece para os contribuintes. Em publicação recente,⁶ o Conselho das Finanças Públicas alertou para o risco de concentração excessiva da carteira do FEFSS em dívida pública portuguesa.

2.3 Composição sectorial dos credores da dívida de *Maastricht*

18. As mudanças na estrutura de detentores da dívida pública portuguesa têm efeito na transmissão de choques com origem no Resto do Mundo e na liquidez dos títulos de dívida pública nos mercados financeiros. A dívida pública detida por agentes económicos não residentes está incluída na dívida externa de Portugal. Tudo o resto constante, quanto mais elevado for o *stock* de dívida externa sob a forma de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro detida por sociedades financeiras não residentes, maior é a exposição da economia nacional aos canais de transmissão de crises e aos choques externos.⁷ Em 2020, o montante de dívida pública portuguesa detido por residentes passou a ser superior ao *stock* detido por não residentes (Gráfico 3). No final de dezembro de 2023, a dívida pública portuguesa desagregava-se entre 152,6 M€ detidos por agentes económicos residentes e 110,5 M€ por não residentes. Entre a dívida pública detida por não residentes, destaca-se o *stock* de 47,6 mil M€ no âmbito do PAEF e o montante de 7,9 mil M€ dos empréstimos SURE e PRR. O restante é detido, essencialmente, por sociedades financeiras não residentes que compraram títulos de dívida pública portuguesa nos mercados financeiros primário e secundário.

19. Em janeiro de 2024, o Banco de Portugal era detentor de 68,6 mil M€ de dívida pública portuguesa adquirida no âmbito do programa de compras de ativos, sendo que o nível de envolvimento do banco central é determinado pelas decisões de política monetária do BCE.⁸ O Banco de Portugal detinha a 31 de janeiro de 2024 o montante de 68,6 mil M€ da dívida pública portuguesa, o que compara com 1,7 mil M€ no final de 2014 (Gráfico 4), ano que antecedeu o início do programa de compras *PSPP*.⁹ Esta aquisição de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal ajuda a explicar por que é que, ao longo dos anos mais recentes, o sector residente passou a deter mais dívida pública do que o sector Resto do Mundo (Gráfico 3). No âmbito da execução da política de “*quantitative easing*” do BCE, o Banco de Portugal adquiriu, no mercado secundário, Obrigações do Tesouro que antes estariam nas carteiras de instituições financeiras não residentes. Em 31/01/2024, o *stock* detido pelo Banco de Portugal (68,6 mil M€) representava 25,3% da dívida pública de *Maastricht* de Portugal e 45,2% do *stock* da dívida de *Maastricht* sob a forma de títulos. Entre os agentes residentes, o sector institucional Famílias é o segundo maior; ascendeu em janeiro de 2024 a 45,8 mil M€, detendo os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro. O sector Outras Instituições Financeiras Monetárias Residentes detinha 29,7 mil M€ no final de janeiro de 2024.

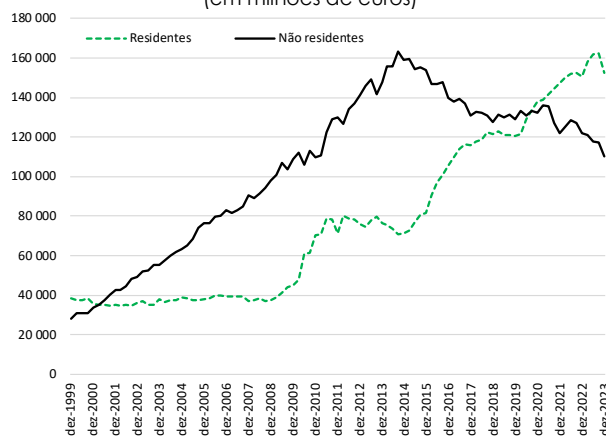
⁶ CABRAL, Nazaré da Costa e GOULART, Noémia (2024), *O Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social*, Publicação Ocasional n.º 2/2024, Março, Lisboa: Conselho das Finanças Públicas.

⁷ A dívida pública elevada e totalmente detida por não residentes (designadamente, por outras sociedades financeiras não residentes) determinaria uma exposição muito elevada a choques externos. Contudo, a dívida pública elevada e totalmente detida por agentes económicos residentes poderia também ter riscos para os residentes credores devido à não diversificação dos investimentos pelos investidores nacionais. Em caso de incumprimento do devedor Estado, os restantes sectores institucionais residentes (incluindo subsectores das AP) seriam afetados com perdas significativas, o que seria prejudicial para o conjunto da economia nacional como um todo. A título de exemplo, se houver um incumprimento nos reembolsos da dívida pública por parte do Estado (*hair cut*), então as famílias perderiam a poupança acumulada sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro e o FEFSS perderia uma parte muito significativa da carteira de aplicações em títulos da dívida pública portuguesa, ou seja, os portugueses perderiam o aforro nacional para fazer face às necessidades de pagamento de pensões futuras.

⁸ *PSPP - Public Sector Purchase Programme*.

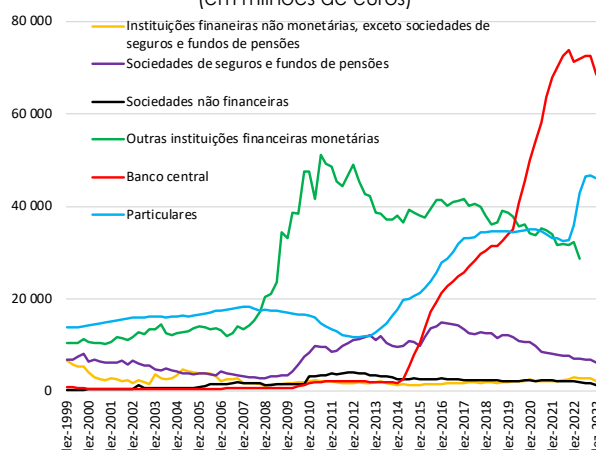
⁹ O máximo da série foi registado no final de setembro de 2022 com o montante total em *stock* de 73,9 mil M€.

Gráfico 3 – Dívida pública portuguesa devida por credores residentes e por não residentes
(em milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 4 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes
(em milhões de euros)

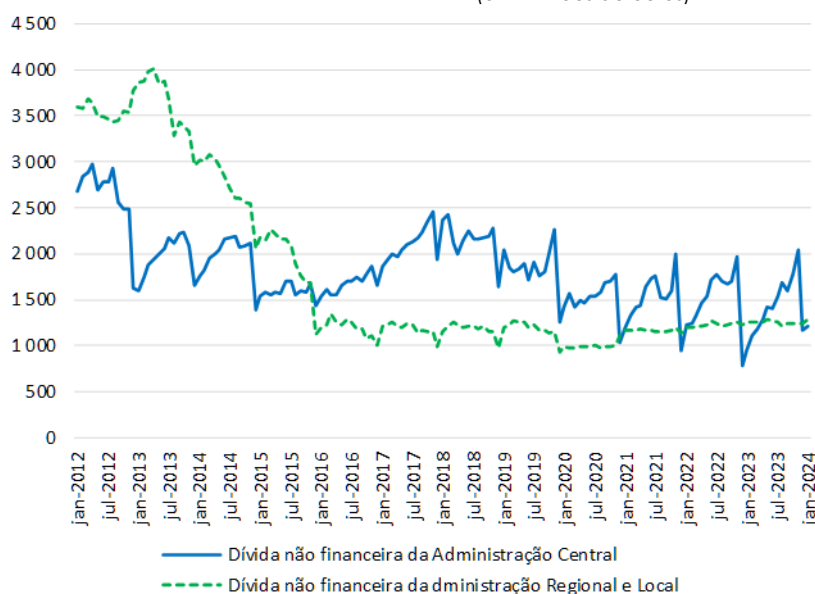


Fonte: Banco de Portugal.

2.4 Dívida não financeira

20. O stock da dívida comercial das Administrações Públicas no final de janeiro de 2024 foi superior ao verificado no final do mês homólogo. A presente secção recai sobre a categoria designada como “dívida comercial” que, resumidamente, abrange 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 refletem compromissos assumidos com a aquisição de bens e serviços. No entanto, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores originam um ajustamento défice-dívida, visto que a dívida comercial não é incluída no conceito de dívida pública na ótica de *Maastricht*. No final de janeiro de 2024, as Administrações Públicas registaram um stock de dívida comercial de 2506 M€ (Gráfico 5), o que corresponde a um acréscimo homólogo de 306 M€. A dívida comercial no final de janeiro de 2024 foi equivalente a 0,9% da dívida pública de *Maastricht*, peso marginalmente superior ao registado no final do mês homólogo (0,8%). Por subsectores, assistiu-se a uma subida homóloga (269 M€) deste stock na Administração Central para 1213 M€, bem como a um acréscimo (36 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1293 M€ no final de janeiro de 2024).

Gráfico 5 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

3 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

21. A dívida externa, a dívida pública e a dívida do sector privado são variáveis macroeconómicas que se influenciam reciprocamente ao longo do tempo. 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 da economia portuguesa contraíram junto do exterior. O sector institucional Administrações Públicas é o principal emissor da dívida externa de Portugal. O elevado peso da dívida externa portuguesa no PIB condiciona o financiamento da economia como um todo. A Caixa 1 explica em detalhe os conceitos utilizados neste capítulo.

3.1 Conceitos

22. Os fluxos acumulados da necessidade (ou capacidade) de financiamento ao longo dos anos, calculados pela soma da balança corrente com a balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução na Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII) de um país. Os detalhes encontram-se explicados na Caixa 1. O montante da PLII pode ser decomposto segundo diversos critérios: 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 apurado pela diferença entre ativos e passivos. Quanto aos 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 e os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e pelos Estados soberanos. A dívida externa bruta da economia portuguesa reflete os instrumentos de dívida presentes nos passivos das seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Consequentemente, a dívida externa líquida é calculada através do saldo (diferença entre passivos e ativos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

23. Na economia portuguesa, o peso da dívida externa líquida dentro da PLII é elevado. A dívida externa é a principal componente da PLII porque o financiamento externo de Portugal é obtido, essencialmente, através de instrumentos de dívida. Em termos genéricos, a PLII inclui instrumentos de dívida e de capital. A composição entre instrumentos pode ter alterações ao longo de cada período pelas transações entre detentores destes instrumentos financeiros. Numa situação limite, é possível observar-se um acréscimo (diminuição) do peso dos instrumentos de dívida na PLII por contrapartida da descida (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PLII, mantendo o montante total da PLII.

24. Em termos genéricos, no caso de um país que acumulou necessidades líquidas de financiamento face ao resto do mundo (i.e., tem PLII com valor negativo), os instrumentos de capital são considerados mais benéficos do que os instrumentos de dívida, uma vez que os de capital tendem a ser pró-cíclicos com a atividade económica, pois as perdas num contexto de recessão serão partilhadas com os credores. A primeira mensagem da frase anterior explica-se da seguinte forma. Uma PLII muito negativa (como é o caso de Portugal, cuja PLII representa -72,5% do PIB em 31/12/2023) irá determinar nos anos seguintes mais próximos um fluxo negativo de rendimentos primários líquidos para a economia nacional, seja sob a forma de juros líquidos sobre a dívida externa líquida, seja sob a forma de rendas e dividendos líquidos sobre os outros recursos.¹⁰ O entendimento da restante frase a negrito advém do conteúdo dos instrumentos de capital. Genericamente, 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 os depósitos entre instituições, bem como as obrigações do Tesouro e os Bilhetes do Te-

¹⁰ O emprego do adjetivo "líquido" várias vezes nesta frase justifica-se para sublinhar que existem dois fluxos (um de saída e outro de entrada) entre o território nacional e o do resto do Mundo para cada um das formas de rendimento primário. Por exemplo, dividendos líquidos são a diferença aritmética entre, por um lado, o fluxo de dividendos a favor de acionistas residentes no território nacional pagos por empresas residentes no exterior e, por outro, o fluxo de dividendos que sai das empresas residentes no território nacional para os acionistas residentes no Resto do Mundo.

souro emitidos pelo Estado 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.¹¹ Além disso, os instrumentos de capital que se encontram dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas, 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 na sua maturidade, independentemente do ciclo económico (desde que o devedor não seja insolvente), pelo que as perdas de uma recessão são imputadas ao devedor. Adicionalmente, os instrumentos de dívida incluídos na categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se por uma maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento direto”.

25. A categoria funcional “investimento de carteira” inclui os títulos de dívida pública Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, bem como os títulos de dívida de empresas privadas residentes e o capital (ações) de empresas residentes, sendo que o investidor tem maior facilidade em transacionar os títulos desta categoria funcional nos mercados financeiros. A obtenção de novos financiamentos em conjunturas económicas adversas será mais difícil para os emitentes, ou seja, 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”.

3.2 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

26. A presente secção tem como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 25 de março de 2024 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional. Os dados divulgados encontram-se na ótica das contas nacionais. No entanto, é de referir que esta informação estatística pode apresentar diferenças quando comparada com a publicação do Banco de Portugal no âmbito das balanças corrente e de capital, as quais encontram-se aferidas na ótica da balança de pagamentos.¹²

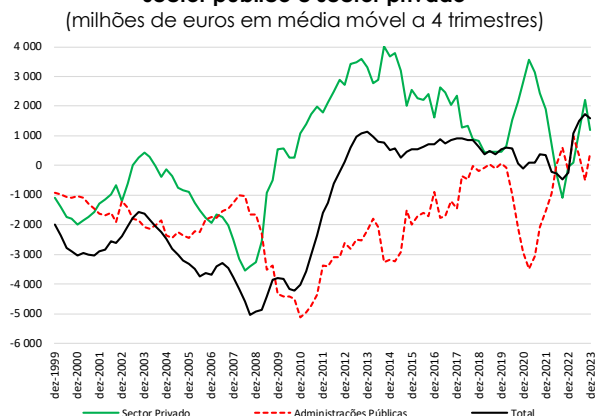
27. Em 2023, a economia portuguesa registou uma capacidade de financiamento de 2,6% do PIB. Este resultado deve-se ao contributo conjunto do sector privado (1,4% do PIB) e das Administrações Públicas (1,2% do PIB). Um saldo orçamental positivo das Administrações Públicas reflete uma capacidade de financiamento (ou necessidade de financiamento se o saldo orçamental for negativo), o que tem impacto nos recursos gerados pela economia nacional. Em 2023, Portugal evidenciou uma capacidade de financiamento de 7,0 mil M€ (Gráfico 6), desagregando-se entre a capacidade de financiamento no sector institucional das Administrações Públicas (3194 M€) e a do sector privado (3812 M€).

28. O sector institucional Famílias registou uma melhoria da capacidade de financiamento face ao período homólogo. O sector institucional Famílias apresentou em 2023 uma capacidade de financiamento (Gráfico 7) no valor de 2,6 mil M€, o que reflete uma melhoria homóloga de 1,1 mil M€. As Sociedades Não Financeiras evidenciaram uma necessidade de financiamento no montante de 5,4 mil M€, o que reflete uma melhoria de 230 M€. Quanto à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta foi de 6,6 mil M€ em 2023, o que corresponde a uma melhoria homóloga de 2,7 mil M€.

¹¹ Esta afirmação deve ser interpretada com cautela, visto que 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 ou desvalorizarem em sentido contracíclico.

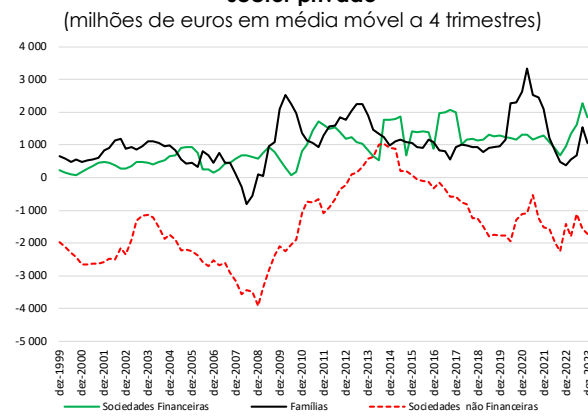
¹² A ótica das contas nacionais é utilizada por INE, Comissão Europeia, Eurostat e Ministério das Finanças, enquanto a ótica da balança de pagamentos é usada por Banco de Portugal, BCE, OCDE e FMI.

Gráfico 6 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado



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

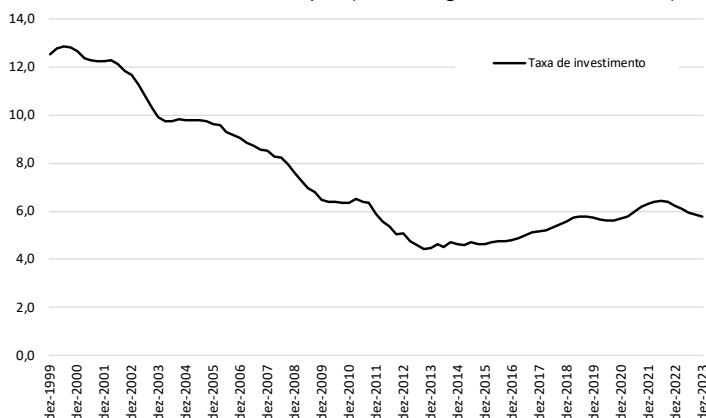
Gráfico 7 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado



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

29. A taxa de investimento das Famílias, aferida pelo rácio entre a formação bruta de capital e o rendimento disponível, desceu para 5,8% em 2023 (Gráfico 8), mantendo-se em níveis próximos do mínimo observado em setembro de 2013 (4,4%), mas significativamente abaixo do máximo em junho de 2000 (12,8%). A formação bruta de capital fixo das famílias consiste, essencialmente, em nova habitação, pelo que uma baixa taxa de investimento das famílias no momento presente terá um impacto negativo sobre o futuro do parque habitacional. Caso este efeito não seja compensado pela dinâmica da atuação de outros subsectores, os quais poderão, pelo menos em parte, substituir-se às famílias no investimento em habitação, o mercado poderá evoluir para uma situação de escassez de oferta, gerando algum desequilíbrio no mercado com reflexo nos preços.

Gráfico 8 – Taxa de investimento das famílias
(em percentagem do rendimento disponível)



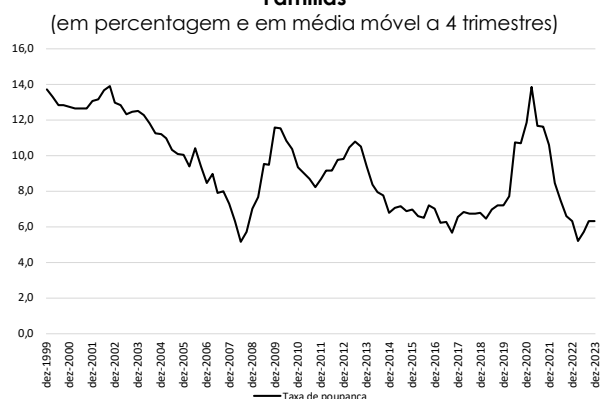
Fontes: INE e cálculos da UTAO.

30. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, calculada pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, situou-se em 6,3% em 2023, o que corresponde a níveis próximos do mínimo da série estatística, observado em junho de 2008 (5,1%). É de salientar que a taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 9) evidenciava níveis baixos durante os anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,8% no período 2015–2019. Tendo como referência um horizonte mais alargado, verifica-se que a taxa de poupança das Famílias tende a subir em períodos de crise económica: anos 2009–2010, 2012–2013 e 2020–2021.

31. O PIB de Portugal tem sido historicamente superior ao rendimento nacional bruto, o que resulta do saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (resto do mundo). Este saldo negativo decorre do facto da PII de Portugal ser significativamente negativa ao longo dos anos — explicação no início do par. 24. Em 2023, o saldo da balança de rendimentos primários situou-se em – 1,9% do PIB. A diferença entre o PIB e o rendimento nacional bruto reflete

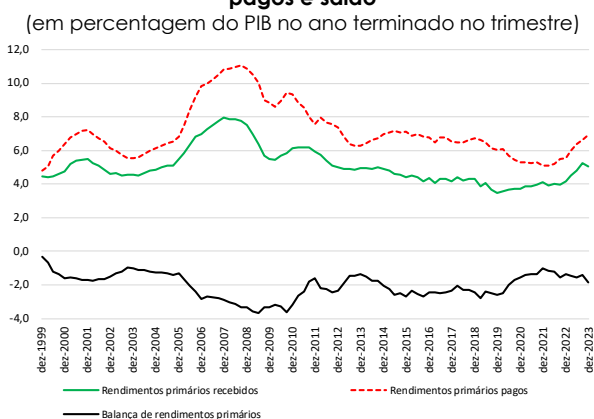
o saldo da balança de rendimentos primários. Genericamente, os rendimentos primários registam a remuneração dos fatores produtivos detidos por não residentes, bem como a remuneração de fatores produtivos localizados fora de Portugal mas detidos por residentes em Portugal. Estes rendimentos referem-se à remuneração de trabalho, “terra” e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. Um saldo negativo na balança de rendimentos primários significa que Portugal paga ao exterior mais do que dele recebe pela utilização de fatores produtivos. É de referir que os fluxos de rendimentos pagos ao exterior abrangem os juros da dívida externa portuguesa pública e privada, os quais foram atenuados nos anos anteriores a 2022 pelo contexto internacional de baixo nível das taxas de juro (Gráfico 10). Consequentemente, as novas emissões de dívida pública e privada com taxas de juro fixas mais elevadas desde 2022 acabarão por se refletir na balança de rendimentos primários, nos anos seguintes à medida que se for substituindo dívida que chega à maturidade por novas emissões de dívida.

Gráfico 9 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias



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

Gráfico 10 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

3.3 Posição Líquida de Investimento Internacional e dívida externa (stock)

32. Os dados estatísticos da PLII e da dívida externa são divulgados trimestralmente pelo Banco de Portugal nos meses de fevereiro, maio, agosto e novembro relativamente ao final do trimestre anterior.

O PIB nominal não ajustado de sazonalidade é apurado e divulgado pelo INE trimestralmente em março, junho, setembro e dezembro. Na presente, análise utilizou-se o valor do PIB nominal publicado pelo INE para o 4.º trimestre de 2023, divulgado em 25 de março de 2024.

33. Entre o final de 2022 e o final de 2023, observou-se uma redução da dívida externa em valor nominal, o que teve efeitos na melhoria da PLII. A variação em percentagem do PIB beneficiou do efeito numerador (descida do valor nominal da dívida externa) e do efeito denominador (crescimento do PIB nominal).

A dívida externa líquida representa o principal subconjunto da PLII no caso da economia portuguesa, sendo que os instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.¹³ O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 66,7% do PIB no final de 2022 para 53,8% no final de 2023 (Gráfico 11). Esta redução foi determinada, essencialmente, pela redução da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 7,1 p.p. do PIB, caindo para 39,4% do PIB no final de 2023.¹⁴ Quanto aos restantes sectores institucionais, estes desceram para 14,4% do PIB a exposição face aos credores não residentes, menos 5,8 p.p. do PIB do que no final de 2022. Em valor nominal, o montante líquido da dívida externa de Portugal passou de 161,6 mil M€ para 142,7 mil M€ entre o final de 2022 e o final de 2023. A queda da dívida externa das Administrações Públicas (de 112,6 mil M€ para 104,5 mil M€) foi acompanhada pela descida nominal nos restantes sectores institucionais (de 49,0 mil M€ para 38,2 mil M€).

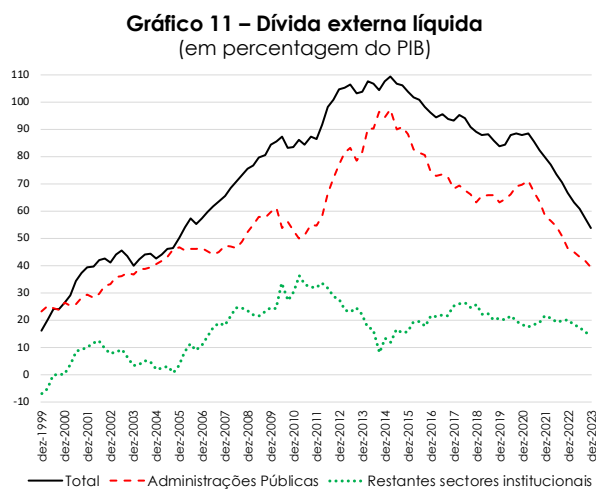
¹³ A PLII desagrega-se através das seguintes categorias funcionais: “investimento de carteira”, “investimento direto”, “outro investimento”, “ativos de reserva” e “derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados”.

¹⁴ Contudo, é de salientar que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que, por sua vez, é direcionado para o financiamento do sector institucional das Administrações Públicas.

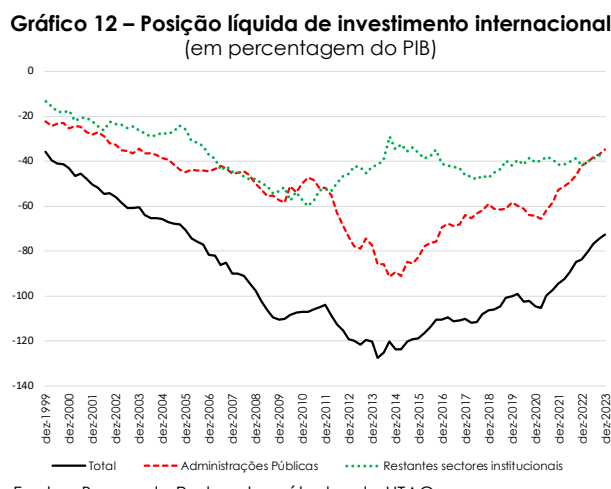
34. É de referir que, no âmbito da execução da política monetária, o Banco de Portugal comprou títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo dos programas APP e PSPP. Os títulos de dívida pública foram adquiridos pelo Banco de Portugal a credores residentes e a credores não residentes. Posteriormente, os títulos detidos pelo Banco de Portugal são considerados dívida pública detida por sector institucional residente (Gráfico 11 e Gráfico 12). Neste âmbito, importa referir que uma descida da dívida externa devido à aquisição de títulos da mesma pelo banco central nacional e devido ao efeito da desvalorização dos títulos de dívida nos mercados financeiros não reflete um desempenho favorável da economia nacional.

35. Para a melhoria da dívida externa de Portugal, contribuiu o aumento das taxas de juro implícitas à dívida pública portuguesa ao longo do último ano, uma vez que a subida de taxas de juro implícitas determina a descida do preço dos títulos sob a forma de obrigações. Como o valor da dívida externa é contabilizado ao valor de mercado, então a descida no preço das obrigações determina a descida do valor da dívida externa de Portugal, apesar do montante nominal a amortizar na maturidade das obrigações se manter constante. Este efeito explica a diferença entre o valor nominal da dívida pública detida por não residentes (110,5 mil M€ no parágrafo 2.2) e o valor da dívida externa do sector das Administrações Públicas portuguesas (104,5 mil M€ no parágrafo 33).

36. Consequentemente, verificou-se uma melhoria da PLII em valor nominal e em percentagem do PIB, embora continue fortemente negativa, passando de – 83,6% do PIB no final de 2022 para – 72,5% do PIB no final de 2023.¹⁵ O sector das Administrações Públicas, que representa a posição negativa mais significativa (Gráfico 12), aumentou o montante nominal de – 101,6 mil M€ para – 91,8 mil M€. No mesmo sentido, mas com menos relevância, regista-se uma ligeira melhoria nos restantes sectores institucionais (de – 101,1 mil M€ para – 100,7 mil M€). O peso da PLII no PIB alcançou níveis superiores aos observados no período anterior à crise financeira de 2008.



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

¹⁵ É de referir que os valores da PLII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado. Contudo, na data de amortização, os títulos de dívida serão reembolsados ao valor nominal.

Caixa 1 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de stock e variáveis de fluxo

Esta caixa tem como finalidade explicar os conceitos subjacentes às estatísticas apresentadas e apreciadas no âmbito do financiamento da economia nacional.

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 de financiamento da economia nacional num determinado ano traduz a situação da mesma face ao exterior, *i.e.*, perante o resto do mundo, em termos de fluxos financeiros. Matematicamente, calcula-se somando o saldo da balança corrente com o da balança de capital — equação (1); o lado direito mostra as origens da capacidade (ou necessidade) de financiamento. Por sua vez, o saldo da balança corrente decompõe-se na soma dos saldos das balanças de bens e serviços, rendimentos primários e rendimentos secundários do mesmo ano — equação (2).

$$\text{Capacidade ou necessidade de financiamento}_t = \text{Balança Corrente}_t + \text{Balança Capital}_t \quad (1)$$

$$\text{Balança Corrente}_t = \text{Bal. Bens Serviços}_t + \text{Bal. de Rendim. Primários}_t + \text{Bal. de Rendim. Secundários}_t \quad (2)$$

Os fluxos destas balanças têm efeitos 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 (do resto do mundo). Estes movimentos de contrapartida financeira no ano t constituem a balança financeira nesse ano. Assim,

$$\text{Balança Financeira}_t = \text{Variação líq. de ativos}_t - \text{Variação líq. de passivos}_t \quad (3)$$

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,

$$\text{Capac. ou neces. de financ.}_t = \text{Variação líq. de ativos}_t - \text{Variação líq. de passivos}_t \quad (4)$$

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 (4) 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 referir 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 Líquida de Investimento Internacional (PLII) no momento presente. A PLII mede a posição patrimonial da economia nacional face ao resto do mundo. Por outras palavras, o montante da PLII em 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,

$$PLII_t = PLII_{t-1} + \text{Balança Financeira}_t + \Delta\text{Preço}_t + \Delta\text{Cambial}_t + \text{Outros ajustamentos}_t \quad (5)$$

Os fluxos acumulados, ao longo dos anos, na capacidade (necessidade) de financiamento ou balança financeira são o principal fator explicativo da PLII de um país. Adicionalmente, o valor da PLII 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 dos instrumentos de dívida que constam nos passivos das 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/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO_UnidadeTecnicaDeApoioOrçamental.aspx