

**Relatório UTAO n.º 11/2021**

## Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: maio de 2021

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento  
da economia

22 de junho de 2021

### **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: abril de 2021

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

**Relatório UTAO N.º 11/2021**

**Data de publicação:** 22 de junho de 2021

**Data-limite para incorporação de informação:** 17 de junho de 2021

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

---

## Índice geral

<b>Índice geral</b> .....	<b>i</b>
<b>Índice de Gráficos</b> .....	<b>i</b>
<b>Índice de Caixas</b> .....	<b>ii</b>
<b>Índice de Tabelas</b> .....	<b>ii</b>
<b>Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos</b> .....	<b>ii</b>
<b>Sumário</b> .....	<b>1</b>
<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 Sinais de inflação nos mercados financeiros e reais internacionais.....	6
2.3 Decisões de política monetária do BCE .....	12
<b>3 Evolução da dívida pública</b> .....	<b>13</b>
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros .....	13
3.2 Dívida direta do Estado.....	16
3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i> .....	23
3.4 Dívida não financeira .....	25
<b>4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa</b> .....	<b>25</b>
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo) .....	26
4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa ( <i>stock</i> ).....	28

## 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 maio de 2021 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 mensal das taxas Euribor a 1, 3, 6 e 12 meses .....	8
Gráfico 5 – Evolução diária da Libor a 12 meses baseada na libra esterlina .....	8
Gráfico 6 – Evolução diária da Libor a 12 meses baseada no dólar americano.....	9
Gráfico 7 – Evolução diária da Libor a 12 meses baseada no iene .....	9
Gráfico 8 – Preço das matérias-primas não energéticas nos mercados internacionais, taxa de variação homóloga .....	9
Gráfico 9 – Inflação: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), níveis mensais: taxa de variação anual homóloga .....	10
Gráfico 10 – <i>Stock</i> de Certificados de Aforro e do Tesouro .....	19
Gráfico 11 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro .....	19
Gráfico 12 – Variação dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro.....	20
Gráfico 13 – Perfis anuais de amortização, em 24 de maio de 2021 .....	22
Gráfico 14 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, em 24 de maio de 2021 .....	22
Gráfico 15 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> .....	24
Gráfico 16 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas .....	25
Gráfico 17 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado .....	27
Gráfico 18 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado .....	27
Gráfico 19 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias .....	28
Gráfico 20 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo .....	28
Gráfico 21 – Dívida externa líquida .....	29
Gráfico 22 – Posição de investimento internacional.....	29

## Índice de Caixas

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental .....	14
Caixa 2 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de stock e variáveis de fluxo .....	29

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade ( <i>yield</i> ) para títulos emitidos 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 .....	15
Tabela 4 – Dívida direta do Estado .....	17
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida .....	18
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro .....	21
Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de <i>Maastricht</i> por instrumento .....	24

## Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

Sigla/abreviatura	Designação
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>   Programa de Compra de Ativos
B€	Bilião(ões) de euro(s)
BCE	Banco Central Europeu
BT	Bilhetes do Tesouro
CA	Certificados de Aforro
CBO	<i>Congressional Budget Office</i>
CT	Certificados do Tesouro
DGO	Direção-Geral do Orçamento
E.P.E.	Entidade Pública Empresarial
EM	Estado(s)-Membro(s)
EPR	Entidade Pública Reclassificada
EUA	Estados Unidos da América
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
mM€	Mil milhões de euros
OE	Orçamento do Estado
OE/2021	Orçamento do Estado para 2021
ORPA	Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado
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	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>   Programa de Compras de Emergência Pandémica
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição de Investimento Internacional
RAA	Região Autónoma dos Açores

Sigla/abreviatura	Designação
SURE	<i>Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency</i>   Apoio para mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental

## Sumário

*Em maio assistiu-se a uma estabilização das taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos para Portugal, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha. A taxa de rendibilidade da dívida grega a 10 anos registou uma diminuição no mês de maio. Todos os países analisados registaram nos primeiros cinco meses de 2021 uma subida das taxas de rentabilidade.*

*Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos, medidos pelo diferencial de rendibilidade face ao título alemão, reduziram-se no decurso do mês de maio, com exceção da Irlanda, cujo prémio de risco se manteve idêntico ao registado no final de abril. Dos países analisados, apenas a Grécia e a Itália registaram uma queda do prémio de risco face ao nível verificado no início de 2021.*

*No final de maio de 2021, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa apresentava-se acima da do final de 2020, mantendo um nível e declive próximos dos verificados no final de 2019, em todas as maturidades. O prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos diminuiu 3,5 pontos base (p.b.) ao longo do mês de maio, para se fixar nos 65 p.b., mas regista um aumento de 5 p.b. face ao final de 2020.*

*Este comportamento do mercado secundário de dívida pública tem um impacto ascendente no custo de financiamento dos países, em particular da República Portuguesa. Com efeito, as mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro, efetuadas em maio de 2021, registaram um aumento da taxa de juro em todas as maturidades emitidas (10 e 14 anos). Relativamente às maturidades mais curtas, as emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas no mês de maio foram asseguradas a taxas de juro inferiores, mas muito próximas das registadas para a mesma maturidade em leilões anteriores.*

*Estre outros aspetos, as medidas de política monetária do BCE visam manter as condições de liquidez favoráveis a uma política monetária muito acomodatória. Na reunião de 10 de junho, o Conselho de Governação do Banco Central Europeu decidiu 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. No que respeita à utilização de instrumentos de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE decidiu continuar com as aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos especificamente criado para enfrentar a emergência pandémica, munido com uma dotação total de 1850 mM€, pelo menos até ao final de 2022, e até que o período de crise do coronavírus tenha terminado, bem como prolongar o horizonte de aquisições líquidas e o plano de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito deste programa, pelo menos até ao final de 2023. As aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos continuarão a um ritmo mensal de 20 mM€.*

*Na conferência de imprensa que encerrou a reunião de 10 de junho, a Governadora do BCE considerou ser ainda atual a avaliação das condições de financiamento e das perspetivas de inflação subscrita pelo Conselho do BCE em março de 2021, razão pela qual se espera que as aquisições no âmbito do PEPP, ao longo do 3.º trimestre, continuem a ocorrer a um ritmo mais elevado do que nos primeiros meses de 2021. Declarou também que as previsões até 2022, sustentadas em análises técnicas à economia real e à situação monetária, aconselham "um amplo grau de acomodação monetária para apoiar a atividade económica e a convergência robusta da inflação no sentido de níveis abaixo, mas próximos, de 2% no médio prazo".*

*São cada vez mais claros os sinais de inflação nas economias desenvolvidas. Nos EUA a taxa de variação anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor atingiu 6,0% em maio último e na Área do Euro chegou a 2%, um limiar de referência para a política monetária nos dois lados do Atlântico. A inflação resulta, do lado da oferta, da desagregação de algumas cadeias de fornecimento por causa da pandemia e da escassez de determinadas matérias-primas não energéticas. Do lado da procura, os preços são pressionados pela transferência para consumo da poupança substancial acumulada desde o início da pandemia e pelas expectativas dos planos ambiciosos de expansão orçamental por parte de praticamente todas as geografias da OCDE e das economias grandes fora deste espaço. Os preços dos ativos financeiros refletem a inflação observada e as expectativas de continuação deste fenómeno a curto prazo, assim explicando a subida das taxas de rentabilidade das obrigações de taxa fixa em inúmeras praças. A Reserva Federal deu sinais a 16 de junho de ter iniciado a reversão muito gradual da orientação expansionista da política monetária, anunciando a primeira subida de juros diretores em muitos meses e antecipando em um ano, para 2023, duas subidas generalizadas de taxas de juro. O Conselho de Governadores do BCE irá estar sob alguma pressão nos próximos meses acerca da manutenção do rumo da política monetária na Área do Euro.*

*No que respeita à restrição de tesouraria do Estado, nos primeiros quatro meses de 2021 a receita proveniente de emissões de dívida (líquidas de amortizações), na ótica de tesouraria, foi superior à do período homólogo de 2020. No mesmo sentido, a despesa (bruta) em ativos financeiros executada entre janeiro e abril de 2021 foi também 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 entre janeiro e abril de 2021 foi de 27 M€. Face aos valores orçamentados no OE/2021, e numa ótica de tesouraria, no primeiro quadrimestre de 2021 o Estado teve de se financiar num valor que ascende a cerca de um terço do previsto para o total do ano.*

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de abril 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. Este aumento foi parcialmente compensado pela redução das contas margem. A despesa com juros da dívida pública direta diminuiu no período compreendido entre janeiro e abril de 2021, face ao período homólogo. O volume de reembolsos de títulos de dívida pública a médio e longo prazos, previsto para os anos 2022 a 2030, permanece bastante elevado, ascendendo a cerca de 143 mM€.

O rácio da dívida das Administrações Públicas na ótica de "Maastricht" situou-se em 137,3% do PIB nominal no final do 1.º trimestre de 2021, o que corresponde a um aumento homólogo de 18,1 p.p. do PIB, decomponível em 10,2 p.p. do efeito numerador e 7,9 p.p. do efeito denominador devido à recessão económica. Em cadeia trimestral, o rácio da dívida pública subiu 3,7 p.p. do PIB.

Em valor nominal, a dívida pública atingiu 272,7 mil M€ no final de abril de 2021, o que reflete um acréscimo homólogo de 10,7 mil M€. Os ativos em depósitos defidos pelo sector das Administrações Públicas ascenderam a 19,3 mil M€ no final de abril de 2021, o que reflete uma descida de 5,6 mil M€ em termos homólogos. Para esta descida do "stock" de depósitos (e subida contida da dívida de Maastricht) contribuiu o facto de em abril de 2021 já ter ocorrido a amortização da Obrigação do Tesouro que vencia no corrente ano, enquanto no ano anterior a amortização foi em junho de 2020. Estas amortizações valeram cerca de 8,0 mil M€.

Relativamente à dívida comercial, estes passivos das Administrações Públicas situaram-se em 2383 M€ no final de março de 2021, o que é equivalente a 0,9% da dívida de "Maastricht". Face ao final do mês homólogo, verificou-se uma descida residual.

A economia portuguesa registou capacidade de financiamento marginal em 2020 (0,1% do PIB), o que reflete uma deterioração de 0,9 p.p. face ao ano anterior. Adicionalmente, verificou-se uma alteração significativa em 2020 na composição entre sectores. O sector privado registou capacidade de financiamento (5,8%) em 2020, devido ao contributo do sector institucional Famílias, enquanto o sector institucional das Administrações Públicas teve uma necessidade de financiamento de 5,7% do PIB.

É de realçar o aumento da taxa de poupança do sector institucional Famílias para 12,8% do rendimento disponível bruto, o que reflete a taxa mais elevada desde o ano 2003, bem como a heterogeneidade entre agregados familiares.

O peso da dívida externa líquida no PIB nominal aumentou de 84,3% do PIB no final do 1.º trimestre de 2020 para 87,6% no final do 1.º trimestre de 2021. Consequentemente, verificou-se uma deterioração na Posição de Investimento Internacional (PII), de -99,5% para -105,0% do PIB no mesmo período. A evolução desfavorável destes dois indicadores foi determinada pelo contributo do efeito denominador do PIB nominal decorrente da recessão económica no ano terminado no 1.º trimestre de 2021. Relativamente ao valor nominal, verificou-se uma descida da dívida externa líquida e consequente melhoria da PII devido ao contributo do conjunto dos sectores institucionais privados.

## 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) 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 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 maio de 2021, sendo que nem todas as variáveis apresentam a mesma data de corte.** O presente relatório tem como horizonte temporal de referência os primeiros cinco meses 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 31 de maio de 2021 e na Secção 2.3 deu-se conta das mais recentes decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tomadas até à reunião de 10 de junho de 2021. Para construir a Secção 2.2 usaram-se indicadores sobre preços e taxas de juro até maio que só ficaram disponíveis no decorrer do presente mês, tendo-se também empregado informação da imprensa especializada internacional até 17 de junho. 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 abril 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 24 de maio de 2021. 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 teve de usar momentos distintos devido à disponibilidade dos dados: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (março de 2021), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (abril de 2021) e valor nominal desagregado por subsector (março de 2021). Por fim, no Capítulo 4 foram utilizadas duas fontes para os dados mais recentes do financiamento da economia: a posição líquida de investimento internacional e a dívida externa, ambas as séries divulgadas pelo Banco de Portugal e relativas ao 1.º trimestre de 2021, bem como as contas nacionais trimestrais por sector institucional divulgadas pelo INE e relativas ao 4.º trimestre de 2020.
5. **O texto está organizado da seguinte forma:** o Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com maior destaque para a evolução no mês de maio de 2021. 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 apresenta ainda o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços. Por fim, o Capítulo 4 informa sobre a dívida externa e a posição de investimento internacional 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 capítulo está 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 medidas de política monetária tomadas pelo Eurosystema nos meses mais recentes, até à data de fecho deste relatório.

### 2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

**7. No mês de maio, assistiu-se a uma estabilização das taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos para Portugal, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha. A taxa de rentabilidade da dívida grega a 10 anos registou uma diminuição no mês de maio. Comparando com o final de 2020, verifica-se subida das taxas de rentabilidade para todos os emitentes listados na Tabela 1.** No final de maio, Portugal, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha registaram taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos muito próximas das que haviam sido alcançadas no final de abril: Portugal (-0,02 p.p.), Itália (+0,01 p.p.), Espanha (-0,01 p.p.), Irlanda (+0,02 p.p.), Bélgica (0,00 p.p.), França (+0,01 p.p.) e Alemanha (+0,01 p.p.). A Grécia registou, em maio, uma descida na taxa de rentabilidade da sua dívida soberana a 10 anos (-0,16 p.p.). Todos os países elencados na Tabela 1 registaram uma subida nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos desde o final de 2020, sendo as maiores subidas alcançadas pela Bélgica (+0,52 p.p.), pela França (+0,50 p.p.) e pela Irlanda (+0,49 p.p.). Por ordem decrescente, no final de maio ofereciam uma taxa de rentabilidade superior aos 0,46% dos títulos portugueses e espanhóis os títulos de Itália e Grécia.

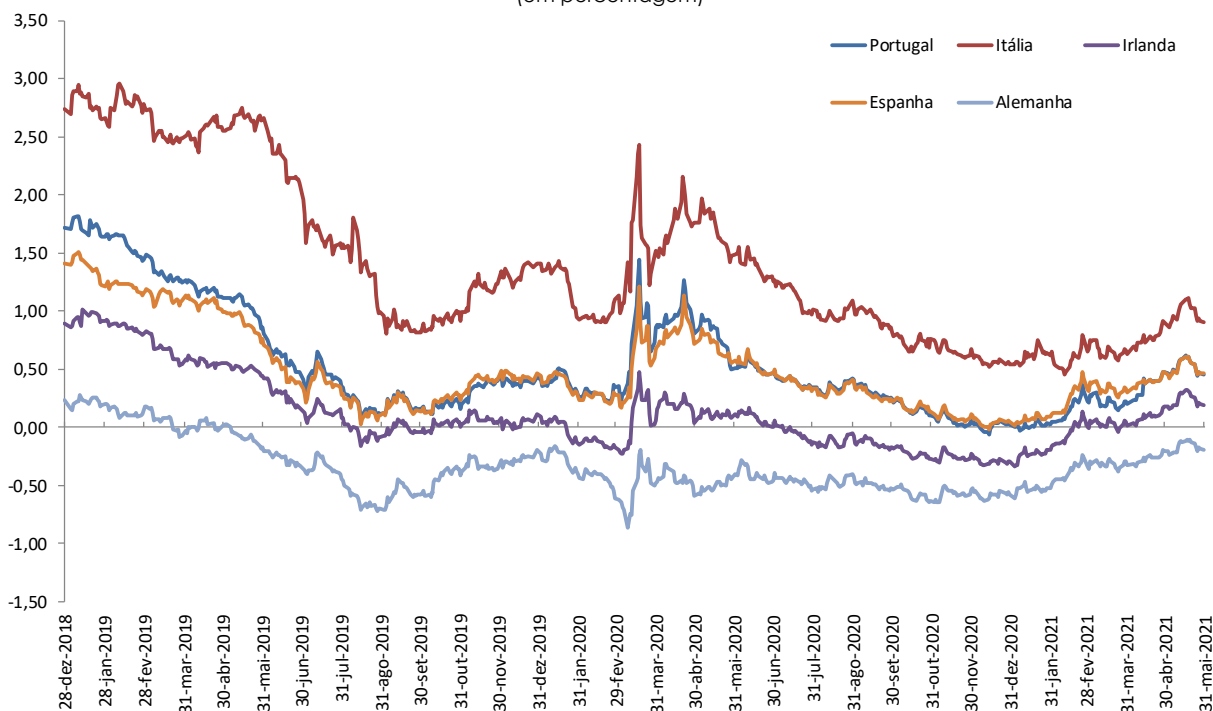
**Tabela 1 – Taxas de rentabilidade (yield) para títulos emitidos a 10 anos**  
(em percentagem e em pontos percentuais)

	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	30 dez. 2020	30 abr. 2021	31 mai. 2021	Varição mensal (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>0,48</b>	<b>0,46</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,42</b>
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,62	0,98	0,82	-0,16	0,20
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,56	0,90	0,91	0,01	0,35
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,06	0,47	0,46	-0,01	0,41
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,29	0,18	0,20	0,02	0,49
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,38	0,14	0,13	0,00	0,52
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,33	0,16	0,17	0,01	0,50
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,56	-0,20	-0,19	0,01	0,37

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**8. Em maio registou-se uma estabilização nas taxas de rentabilidade da dívida soberana na área do euro em níveis que se podem continuar a considerar historicamente baixos. Este comportamento dos mercados é revelador de que os agentes económicos continuam a perceber os instrumentos de dívida soberana como ativos de refúgio.** Apesar de um ligeiro aumento face aos níveis alcançados no final de 2020, o atual nível de taxas de rentabilidade da dívida pública na área do euro pode-se considerar historicamente baixo. De entre os países elencados na Tabela 1 apenas a Alemanha registou taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos negativas há, pelo menos, dois meses. Embora positivas, as taxas de rentabilidade destes títulos para a Bélgica, França e Irlanda mantêm-se em níveis muito reduzidos (0,13%, 0,17% e 0,20%, respetivamente). A dívida soberana na área do euro pode estar a ser utilizada nos mercados como um ativo de refúgio para os investidores, sobretudo a dívida da Alemanha, que fechou o mês de maio com uma rentabilidade negativa de -0,19 p.p., um nível idêntico ao verificado no final de 2019, antes do surto pandémico de COVID-19, podendo ser considerado historicamente muito baixo. Contudo, prosseguiu em maio a lenta subida destas taxas. Se, no final de abril, oito Estados-Membros da área do euro apresentavam rentabilidades negativas nos seus títulos soberanos a 10 anos, tal número baixou para quatro a 31 de maio (Alemanha, Letónia, Luxemburgo e Países Baixos). A subida destas taxas é objeto de explicações na próxima secção.

**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 a 10 anos reduziram-se no decurso do mês de maio, com exceção da Irlanda cujo prémio de risco se manteve idêntico ao registado no final de abril. Dos países elencados na Tabela 2, apenas a Grécia e a Itália registaram uma queda do prémio de risco face ao nível verificado no início de 2021.** 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, diminuíram durante o mês de maio para a generalidade dos Estados-Membros. Face à situação registada no final de 2019, de entre os países elencados na Tabela 2 apenas a Grécia e a Itália apresentam uma diminuição do prémio de risco. Salienta-se a redução, durante o mês de maio, do prémio de risco pago pela Grécia (- 17,5 p.b.), a que corresponde uma variação acumulada, desde o início do ano, de - 17,1 p.b.. Apesar da evolução registada nos últimos meses, a generalidade dos países listados na Tabela 2 apresenta um agravamento dos seus prémios de risco face ao início do ano, com exceção da Grécia e Itália que apresentam uma redução (- 17,1 e - 2,3 p.b., respetivamente). Portugal regista, no final de maio, um ligeiro acréscimo (+ 4,8 p.b.) no prémio de risco da sua dívida soberana, face ao início do ano. Bélgica, França e Irlanda apresentam, no final de maio, prémios de risco da sua dívida soberana acima do registado no início do ano (+ 14,6, + 12,8 e + 11,9, p.b., respetivamente). 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 veio a ultrapassar 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, no conjunto do período janeiro a maio de 2021 Portugal registou um aumento do prémio de risco de 4,8 p.b., uma evolução mais desfavorável que a alcançada pela Espanha (+ 3,5 p.b.). Assim, no final de maio o prémio de risco da dívida portuguesa valia 65 p.b., um valor idêntico ao de Espanha (65 p.b.), mas ainda muito inferior aos da Itália (110 p.b.) e da Grécia (101 p.b.) — Ver Tabela 2.

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

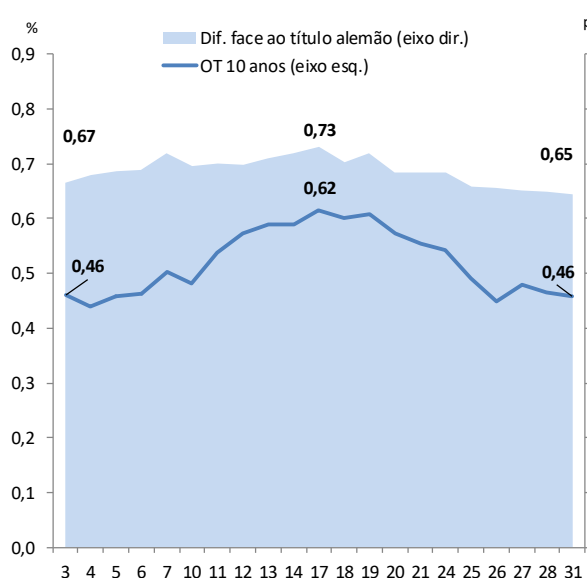
	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	30 dez. 2020	30 abr. 2021	31 mai. 2021	Varição mensal	Varição desde o início do ano
<b>Portugal</b>	<b>188</b>	<b>354</b>	<b>149</b>	<b>148</b>	<b>62</b>	<b>60</b>	<b>68</b>	<b>65</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,8</b>
Grécia	766	690	369	416	161	118	118	101	-17,5	-17,1
Itália	97	161	158	250	160	112	111	110	-0,9	-2,3
Espanha	114	118	113	117	65	61	68	65	-2,8	3,50
Irlanda	52	54	24	66	30	26	38	38	0,5	11,9
França	36	48	36	47	30	23	36	36	-0,1	12,8
Bélgica	34	32	20	53	27	18	34	32	-1,6	14,6

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**10. No final de maio de 2021, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa apresentava-se acima da do final de 2020, mantendo um nível e declive próximos do que se verificava no final de 2019.**

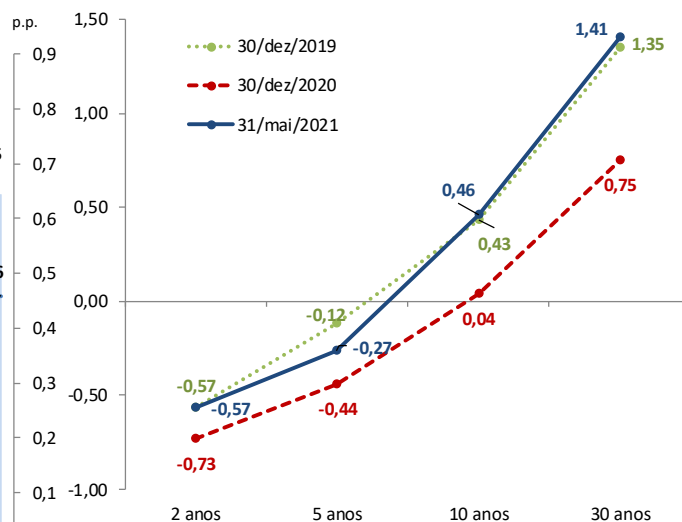
No final de maio de 2021, a posição e declive da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa acompanha a situação verificada no final de 2019, em todas as maturidades (Gráfico 3). No período compreendido entre janeiro e maio de 2021, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se para cima, sobretudo nas maturidades mais longas, refletindo um aumento das taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa. Ainda assim, é de referir que se mantêm em território negativo as taxas de rentabilidade das maturidades mais curtas (2 e 5 anos); nas maturidades mais longas, as taxas de rentabilidade da dívida portuguesa são positivas, tendo registado um aumento significativo face ao início do ano.

**Gráfico 2 – Evolução diária em maio de 2021 da taxa de rentabilidade (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 Sinais de inflação nos mercados financeiros e reais internacionais**

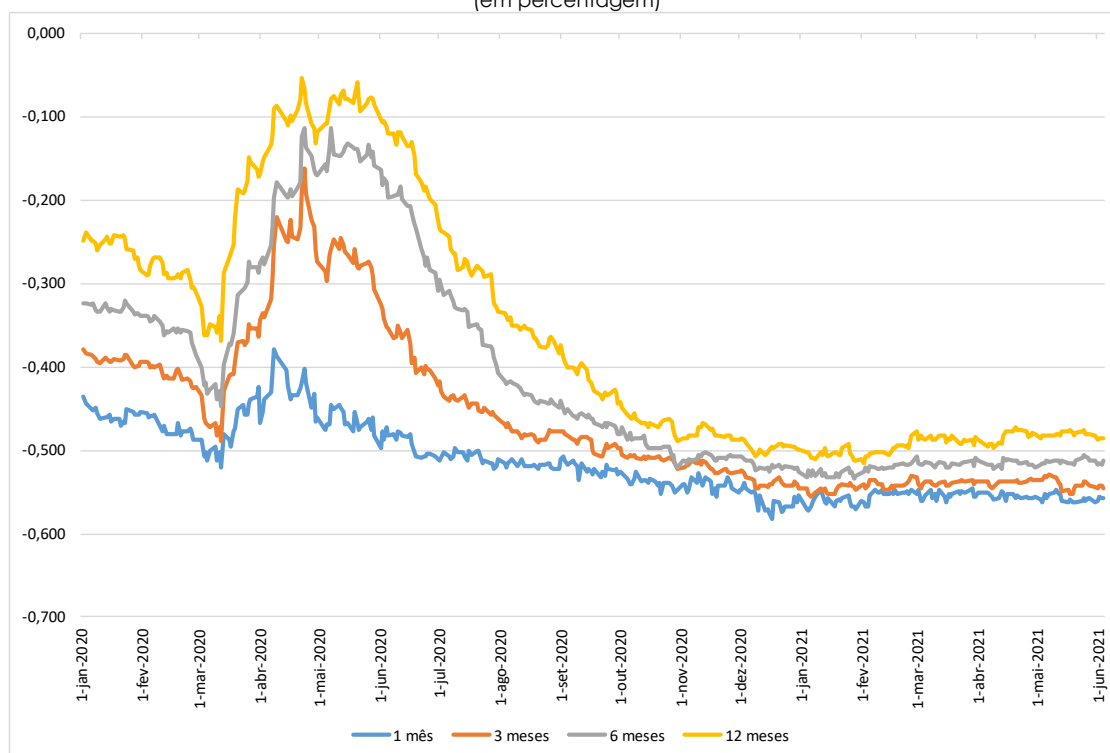
**11. A UTAO produziu esta secção para documentar um fenómeno recente que se tem vindo a manifestar lenta, mas coerentemente, nos mercados internacionais desde o final de 2020: subidas continuadas nos preços de bens e serviços em diferentes geografias internacionais.** Este padrão é designado pelos economistas como “inflação”. A secção não existiu nos números anteriores desta coleção. A inovação justifica-se pela novidade e pela relevância do tema nas discussões sobre políticas orçamental e monetária.

**12. A análise no corpo principal da Secção 2.1 contém evidência variada sobre a inversão na trajetória das taxas de juro nos mercados da dívida soberana na Área do Euro.** Após vários anos de queda continuada, os gráficos e quadros nessa secção mostraram a mudança no sinal de variação das taxas de rentabilidade exigidas no mercado secundário ocorrida, sensivelmente, após dezembro de 2020. Como se dará nota já a seguir, há outras taxas de juro de referência nos mercados financeiros que estão a revelar a mesma mudança qualitativa de padrão. Por detrás deste comportamento nos mercados financeiros poderá estar a instalação de expectativas inflacionistas nas tomadas de decisão dos investidores. Na verdade, a presente secção também irá mostrar evidência do ressurgimento de pressões inflacionistas em vários mercados reais de referência.

**13. O mecanismo de transmissão da inflação às taxas de juro pode ser explicado, de forma simplificada, nos seguintes termos.** Uma investidora no mercado financeiro é, antes de mais, uma investidora e, como tal, não se limita a atuar neste mercado. Procura a melhor combinação entre risco, liquidez e rentabilidade de entre inúmeras aplicações alternativas, dos mercados imobiliários aos da dívida soberana, passando pelos de matérias-primas (ouro, petróleo, alumínio, etc.) e ações de empresas privadas, entre muitas outras categorias de bens ou ativos. Ela mede as rentabilidades em termos efetivos e reais, pelo que ajusta as rentabilidades nominais à evolução das taxas de câmbio e da inflação nas jurisdições em que tenciona investir ou consumir os rendimentos. Quando a inflação desponta na geografia que lhe interessa, a rentabilidade real das aplicações na moeda dessa jurisdição perde poder aquisitivo. Dando um exemplo, se a investidora acreditar que as matérias-primas vão encarecer nos próximos meses relativamente às obrigações de dívida pública, e esperar que se mantenham sem alteração todos os demais fatores que releva na sua decisão, então é natural que desloque capital dos mercados de dívida soberana para os mercados de matérias-primas. Havendo uma massa materialmente relevante de investidores a incorporar inflação (neste exemplo, inflação nas matérias-primas) nos seus cálculos, então haverá consequências simétricas nos equilíbrios de mercado: contração na procura de dívida pública, descida no preço da mesma e subida da respetiva taxa de rentabilidade, a par de expansão na procura de matérias-primas e subida no respetivo preço.

**14. Atente-se agora na evidência apurada pela UTAO, começando pela encontrada nos mercados financeiros: as taxas de juro já não estão a descer.** A Secção 2.1 mostrou o que se está a passar nos mercados que transacionam dívida soberana de sete países da Área do Euro: subida gradual das taxas de rentabilidades nos primeiros cinco meses de 2021, pondo fim, aparentemente, a um período relativamente longo de descida das mesmas. A 31 de dezembro já só eram negativas, na maturidade a 10 anos, para quatro dos 19 Estados-Membros da Área do Euro (eram-no para oito apenas um mês antes). O Gráfico 4 revela o que se está a passar com as taxas Euribor nas maturidades de um, três, seis e 12 meses. Depois de um pico local em maio do ano passado, desceram continuamente até final de 2020. De então até ao início de junho, parecem ter estabilizado num planalto. Embora permaneçam em terreno negativo, o período de descida terá chegado ao fim, o que é uma mudança qualitativa assinalável. Recorde-se que as taxas Euribor são um indexante utilizado em inúmeros contratos de ativos financeiros, simples e complexos.

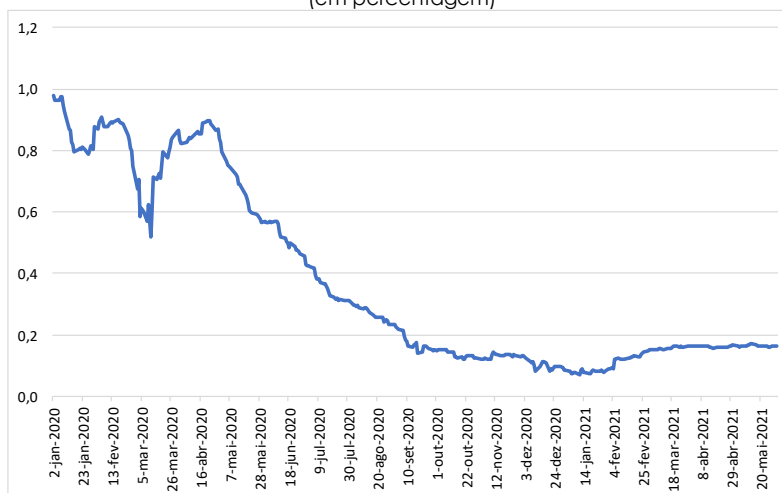
**Gráfico 4 – Evolução mensal das taxas Euribor a 1, 3, 6 e 12 meses**  
(em percentagem)



Fonte: European Money Markets Institute — <https://www.emmi-benchmarks.eu/emmi/> e tratamento da UTAO. | Notas: (i) EURIBOR é a taxa de referência do mercado monetário para o Euro. Reflete a taxa a que as instituições de crédito da UE e da Área Europeia de Comércio Livre podem obter financiamento no mercado grossista não titularizado. (ii) Dados diários em percentagem.

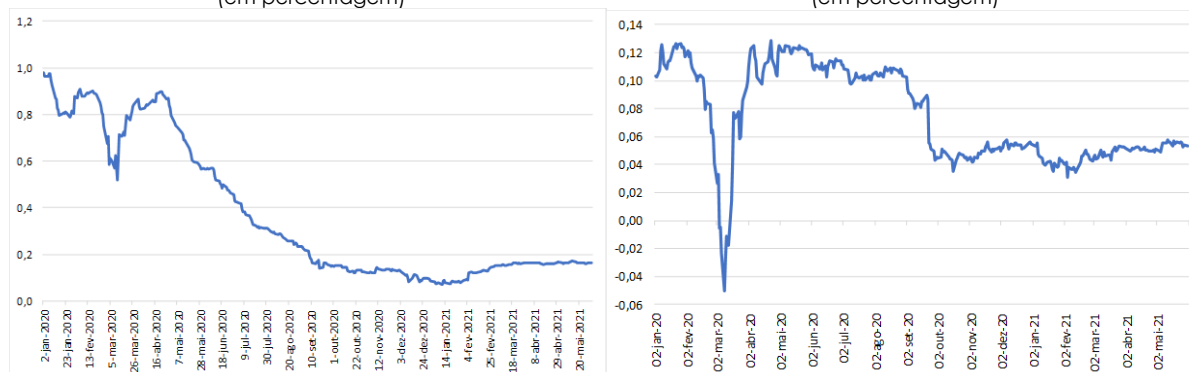
**15. A mesma mudança de padrão observa-se noutro indicador importante dos mercados financeiros, as taxas Libor.** Os próximos três gráficos retratam a interrupção do processo de queda contínua entre outubro e dezembro de 2020 (consoante a moeda de referência) e a subida, muito suave mas persistente, das taxas ao longo dos cinco meses de 2021.

**Gráfico 5 – Evolução diária da Libor a 12 meses baseada na libra esterlina**  
(em percentagem)



Fontes: FRED — Dados económicos da Reserva Federal, Divisão de Investigação Económica, Federal Reserve Bank of St. Louis. | Notas: (i) LIBOR é o acrónimo de London Interbank Offered Rate. (ii) Dados diários em percentagem, não ajustados de sazonalidade.

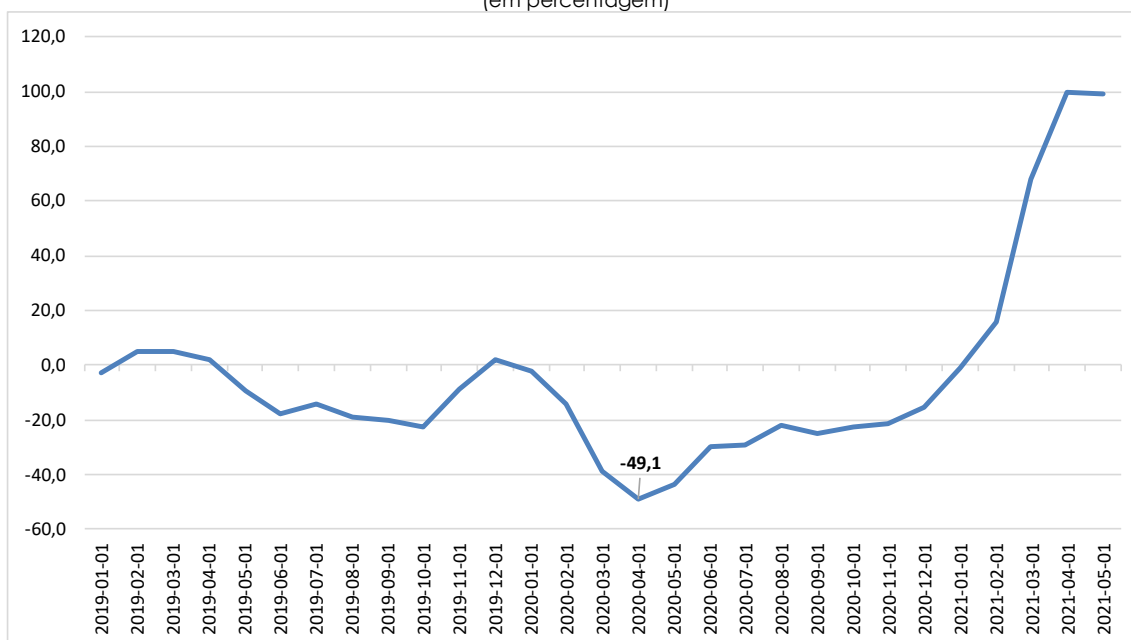
**Gráfico 6 – Evolução diária da Libor a 12 meses baseada no dólar americano (em percentagem)**      **Gráfico 7 – Evolução diária da Libor a 12 meses baseada no iene (em percentagem)**



Fontes: FRED — Dados económicos da Reserva Federal, Divisão de Investigação Económica, *Federal Reserve Bank of St. Louis*. | Notas: (i) LIBOR é o acrónimo de *London Interbank Offered Rate*. (ii) Dados diários em percentagem, não ajustados de sazonalidade.

**16. Como se argumentou no início desta secção, são os sinais de inflação notórios há já alguns meses, a par das expectativas sobre o comportamento futuro das causas a ela subjacentes, que estão a alimentar a subida das taxas de juro.** Os próximos gráficos revelam evidências de tais sinais. Para começar, atente-se no comportamento de um indicador de preço composto de matérias-primas não energéticas — Gráfico 8. Ao longo de 2019 e 2020, este preço agregado andou quase sempre abaixo do nível verificado no fecho de 2018, tendo atingido a queda máxima (local) de 49,1% em abril de 2020. Depois, tem sido sempre a subir, com aceleração substancial a partir de janeiro de 2021. A 1 de maio dobrou o nível base (crescimento de 100% entre 1 de novembro de 2020 e 1 de maio de 2021). O preço do petróleo está também em alta nos últimos meses.

**Gráfico 8 – Preço das matérias-primas não energéticas nos mercados internacionais, taxa de variação homóloga (em percentagem)**

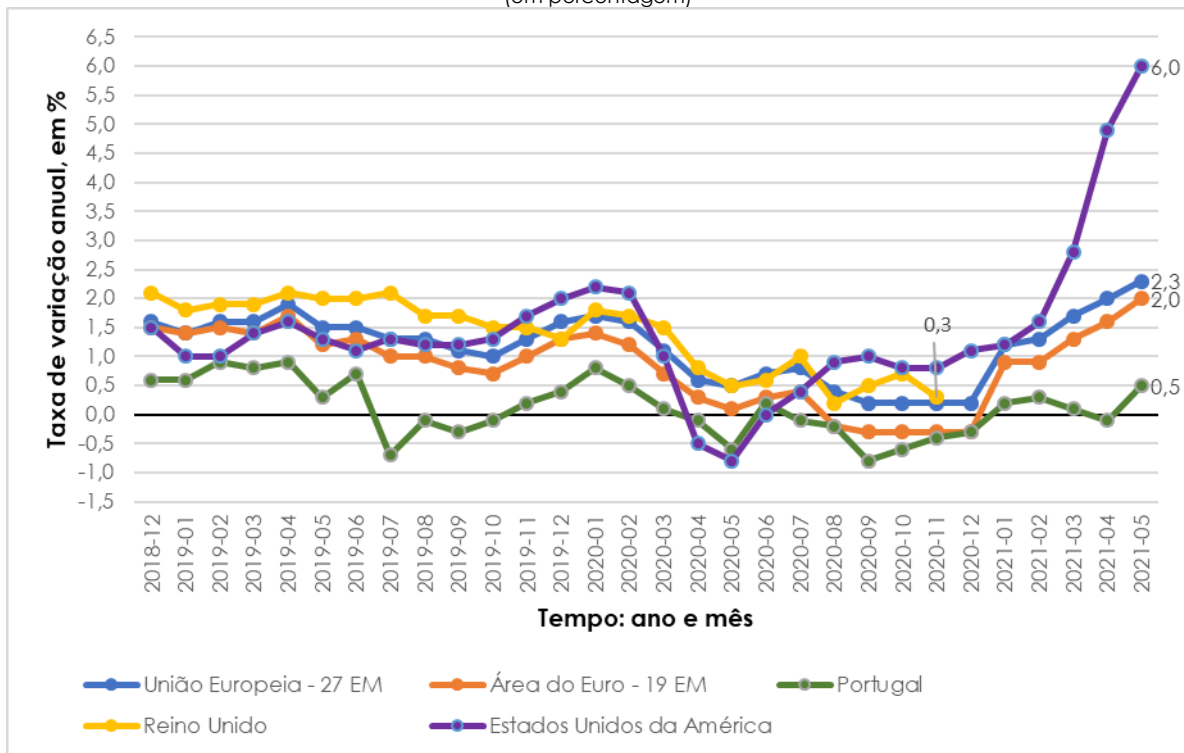


Fonte: Banco de Portugal, com base em dados divulgados pelo [Hamburgisches WeltWirtschafts Institut \(HWWI\)](https://www.hwwi.de/). Nota: o gráfico projeta a taxa de variação homóloga anual de um indicador composto dos preços de categorias de matérias-primas — alimentares e industriais (agrícolas e metais) — em que cada categoria é ponderada pelo seu peso nas importações da Área do Euro.

**17. Mas há mais: os preços estão a subir junto dos consumidores.** O Gráfico 9 projeta a taxa de variação de um indicador mais abrangente do preço agregado de bens e serviços. Trata-se do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), porventura o mais importante para o objetivo da política monetária na Área do Euro e um dos que também conta para a calibração da mesma política nos Estados Unidos da América (EUA). É uma das medidas mais utilizadas de inflação. A inclinação das curvas indicia uma alteração qualitativa em janeiro de 2021: o nível agregado de preços começa a subir (UE, Área do Euro e Portugal) ou, no caso dos EUA, acelera a subida. Nos meses seguintes, a cada mês que passa, o ritmo de crescimento aumenta. Dito de outro modo, a inflação está de volta após os

abrandamentos e mesmo as descidas generalizadas de preços em muitos países durante 2020. O movimento começou mais cedo nos EUA, região em que o índice subiu 6% em maio de 2021, mas já está presente nas economias europeias, embora com ritmos ainda mais lentos: 0,5% em Portugal, 2,0% na Área do Euro e 2,3% no conjunto da UE a 27.

**Gráfico 9 – Inflação: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), níveis mensais: taxa de variação anual homóloga**  
(em percentagem)



Fonte: Eurostat, dados extraídos em 17/06/2021, e tratamento da UTAO. | Notas: (i) As séries União Europeia e Área do Euro agregam os Estados-Membros (EM) que atualmente compõem estes blocos. (ii) 2015 = 100 para todas as séries. (iii) A frequência dos dados é mensal. (iii) A definição do IHPC nos EUA é diferente da utilizada na UE. (iv). A fonte deixou de publicar o IHPC para o Reino Unido em 2021.

**18. Que eventos económicos explicam a subida generalizada dos preços no utilizador final de bens e serviços?** Do lado da oferta agregada está-se a assistir a uma retração da disponibilidade de matérias-primas e fatores intermédios de produção. Muito por força da pandemia, assistiu-se ao longo de 2020 (e ainda ao longo do ano corrente) ao dismantelamento de determinadas cadeias de fornecimento, a par de um aumento na procura de determinados componentes específicos para produção de equipamentos eletrónicos e vacinas. Daí, o encarecimento de muitas matérias-primas documentado no Gráfico 8. Do lado da procura, assiste-se em 2021 a uma expansão dos planos de despesa. Em primeiro lugar, das famílias. A taxa de poupança deste sector subiu para níveis históricos em muitas geografias no ano passado e sente-se uma ânsia considerável de consumo à medida que as autoridades vão abrindo novas fases de desconfinamento. Acresce também o papel dos Estados. Por todo o mundo industrializado foram já lançados (ou estão em finalização do respetivo desenho e dos seus meios de financiamento) ambiciosos planos de despesa corrente e de capital. A UE está a recolher fundos no valor de 750 m€ para aplicação, essencialmente pelos Estados-Membros, nos próximos seis anos (valor do envelope *Next Generation EU*). A Administração Biden apresentou em 27 de maio o seu plano para injetar 5 biliões de dólares (cerca de 4,2 biliões de euros, B€) de despesa federal nova ao longo dos próximos 10 anos.<sup>1</sup> Estes planos de despesa pública, com componente importante de investimento, estão já a impactar os mercados, quanto mais não seja através do papel das expectativas, e isso tem reflexos mais rápidos nos mercados dos bens intermédios e das matérias-primas mais usadas em obras públicas e informática.

<sup>1</sup> Planos da Casa Branca em <https://www.whitehouse.gov/omb/budget> e resumo em <https://www.cnbc.com/2021/05/27/bidens-budget-will-include-5-trillion-in-new-federal-spending-over-the-next-decade.html>. Para se ter uma ideia da diferença de escala, note-se que a despesa federal projetada para o ano de 2021 ascende a 5,8 USD (4,9 B€), segundo a instituição homóloga da UTAO, o Congressional Budget Office (CBO, <https://www.cbo.gov/topics/budget>).



**19. O debate sobre a reversão dos estímulos monetários já começou nos EUA e pressiona a Área do Euro.** A informação no Gráfico 9 ajuda a perceber porquê. O IHPC norte-americano está a subir continuamente há um ano. De -0,8% em maio chegou a +0,8 em novembro e, desde então, galgou para 2,8% em março, 4,9% em abril e 6,0% em maio. A escala sem precedentes próximos do plano orçamental de recuperação é também fator de acesa discussão nos meios económicos e políticos, atendendo ao ponto de partida desequilibrado das finanças federais ([défice de 14,9% do PIB em 2020 e previsão do CBO de 10,3% \(ou 1,9 B€\) para 2021](#) feita em 11/02/2021, antes do referido plano de recuperação ter sido divulgado pela Casa Branca). Desta discussão salta pressão para o banco central refrear os efeitos inflacionistas da política orçamental. Curiosamente, a Reserva Federal divulgou a 16 deste mês que a maioria dos membros do comité de política monetária (*Federal Open Market Committee*) esperava uma subida generalizada de taxas de juro em 2023, antecipando em um ano a previsão anterior ([Financial Times, 17/06/2021](#)). Também revelou haver já conversas neste órgão acerca da extensão da redução (operação conhecida como *tampering*) do programa de compras mensais de ativos financeiros. Mais significativo de que uma mudança na orientação da política monetária poderá já se ter iniciado nos EUA é a decisão da Reserva Federal de voltar a pagar juros em depósitos a um dia ([Financial Times, 16/06/2021](#)). Nesta jurisdição a política monetária procura manter a inflação abaixo dos 2%, mas segue também o objetivo de pleno emprego. Os dados no Gráfico 9 mostram que a primeira meta já foi ultrapassada, mas há alguma evidência de a economia ainda estar longo do segundo objetivo (em maio havia [menos 7,6 milhões de pessoas empregadas](#) do que em fevereiro de 2020). Como se sabe, na Área do Euro a inflação é o objetivo quantificado da política monetária, que visa mantê-la abaixo, mas próxima, do limite de 2%. Em maio último, este limiar foi atingido, o que irá pressionar o debate nas próximas semanas e meses sobre o momento e a intensidade da reversão da orientação da política monetária do euro.<sup>2</sup> A Secção 2.3 dá conta das conclusões das reuniões do Conselho de Governação do Banco Central Europeu em abril e junho. A inflação foi um tema presente mas, para já, ainda não há sinais de mudança na orientação da política monetária na Área do Euro.

**20. As pressões inflacionistas com origem na oferta poderão ser temporárias, mas as subjacentes à procura tenderão a durar mais tempo.** Percebe-se que a política monetária na Área do Euro ainda não tenha dado sinais de alteração na sua orientação, apesar de ter um mandato menos sustentado no desempenho da economia real do que a Reserva Federal. Por um lado, só no mês passado foi atingido o limiar de 2% e pode ainda dizer-se que, descontando a contribuição dos produtos energéticos e de algumas matérias-primas, a estabilidade de preços não está em causa. Há ainda muita capacidade instalada por aproveitar na Europa e há razões para acreditar que os impulsos inflacionistas provenientes do lado da oferta se possam esfumar ao longo dos próximos meses. A concorrência e a subida de preços encarregar-se-ão de substituir fornecedores e encontrar novas fontes de matérias-primas e produtos intermédios que acabarão por conduzir a novos equilíbrios com maior quantidades e menores preços. Já os fatores subjacentes à expansão da procura agregada poderão persistir pro vários anos. O dinamismo do consumo privado está ainda muito ligado à situação epidemiológica nas várias geografias e poderá sofrer algumas vezes em 2021 e mesmo 2022. Todavia, se os Estados mantiverem os apoios ao rendimento, é de esperar acumulação de poupança nas fases de confinamento que acabarão por chegar ao consumo nas fases de desconfinamento. Os planos orçamentais de recuperação e reestruturação económica têm um prazo de seis anos de execução, pelo que se espera que possam pressionar em alta os preços nos primeiros anos, até a oferta agregada de longo prazo se ajustar a um maior stock de capital e outros fatores de produção.

**21. Finalmente, uma palavra sobre a pertinência das medidas de inflação em contexto pandémico.** As taxas de variação de índices de preços no consumidor são as medidas comumente utilizadas para, na prática, exprimir o fenómeno da inflação. A evolução de um índice de preços em determinado período é um indicador sintético do comportamento dos preços de todos os bens que entram no cabaz definido. A composição destes cabazes é definida pela autoridade estatística competente (o INE em Portugal) e muda com pouca frequência. Tipicamente, a composição é fixada com base em inquéritos às despesas familiares efetuados poucos meses antes da decisão que fixa os ponderadores. Os

<sup>2</sup> As reações dos mercados financeiros às decisões da Reserva Federal em 16 de junho (acima resumidas) foram imediatas e chegaram ao mercado secundário da dívida soberana europeia. As taxas de rentabilidade da dívida pública subiram nos dois lados do Atlântico, mas voltaram a descer no final da semana. Estes movimentos alinhados mostram, no entanto, que os mercados estão interligados e que o que se passa com uma moeda afeta imediatamente a outra.



ponderadores são mantidos durante vários anos. A observação casual da vida económica em pandemia sugere que, na realidade, as famílias passaram, por exemplo, a dedicar uma maior percentagem da sua despesa em bens e serviços ligados às tecnologias de informação e comunicação e menos em lazer e turismo. Quanto mais se tiver alterado a estrutura do consumo desde 2019, mais provável é que os índices de preços calculados mensalmente pelas autoridades estatísticas nacionais se tornem menos representativos dos preços no consumo. Assim, as taxas de variação homóloga dos índices de preços no consumo correm o risco de medir a inflação com menos precisão do que antes de a COVID-19 ter aparecido.

## 2.3 Decisões de política monetária do BCE

**22. As decisões de política monetária mais recentes tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) ocorreram a 22 de abril e 10 de junho de 2021 e voltaram a confirmar a orientação muito acomodatória da sua política monetária.** Destas reuniões resultaram as seguintes decisões de política monetária:

- (i) 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;
- (ii) O Conselho do BCE continuará a realizar aquisições de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP*) com uma dotação total de 1850 mil M€, no mínimo até final de março/2022 e, em qualquer caso, até que o período de crise do coronavírus tenha terminado; por outro lado, o BCE continuará a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do PEPP, pelo menos até final de 2023; a descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de forma a evitar interferências com a orientação de política monetária;
- (iii) As aquisições líquidas no âmbito do programa de compra de ativos (*Asset Purchase Programme — APP*) prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil M€. 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 diretas do BCE e enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária;
- (iv) O Conselho do BCE reafirmou que continuará a proporcionar ampla liquidez através das suas operações de refinanciamento, estando preparado para ajustar todos os seus instrumentos, conforme apropriado, para garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.<sup>3</sup> Este compromisso significa, nas palavras do anterior governador do BCE, Mario Draghi, que o Conselho agirá com idêntica determinação quer a inflação observada esteja abaixo quer esteja acima do objetivo de 2%.<sup>4</sup>

**23. Confirmou-se a avaliação das condições de financiamento e das perspetivas de inflação preconizadas pelo Conselho do BCE em março/2021, razão pela qual espera que as aquisições no âmbito do PEPP, ao longo do 3.º trimestre, continuem a ser realizadas a um ritmo significativamente mais elevado do que nos primeiros meses do ano.** Em março de 2021, e tendo por base a avaliação das condições de financiamento e das perspetivas de inflação, o BCE esperava que as aquisições de ativos no âmbito do PEPP ao longo do segundo trimestre ocorressem a um ritmo significativamente mais elevado do que nos primeiros meses de 2021, o que efetivamente se veio a verificar. De acordo com o comunicado do BCE, a informação entretanto disponibilizada confirmou a avaliação das condições de financiamento e das perspetivas de inflação, efetuada pelo BCE na reunião de 11 de março, pelo que as aquisições de ativos no âmbito do PEPP ao longo do segundo trimestre foram realizadas a um ritmo

<sup>3</sup> A mais recente operação da terceira série de Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado direcionadas (ORPA Direcionadas III) registou uma utilização elevado aos seus fundos. Este financiamento desempenha um papel crucial no apoio à concessão de crédito bancário às empresas e às famílias.

<sup>4</sup> Declaração de Mario Draghi em [resposta a um jornalista na conferência de imprensa de 25 de julho de 2019](#).

significativamente mais elevado do que nos primeiros meses do ano. Na reunião de Política Monetária de 10 de junho, o Conselho do BCE avaliou novamente as condições de financiamento e das perspetivas de inflação, mantendo-se a expectativa de que as aquisições de ativos no âmbito do PEPP, ao longo do 3.º trimestre continuem a ser conduzidas a um ritmo significativamente superior ao dos primeiros meses de 2021.

**24. As medidas de política monetária adotadas pelo Conselho do BCE visam manter condições de liquidez favoráveis a uma política monetária acomodatória.** Neste sentido o BCE anunciou que irá realizar as aquisições ao abrigo do programa PEPP de forma flexível, de acordo com as condições de mercado, procurando criar as condições de financiamento que permitam contrariar o impacto descendente da pandemia na trajetória projetada da inflação. Na reunião de 10 de dezembro de 2020, e tendo em conta as consequências económicas que a intensificação da pandemia impunha, o Conselho do BCE decidiu recalibrar os seus instrumentos de política monetária, designadamente as condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA Direcionadas III),<sup>5</sup> bem como um conjunto de outras medidas que visam contribuir para a manutenção de condições de liquidez favoráveis. Mais recentemente, na reunião de 10 de junho de 2021, o Conselho do BCE referiu que a flexibilidade das aquisições efetuadas ao abrigo do PEPP servirá para continuar a apoiar a transmissão regular da política monetária, e que a sua dotação poderá ser recalibrada, se necessário, para manter condições de financiamento favoráveis, com o objetivo de contrariar o choque negativo provocado pela pandemia na trajetória da inflação.

### 3 Evolução da dívida pública

**25. Neste capítulo é analisada a restrição de tesouraria do Estado, bem como a dívida pública em várias das suas 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 SURE. 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 seguinte (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 setembro de 2020.

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

**26. A restrição de tesouraria do subsector Estado, apurada em contabilidade pública, encontra-se espelhada na Tabela 3, evidenciando-se: as execuções anuais de 2018–2020, a execução mensal em 2021 (de janeiro a abril), 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 execução prevista para 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 o saldo total e a soma da "despesa líquida em ativos financeiros" com os valores simétricos do saldo global e do saldo da gerência anterior. A Caixa 1 explica a restrição de tesouraria do Estado quantificada na Tabela 3.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Naquela data as condições da terceira série de ORPA Direcionadas III foram recalibradas nos seguintes aspetos: i) prolongamento do período de aplicação de condições consideravelmente mais favoráveis por 12 meses, ou seja, até junho de 2022; ii) realização de três operações adicionais entre junho e dezembro de 2021; iii) aumento do montante total que as contrapartes poderão solicitar em empréstimos no âmbito das ORPA Direcionadas III, de 50% para 55% dos respetivos empréstimos elegíveis.

<sup>6</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

### 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:

$$ST = (R_{Efetiva} - D_{Efetiva}) + (R_{PF} - D_{PF}) + (R_{AF} - D_{AF}) + S_{GerenciaAnterior} \quad (1)$$

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 ( $R_{PF} - D_{PF}$ ), 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 ( $S_{GerenciaAnt}$ ).

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. Pensando agora na 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 quando o Orçamento do Estado é preparado, 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), expressas 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.

**27. No primeiro quadrimestre de 2021, as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria) excederam as do período homólogo de 2020.** Com efeito, nos primeiros quatro meses de 2021 o Estado garantiu uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 6493 M€, um valor que se situa acima do registado entre janeiro e abril de 2020 em 2377 M€. A pressionar a obtenção desta receita líquida esteve, em primeiro lugar, a execução orçamental, cujo défice global consumiu 5679 M€ desses recursos (+2296 M€ do que no quadrimestre do não anterior) — linha 2 da Tabela 3. Em segundo lugar, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado (linha 5) consumiu 814 M€, mais 81 M€ do que no período homólogo.

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 (obtém 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.

**28. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada entre janeiro e abril de 2021 foi maior do que no período homólogo, exigindo do Estado o desembolso de 840 M€, montante que foi superior, em 62 M€, ao despendido nos primeiros quatro meses de 2020.** No período compreendido entre janeiro e abril de 2021 estas verbas foram destinadas, sobretudo, a Entidades Públicas Reclassificadas (EPR), sob a forma de dotações de capital (632 M€), concessão de empréstimos de médio e longo prazos (188 M€) e a curto prazo (20 M€). A execução entre janeiro e abril de 2021 exigiu do Estado um maior esforço financeiro, face ao período homólogo de 2020, relativamente a empréstimos a médio e longo prazos (+ 97 M€), mas inferior quanto a empréstimos de curto prazo (- 42 M€) — valor englobado na parcela “3.3 Outros” — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros efetuado pelo Estado entre janeiro e abril de 2021.

**Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública**

(em milhões de euros)

	CGE 2018	CGE 2019	Exec. Prov. 2020	Execução mensal em 2021				Execução acumulada janeiro - abril			Referenciais anuais	
				Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	2020	2021	Δ 2020/21	OE 2021	Δ 2020/21
<b>1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6)</b>	<b>7 339</b>	<b>9 499</b>	<b>16 827</b>	<b>664</b>	<b>2 103</b>	<b>842</b>	<b>2 884</b>	<b>4 116</b>	<b>6 493</b>	<b>2 377</b>	<b>19 212</b>	<b>2 385</b>
<b>2. Saldo global</b>	<b>-3 666</b>	<b>-3 940</b>	<b>-12 242</b>	<b>-667</b>	<b>-1 668</b>	<b>-665</b>	<b>-2 680</b>	<b>-3 383</b>	<b>-5 679</b>	<b>-2 296</b>	<b>-11 817</b>	<b>425</b>
<b>3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)</b>	<b>4 778</b>	<b>6 357</b>	<b>4 741</b>	<b>0</b>	<b>443</b>	<b>179</b>	<b>219</b>	<b>779</b>	<b>840</b>	<b>62</b>	<b>8 139</b>	<b>3 397</b>
<i>3.1 Empréstimos médio/longo prazo</i>	<i>2 679</i>	<i>3 020</i>	<i>2 595</i>	<i>0</i>	<i>26</i>	<i>138</i>	<i>24</i>	<i>91</i>	<i>188</i>	<i>97</i>	<i>5 764</i>	<i>3 169</i>
<i>3.2 Dotações de Capital</i>	<i>1 537</i>	<i>3 276</i>	<i>1 984</i>	<i>0</i>	<i>416</i>	<i>41</i>	<i>176</i>	<i>625</i>	<i>632</i>	<i>7</i>	<i>2 167</i>	<i>183</i>
<i>3.3 Outros</i>	<i>562</i>	<i>62</i>	<i>163</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>20</i>	<i>62</i>	<i>20</i>	<i>-42</i>	<i>207</i>	<i>45</i>
<b>4. Receita de ativos financeiros</b>	<b>1 105</b>	<b>798</b>	<b>156</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>1,2</b>	<b>15,0</b>	<b>46</b>	<b>27</b>	<b>-19</b>	<b>743</b>	<b>587</b>
<b>5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)</b>	<b>3 673</b>	<b>5 559</b>	<b>4 585</b>	<b>-2</b>	<b>435</b>	<b>177</b>	<b>204</b>	<b>733</b>	<b>814</b>	<b>81</b>	<b>7 395</b>	<b>2 810</b>
<b>6. Saldo da gerência anterior</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<b>7. Saldo Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>

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.

**29. Nos primeiros quatro meses de 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 abril de 2021, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 840 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (632 M€) e empréstimos a médio e longo prazos (188 M€). Em ambos os casos, a grande maioria desta despesa teve como destino o financiamento das EPR. Com efeito, o total de despesa efetuada em **dotações de capital** (632 M€) destinou-se a EPR, com a seguinte distribuição:

- Infraestruturas de Portugal, S.A. 569 M€;
- EDIA — Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. 41 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 22 M€.

Dos 188 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de **empréstimos a médio e longo prazos**, cerca de 122 M€ teve como destino as seguintes EPR:<sup>7</sup>

- Metro do Porto, S.A. 83 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 39 M€.

<sup>7</sup> Além dos empréstimos a médio e longo prazos destinadas a EPR, foram também concedidos empréstimos no valor de 50 M€ ao Portugal 2020 e 16 M€ a Fundos Públicos.

O Estado concedeu ainda 19,6 M€ de **empréstimos a curto prazo** à Parque Escolar, E.P.E..

**30. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado no período de janeiro a abril de 2021 ascendeu a 27 M€.** A grande maioria desta receita resultou da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 23,5 M€, do qual: 9 M€ por parte da Grécia, 7,5 M€ pela Região Autónoma dos Açores (RAA) no âmbito do Acordo de Assistência Financeira e 2,8 M€ por outros países terceiros.

**31. Face aos valores orçamentados no OE/2021, e numa ótica de tesouraria, no primeiro quadrimestre de 2021 o Estado teve de se financiar num valor que ascende a cerca de um terço do previsto para o ano todo.** Com efeito, entre janeiro e abril de 2021 a receita líquida proveniente de passivos financeiros situou-se em 6493 M€, 12 719 M€ aquém do previsto no OE/2021 para o conjunto do ano 2021 (grau de execução de 33,8%). Este resultado decorreu, por um lado, do facto de se ter alcançado, até abril, um défice de 5679 M€, que se situa aquém do previsto no OE/2021 para o total do ano, em cerca de 6137 M€. Por outro lado, a despesa líquida em ativos financeiros executada até abril de 2021 ascendeu a 814 M€, situando-se 6582 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 11,0%) — linha 5 da Tabela 3.

**32. Para o conjunto do ano 2021, o OE prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, muito acima da execução provisória de 2020, prevendo-se uma melhoria do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros significativamente superior.** De acordo com os valores constantes no OE/2021, aprovado pela Assembleia da República, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 19 212 M€, mais 2385 M€ do que a execução provisória de 2020. A previsão para 2021 tem subjacente uma melhoria do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para cerca de – 11 817 M€ (425 M€ acima do défice do subsector Estado apurado provisoriamente para 2020), e um aumento substancial da despesa líquida em ativos financeiros para 7395 M€ (2810 M€ acima da execução provisória de 2020). Como resulta dos dados listados na Tabela 3, a execução acumulada ao fim de quatro meses está ainda distante das previsões orçamentais para o conjunto do ano.

### 3.2 Dívida direta do Estado

**33. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de abril de 2021 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2020, maioritariamente em resultado do aumento no stock de dívida titulada de médio e longo prazos e dos empréstimos SURE. Este aumento foi parcialmente compensado pela redução das contas margem. Em termos mensais, em abril registou-se uma diminuição face ao mês anterior.** No final de abril de 2021, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 270 038 M€ (Tabela 4), refletindo uma redução de 4328 M€ em cadeia mensal resultante, sobretudo, da diminuição da dívida titulada a médio e longo prazos (– 4153 M€), mas também da diminuição das contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros (– 112 M€) e da dívida titulada de curto prazo (– 95 M€). A dívida não titulada, composta maioritariamente por Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, registou um acréscimo mensal de 31 M€. A redução mensal da dívida titulada a médio e longo prazos ficou a dever-se, essencialmente, à diminuição do saldo de Obrigações do Tesouro (OT), em resultado de a amortização da OT 0,385% ABR 2021 ter superado o montante emitido da OT 0,3% OUT 2021 (com o valor nominal de 4000 M€). Tendo por referência o final do mês homólogo de 2020, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 10 756 M€, em resultado do aumento na dívida titulada de curto e médio e longo prazos (+ 7 309 M€), da dívida não titulada (+ 970 M€) e dos empréstimos SURE contraídos no final de 2020, no valor de 3000 M€. Em termos homólogos, as contas margem registaram uma diminuição de 523 M€. No tocante à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo dos stocks de Certificados de Aforro em 237 M€ (+1,6%) e Certificados do Tesouro em 771 M€ (+2,7%). No que respeita aos empréstimos SURE, Portugal recebeu a primeira fatia em 1 de dezembro de 2020, no montante de três mil M€, de um total de 5,9 mil M€ contratualizados com a Comissão Europeia a 26 de outubro de 2020.

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

	abr/20	mar/21	abr/21	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	abr/20	abr/21
<b>Titulada</b>	<b>176 098</b>	<b>187 654</b>	<b>183 407</b>	<b>-4 247</b>	<b>7 309</b>	<b>-2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>67,9</b>	<b>67,9</b>
Curto prazo	17 765	19 389	19 294	- 95	1 529	-0,5	8,6	6,9	7,1
Médio e longo prazo	158 333	168 265	164 113	-4 153	5 780	-2,5	3,7	61,1	60,8
<b>Não titulada</b>	<b>32 578</b>	<b>33 517</b>	<b>33 548</b>	<b>31</b>	<b>970</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>12,6</b>	<b>12,4</b>
Cert. Aforro	12 071	12 292	12 308	16	237	0,1	2,0	4,7	4,6
Cert. do Tesouro	16 859	17 614	17 629	15	771	0,1	4,6	6,5	6,5
Outra - ML prazo	3 649	3 611	3 611	0	- 38	0,0	-1,0	1,4	1,3
<b>Contas margem</b>	<b>978</b>	<b>566</b>	<b>454</b>	<b>- 112</b>	<b>- 523</b>	<b>-19,8</b>	<b>-53,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>
<b>Empréstimos Oficiais</b>	<b>49 628</b>	<b>52 628</b>	<b>52 628</b>	<b>0</b>	<b>3 000</b>	<b>0,0</b>	<b>6,0</b>	<b>19,1</b>	<b>19,5</b>
Empréstimos SURE (UE)	0	3 000	3 000	0	3 000	0,0	-	0,0	1,1
Assistência Financeira	49 628	49 628	49 628	0	0	0,0	0,0	19,1	18,4
<b>Total</b>	<b>259 282</b>	<b>274 366</b>	<b>270 038</b>	<b>-4 328</b>	<b>10 756</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

**Por memória:**

Transaccionável	170 372	179 230	176 332	-2 898	5 960	-1,6	3,5	65,7	65,3
Não Transaccionável	89 888	95 703	94 160	-1 542	4 272	-1,6	4,8	34,7	34,9
Euro	254 884	270 268	266 057	-4 211	11 174	-1,6	4,4	98,3	98,5
Não euro	4 398	4 098	3 981	- 118	- 418	-2,9	-9,5	1,7	1,5
Contas margem	978	566	454	-112	-523	-19,8	-53,5	0,4	0,2

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) 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.

**34. No primeiro quadrimestre de 2021, registou-se uma redução na despesa com juros e outros encargos da dívida direta pública.** Nos primeiros quatro meses de 2021, a despesa com juros e outros encargos ascendeu a 3104 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 5), refletindo uma redução de 0,7% (- 22 M€) quando comparada com igual período do ano anterior, sendo esta redução inferior à prevista no OE/2021 para o conjunto do ano (- 4,8%; - 333 M€). Esta contração foi determinada, sobretudo, pela diminuição homóloga em 25,2% (- 76 M€) da despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro. No mesmo sentido, é também de referir a diminuição de 6,5% na despesa com juros no âmbito dos empréstimos oficiais (PAEF e SURE), de 308 M€ para 288 M€. Relativamente aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros manteve-se negativo no período compreendido entre janeiro e abril de 2021 (- 15 M€), traduzindo o facto de a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa manter taxas de rentabilidade negativas nas maturidades mais curtas. Contudo, os juros destes títulos de curto prazo registaram valor superior ao (i.e., menos negativo do que o) ocorrido no período homólogo. Relativamente 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 abril de 2021, foi de 225 M€, refletindo uma redução de 76 M€ (- 25,2%) face ao período homólogo do ano anterior. Pese embora, no decurso dos primeiros quatro meses de 2021, a dívida pública financiada através destes dois produtos tenha registado um crescimento homólogo de 1008 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. – Abr. (M€)			OE/2021 (M€)	Grau de execução Jan. – Abr. (%)	
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	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>1 391</b>	<b>3 087</b>	<b>3 058</b>	<b>-0,9</b>	<b>6 484</b>	<b>44,0</b>	<b>47,2</b>
Bilhetes do Tesouro	-49	-13	0	-1	0	-18	-15	-20,6	-53	37,6	27,4
Obrigações do Tesouro	4 716	0	1 138	0	1 247	2 331	2 386	2,3	4 704	49,0	50,7
Emp. Oficiais (PAEF e SURE)	990	0	28	261	0	308	288	-6,5	747	29,9	38,6
Certif. Aforro e Tesouro	715	59	55	60	52	300	225	-25,2	602	38,3	37,4
CEDIC / CEDIM	22	0	0	0	15	12	15	24,4	21	56,7	72,5
Outros	443	7	81	-6	77	153	159	3,8	464	33,1	34,2
<b>Comissões</b>	<b>80</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>16,9</b>	<b>100</b>	<b>39,4</b>	<b>46,0</b>
Emp. Oficiais (PAEF e SURE)	14	15	0	0	0	14	15	1,4	14	100,0	101,4
Outros	65	3	11	4	14	25	31	25,9	86	29,1	36,7
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>6 917</b>	<b>70</b>	<b>1 313</b>	<b>317</b>	<b>1 404</b>	<b>3 126</b>	<b>3 104</b>	<b>-0,7</b>	<b>6 584</b>	<b>44,0</b>	<b>47,1</b>
<b>Tvh (%)</b>	<b>-3,5</b>	<b>-67,3</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-4,8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

*Por memória:*

Juros recebidos de aplicações	8	-1,5	1,2	0,7	1,0	-2,8	1,4	-	13	-	11,2
Juros e outros enc. líquidos	6 925	68	1 314	318	1 405	3 123	3 106	-0,6	6 597	44	47,1
Tvh (%)	-3,4	-67,5	6,9	3,5	2,1	-	-	-	-4,7	-	-

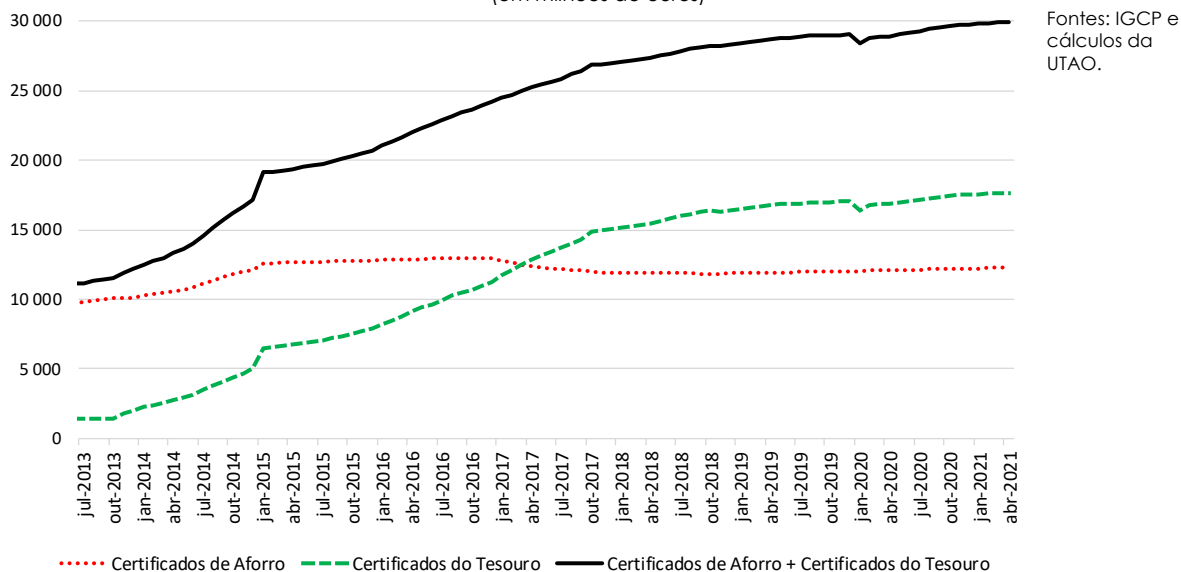
Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**35. O stock de dívida pública portuguesa devido pelas famílias continuou a aumentar, alcançando um novo máximo no final de abril de 2021. Após uma ligeira queda no início de 2020, o stock de dívida pública devida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro retomou uma tendência de crescimento, para valores que superam largamente o anterior máximo registado no final de 2019, ainda que tenha desacelerado após novembro de 2020.** No final de abril de 2021, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro alcançou o valor de 29 937 M€, um novo máximo para esta série. Após a quebra de 661 M€, registada em janeiro de 2020, seguiu-se um movimento de recuperação que foi mais acentuado até novembro de 2020, mantendo um ritmo de crescimento mais lento após esta data. Com efeito, o valor registado no final de abril de 2021 situou-se 868 M€ acima do anterior máximo alcançado no final de 2019. O movimento de contração ocorrido no início de 2020 deveu-se, sobretudo, ao comportamento dos Certificados do Tesouro, cujo stock diminuiu 691 M€ em janeiro deste ano, a que se seguiu um movimento de recuperação para valores que superaram o anterior máximo alcançado em dezembro de 2019. Com efeito, no final de abril de 2021, o montante de Certificados do Tesouro (CT) ascendeu a 17 629 M€, um valor 581 M€ acima do máximo alcançado no final de 2019 (17 049 M€) — Gráfico 10. Em termos históricos, o valor mensal de novas emissões de CT, líquido de amortizações, apresenta uma evolução positiva desde outubro de 2013, tendo esta sequência de crescimento sido interrompida apenas em dois momentos: novembro de 2018 (variação mensal de -69 M€) e janeiro de 2020 (variação mensal de -691 M€). O Gráfico 12 apresenta as variações nos volumes de CA e CT em termos homólogos. Em janeiro de 2020 ocorreram dois movimentos particulares que importa destacar. Por um lado, registou-se um aumento brusco das amortizações, para 1423 M€, tendo em conta que o ritmo das amortizações mensais se situou entre 171,3 M€ e 431,5 M€ desde novembro de 2018.<sup>8</sup> Por outro lado, as subscrições de CT (Gráfico 11) em janeiro de 2020 também registaram um movimento atípico de subida, tendo ascendido a 732,0 M€, um aumento de 335,3 M€ face ao mês anterior. Presumivelmente, o acréscimo anormal no volume de subscrição referido ficou a dever-se ao vencimento da série subscrita em janeiro de 2015, tendo muitos aforradores transitado de uma série para outra, movimento que se manteve, em menor escala, no mês de fevereiro, com um volume de subscrições de 468,2 M€. Após a queda registada em março e abril de 2020, os meses

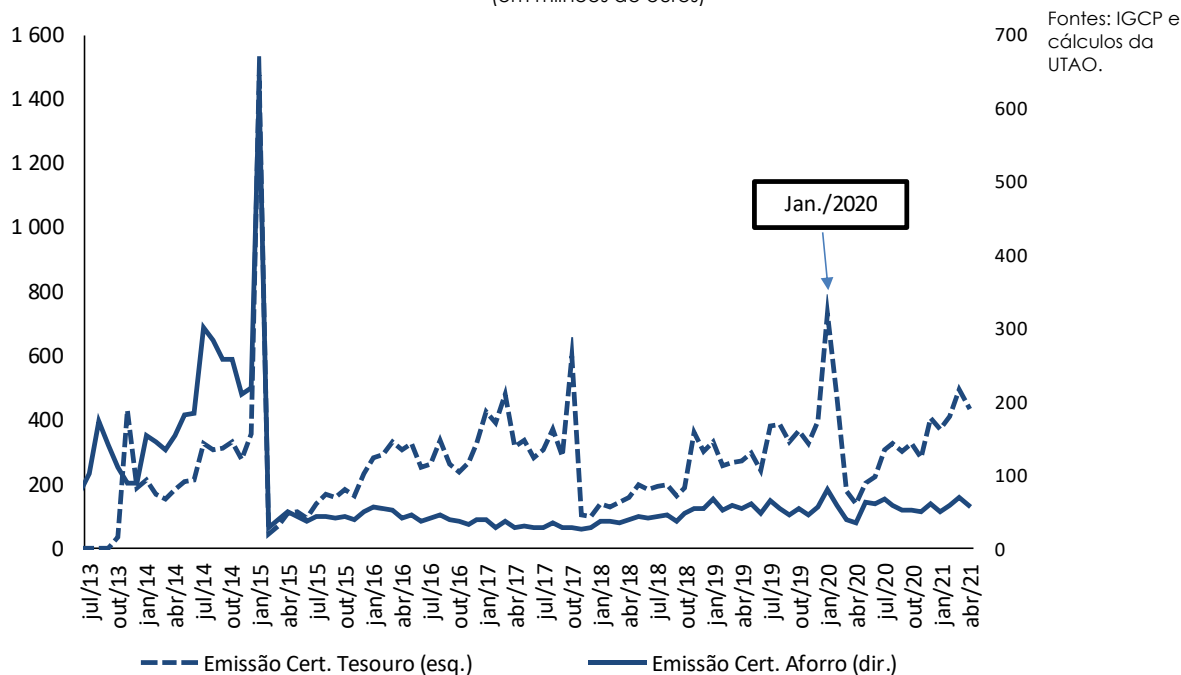
<sup>8</sup> Este evento esteve relacionado com as subscrições de CT em janeiro de 2015, cujo vencimento ocorreu em janeiro de 2020. Em janeiro de 2015 as subscrições atingiram um pico (1474 M€) porque os subscritores perceberam que a remuneração iria baixar para as emissões a realizar a partir do mês seguinte.

seguintes registaram uma tendência crescente nas emissões brutas de CT, cuja média mensal alcançou 429 M€ no primeiro quadrimestre de 2021.

**Gráfico 10 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro**  
(em milhões de euros)



**Gráfico 11 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro**  
(em milhões de euros)

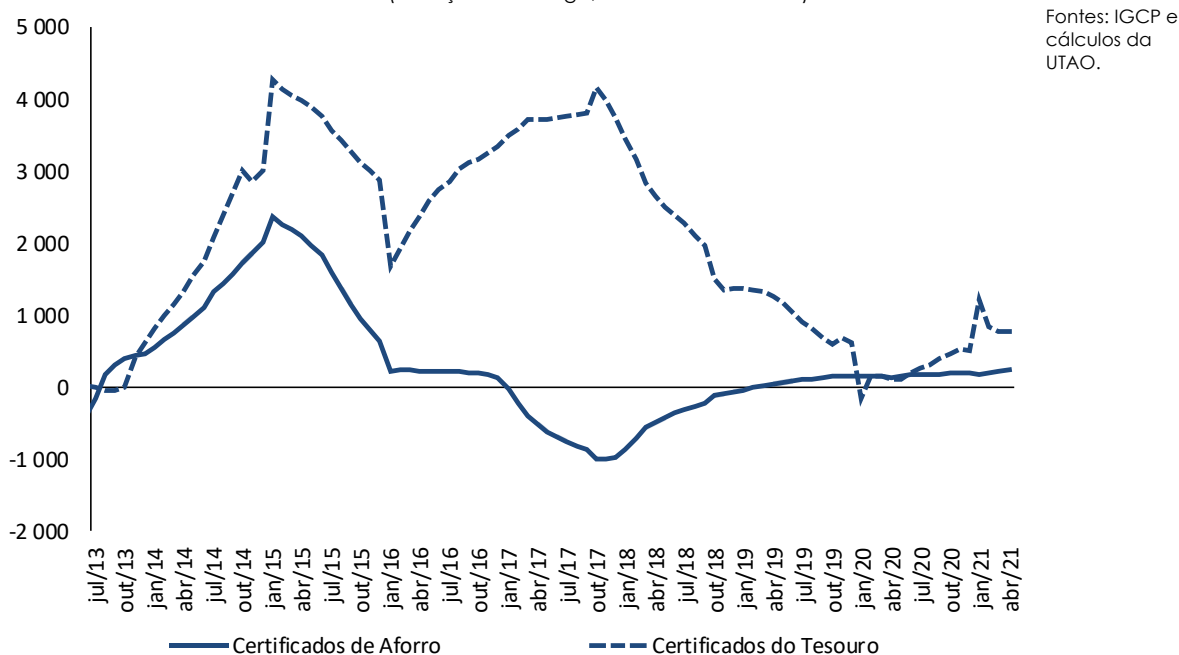


**36. O stock de Certificados de Aforro (CA) ascendeu a 12 308 M€ no final de abril de 2021, refletindo uma subida homóloga de 237 M€** (Gráfico 10 e Gráfico 12). Em março de 2020 foi interrompida a sequência de emissões líquidas positivas de CA, que se registava desde novembro de 2018, momento em que se encerrou um ciclo negativo que decorria desde novembro de 2016. Esta interrupção refletiu um movimento pontual e de expressão relativamente reduzida, uma vez que em março de 2020 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, que se manteve até abril de 2021.



**Gráfico 12 – Variação dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro**

(variação homóloga, em milhões de euros)



**37. O aumento persistente no montante de dívida pública portuguesa devido pelas famílias manteve-se no período mais recente, sendo reflexo das taxas de juro mais atrativas que estes instrumentos apresentam, face a outros produtos de poupança existentes no mercado com nível de risco semelhante** — Gráfico 10. Efetivamente, os depósitos a prazo existentes no mercado oferecem taxas de remuneração nominal próximas de 0%, para um nível de risco que se pode considerar idêntico. O período pandémico tem trazido o acréscimo substancial na poupança das famílias, em termos agregados,<sup>9</sup> e, por causa da atratividade destes produtos do Estado boa parte da poupança adicional tem sido aplicada nos mesmos.

**38. As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em março e maio de 2021 registaram um aumento da taxa de juro nas maturidades a 10 e 14 anos e uma redução na maturidade a 7 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas em abril e maio de 2021, foram asseguradas a taxas de juro próximas, mas ligeiramente inferiores às registadas para a mesma maturidade em leilão anterior.** No dia 12 de maio, foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a 10 anos e 14 anos (Obrigações do Tesouro) no montante conjunto de 1251 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 0,3% 17Oct2031, com taxa de rentabilidade de 0,505%, e OT 0,9% 12Oct2035, com taxa de rentabilidade de 0,841%. Tendo por referência o leilão anterior ocorrido em 13 de janeiro de 2021, observou-se uma subida de 0,517 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 10 anos e de 0,522 p.p. na taxa de rentabilidade para a emissão a 14 anos. Foram ainda realizados dois leilões de OT no dia 10 de março de 2021 com maturidades a sete anos e 10 anos, no montante conjunto de 1250 M€ (Tabela 6). Destes leilões resultaram as colocações OT 0,7% 15Oct2027, com taxa de rentabilidade de -0,086%, e OT 0,475% 18Out2030, com taxa de rentabilidade de 0,237%. Tendo em linha de conta os leilões anteriores, ocorridos a 13 de janeiro de 2021 e 26 de agosto de 2020, observou-se uma descida de -0,181 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 7 anos e um aumento de 0,249 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 10 anos. As emissões de BT efetuadas a 21 de abril e 19 de maio foram asseguradas com taxas de juro muito próximas das (mas ligeiramente inferiores às) verificadas em leilões anteriores para as mesmas maturidades. A 21 de abril foram leiloados BT com maturidades a três e 11 meses num total colocado de 1250 M€, com taxas médias ponderadas de -0,599% e -0,558%, respetivamente. Estes leilões registaram uma ligeira descida nas taxas de juro para estas maturidades, -0,056 p.p. e -0,031 p.p., respetivamente, que se mantiveram em terreno negativo nas emissões seguintes a seis e 12 meses, conforme mostra a Tabela 6. Com efeito, o Estado voltou ao mercado monetário a 19 de maio, tendo sido realizados leilões com maturidades de seis e 12 meses, num total colocado de 1750 M€, com taxas médias ponderadas de -0,571% e -0,536%, respetivamente.

<sup>9</sup> A evidência sobre esta afirmação está no parágrafo 54 abaixo.

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

Instrumento	Obrigações do Tesouro				Bilhetes do Tesouro			
	15-out-2027	18-out-2030	17-out-2031	12-out-2035	16-jul-2021	18-mar-2022	19-nov-2021	20-mai-2022
Maturidade								
Data do leilão	10-mar-2021	10-mar-2021	12-mai-2021	12-mai-2021	21-abr-2021	21-abr-2021	19-mai-2021	19-mai-2021
Prazo	7 anos	10 anos	10 anos	14 anos	3 meses	11 meses	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	625	625	551	700	450	800	750	1 000
Montante de Procura (M€)	1 609	1 451	1 360	1 172	1 641	2 431	1 473	1 753
Taxa média (%)	-0,086	0,237	0,505	0,841	-0,599	-0,558	-0,571	-0,536

Por memória:

Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %)	26-ago-2020	13-jan-2021	13-jan-2021	13-jan-2021	17-fev-2021	17-mar-2021	17-set-2021	17-mar-2021
	0,095	-0,012	-0,012	0,319	-0,543	-0,527	-0,552	-0,527

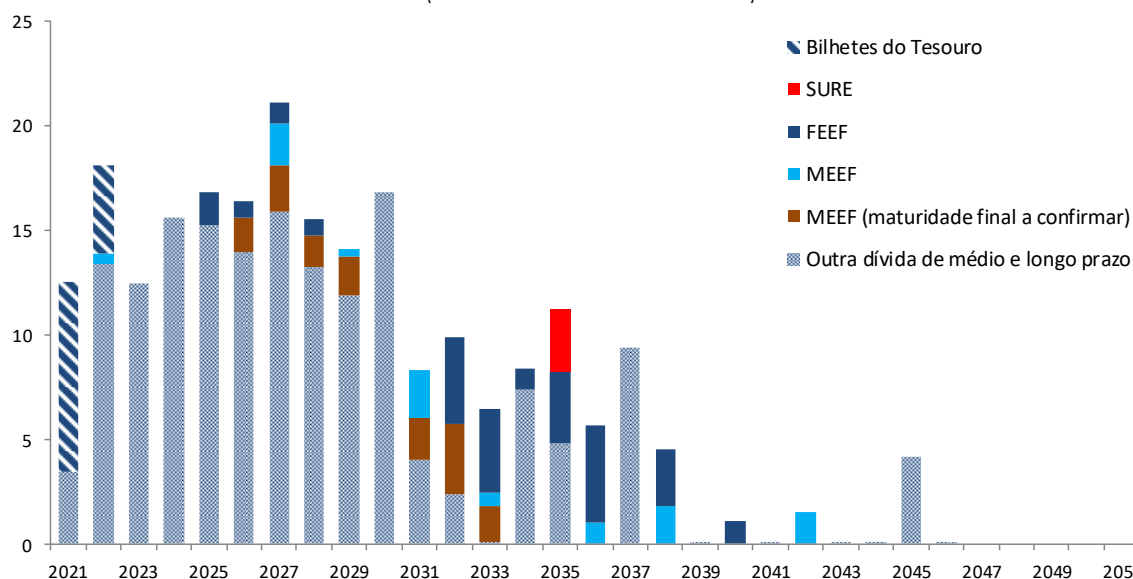
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: (i) Os montantes colocados referem-se à dívida emitida nas fases competitiva e não competitiva dos respetivos leilões. (ii) A linha "taxa média" indica a média ponderada das taxas que o Estado prometeu pagar nos diferentes lotes colocados na mesma sessão de leilão.

### 39. O volume de reembolsos de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para o período 2022–2030, permanece bastante elevado.

Tendo por referência o stock de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 24 de maio de 2021 e o período até 2045, os maiores volumes de amortização concentram-se, essencialmente, nos anos 2022 a 2030 (Gráfico 13 e Gráfico 14). À data de 24 de maio de 2021, o stock total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2022 e 2030 ascendia a 143 mil M€, um valor acima do registado em 10 de dezembro de 2020 para o mesmo período (141 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 24 de maio de 2021, será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos no valor de: 13,9 mil M€ em 2022, 12,5 mil M€ em 2023, 15,6 mil M€ em 2024, 16,8 mil M€ em 2025, 16,4 mil M€ em 2026, 21,1 mil M€ em 2027, 15,5 mil M€ em 2028, 14,1 mil M€ em 2029 e 16,8 mil M€ em 2030.<sup>10</sup> Com efeito, só a partir de 2031 é que o valor anual de amortizações de dívida pública a médio e longo prazos desce para valores abaixo de 10 mil M€/ano. 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 (12,2 mil M€). Relativamente aos empréstimos do PAEF, dos 50 140 M€ de empréstimos desembolsados inicialmente pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF; 24 140 M€) e pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF; 26 000 M€), 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 empréstimos encontram-se distribuídas ao longo de um período alargado (2022–2042), estando evidenciadas no Gráfico 13.

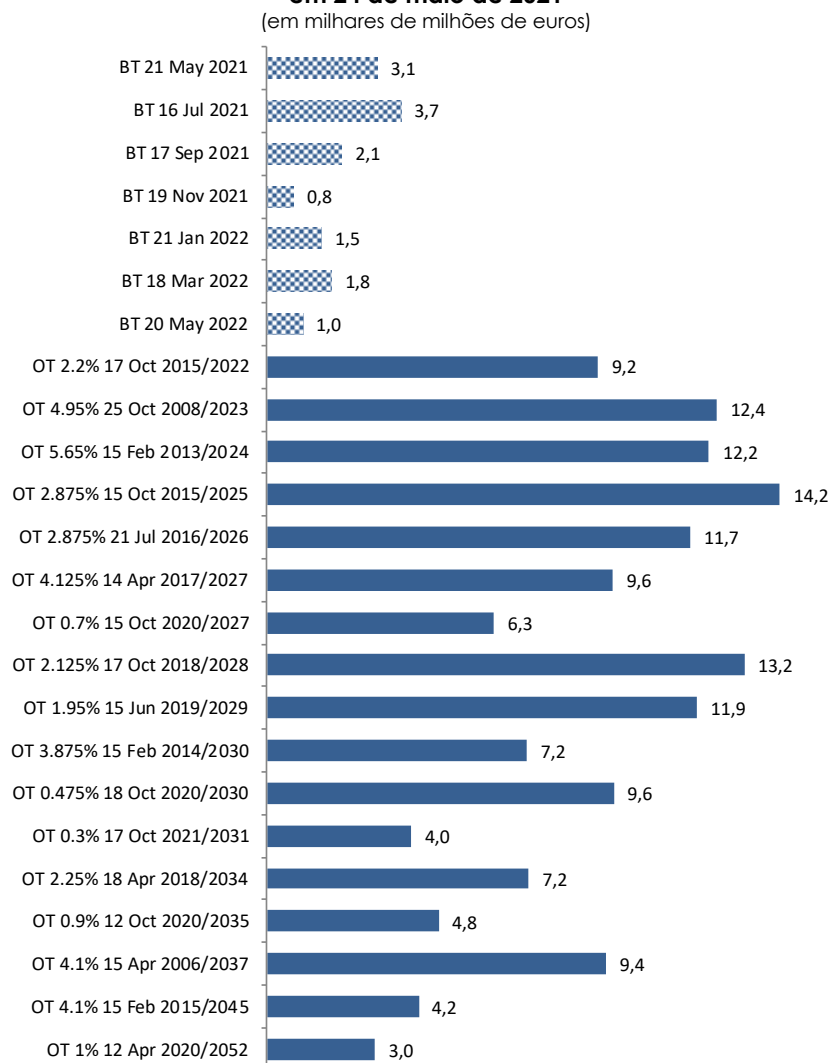
<sup>10</sup> A estes montantes acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 9,7 mil M€ em 2021 e 4,2 mil M€ em 2022.

**Gráfico 13 – Perfis anuais de amortização, em 24 de maio de 2021**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: significado da legenda: 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 14 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, em 24 de maio de 2021**  
(em milhares de milhões de euros)



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

### 3.3 Dívida pública na definição de *Maastricht*<sup>11</sup>

**40. A presente secção utiliza a informação mais recente divulgada pelo Banco de Portugal e pelo Instituto Nacional de Estatística.** A dívida pública é uma variável *stock* observada no final de um período: mês, trimestre ou ano. Contudo, esta análise teve de usar três momentos distintos devido à disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (março de 2021), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (abril de 2021) e valor nominal desagregado por subsector (março de 2020).

**41. O rácio entre a dívida pública na ótica de *Maastricht* e o PIB nominal situou-se em 137,3% do PIB no final do 1.º trimestre de 2021, o que reflete um aumento homólogo de 18,1 p.p. do PIB.**<sup>12</sup> Esta variação homóloga resulta do efeito denominador do PIB (7,9 p.p.), bem como dos fatores incluídos no efeito numerador (10,2 p.p.): o défice orçamental e o acréscimo dos ativos em depósitos das Administrações Públicas. Excluindo a aplicação de ativos em depósitos pelas Administrações Públicas, a dívida pública situou-se em 124,8%, sendo 14,8 p.p. superior ao registado no final do trimestre homólogo.

**42. No final de abril de 2021, o *stock* nominal da dívida pública bruta na ótica de *Maastricht* atingiu 272,7 mil M€, sendo 10,7 mil M€ acima do verificado no final do mês homólogo. Esta variação foi obtida, essencialmente, através de um forte aumento dos títulos de longo prazo (7,3 mil M€), o que contribuiu para o alongamento da maturidade média da dívida pública portuguesa.** Quanto à dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas, verificou-se um aumento homólogo de 16,3 mil M€, passando de 237,1 mil M€ para 253,4 mil M€. Consequentemente, o montante total de ativos em depósitos das Administrações Públicas, os quais se encontram incluídos na definição de dívida pública de *Maastricht*, desceu 5,6 mil M€ em termos homólogos, de 24,9 mil M€ para 19,3 mil M€. Para este decréscimo do *stock* de depósitos contribuiu o facto de em abril de 2021 ter ocorrido o reembolso da OT 3,85% 15abril2021 no valor de 8,0 mil M€, enquanto no ano anterior a OT 4,8% 15junho2020 foi reembolsada em junho de 2020 no valor de 8,0 mil M€.<sup>13</sup>

**43. No lado dos passivos, os títulos emitidos são o instrumento que evidencia o peso mais elevado na dívida bruta de *Maastricht*, ascendendo a 63,0% no final de abril de 2021 e assegurando a continuidade do aumento do peso deste instrumento.** No final de abril de 2021, o valor da dívida pública sob a forma de títulos ascendeu a 171,9 mil M€, refletindo um peso de 63,0% no agregado total da dívida pública de *Maastricht* e a um acréscimo homólogo de 7,7 mil M€ — composição da dívida, segunda a natureza do instrumento financeiro, na Tabela 7. Quanto à dívida pública sob a forma de empréstimos contraídos pelas Administrações Públicas, esta representava 24,9% no final de abril de 2021, situando-se em 67,9 mil M€, o que refletiu o aumento decorrente do empréstimo *SURE* (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) em dezembro de 2020 no montante de 3 mil M€ obtido junto da União Europeia, no âmbito das medidas decorrentes da pandemia COVID-19. Além disso, o instrumento de dívida “empréstimos” inclui o financiamento obtido no âmbito do PAEF. Relativamente à dívida pública sob a forma de numerário e depósitos, o valor no final de abril de 2021 ascendeu a 32,9 mil M€, o que corresponde a um incremento homólogo de 1537 M€.

<sup>11</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. Entretanto, 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](#).

<sup>12</sup> Para o cálculo do rácio foi considerado o PIB nominal mais recente divulgado pelo INE. Aconteceu em 31 de maio de 2021.

<sup>13</sup> Tipicamente, a dívida pública portuguesa sob a forma de Obrigações do Tesouro tem um ou dois títulos com maturidade em cada ano durante os próximos dez anos (Gráfico 14). Consequente, o reembolso no mês da maturidade da OT determina uma quebra da série. Quando a maturidade de duas OT ocorre em meses diferentes, a comparação homóloga fica prejudicada.

**Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de Maastricht por instrumento**

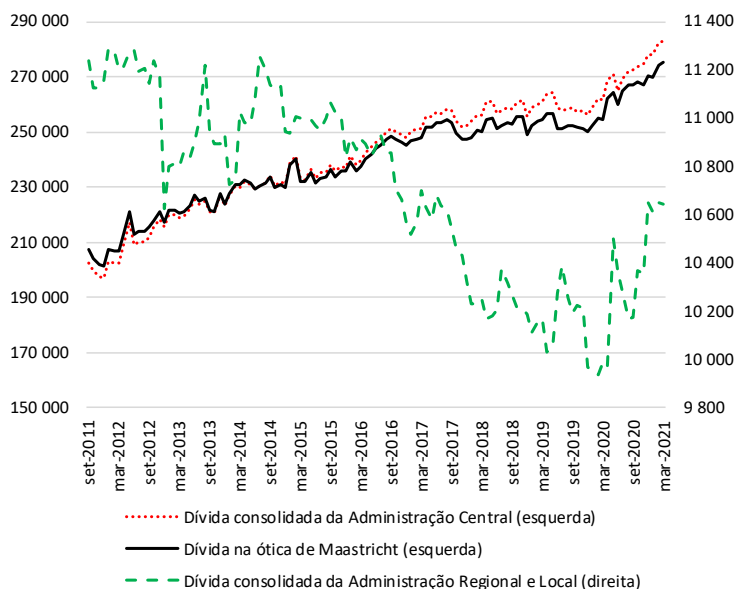
(milhões de euros e percentagem)

	Dívida de Maastricht (1)=2+3+4	Numerário e depósitos (2)	Empréstimos (3)	Títulos (4)	Numerário e depósitos (5)=(2)/(1)	Empréstimos (6)=(3)/(1)	Títulos (7)=(4)/(1)
	em M€				em % da dívida de Maastricht		
dez-2014	230 059	18 976	99 606	111 476	8,2	43,3	48,5
dez-2015	235 746	22 815	91 209	121 723	9,7	38,7	51,6
dez-2016	245 245	26 832	85 647	132 766	10,9	34,9	54,1
dez-2017	247 175	29 462	75 561	142 151	11,9	30,6	57,5
dez-2018	249 260	30 798	69 134	149 328	12,4	27,7	59,9
dez-2019	249 977	31 808	66 533	151 636	12,7	26,6	60,7
dez-2020	270 492	33 062	68 174	169 255	12,2	25,2	62,6
abr-2021	272 726	32 948	67 891	171 886	12,1	24,9	63,0

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

**44. Por subsectores, a dívida pública de Maastricht no final de março de 2021 evidenciou um acréscimo homólogo determinado, essencialmente, pelo contributo da Administração Central.<sup>14</sup>** No final de março de 2021, o montante da dívida consolidada dentro da Administração Central na ótica de Maastricht situou-se em 283,1 mil M€ (Gráfico 15), o que reflete um acréscimo homólogo de 21,7 mil M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o stock da dívida de Maastricht no final de março de 2021 (10,6 mil M€) foi superior ao registado no final do mês homólogo (10,0 mil M€). Numa perspetiva temporal mais alargada, verificou-se uma diminuição da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local desde 2011 até ao mínimo observado em fevereiro de 2020 (Gráfico 15), mês imediatamente anterior ao início dos efeitos da pandemia COVID-19. Adicionalmente, é de salientar que o stock da consolidação entre subsectores, os quais são objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de Maastricht das Administrações Públicas, subiu de 16,6 mil M€ no final de março de 2020 para 18,5 mil M€ no final de março de 2021. Tipicamente, a Administração Central é credora face à Administração Local e à Administração Regional.

**Gráfico 15 – Desagregação subsectorial da dívida de Maastricht**  
(em milhões de euros)



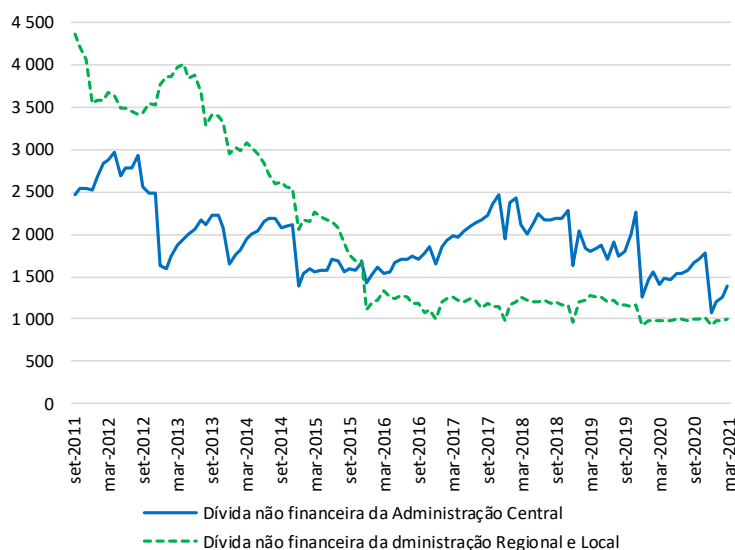
Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector.

<sup>14</sup> Neste relatório, o parágrafo relativo à dívida por subsector refere-se à definição de Maastricht, sendo que excluiu créditos comerciais. A Secção 3.4 mostra a decomposição subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

### 3.4 Dívida não financeira

**45. O valor da dívida comercial das Administrações Públicas no final de março de 2021 foi marginalmente inferior ao observado no final do mês homólogo.** A presente secção analisa a categoria designada como “dívida comercial” que, resumidamente, regista as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o aumento do stock de passivos comerciais num determinado ano é registado no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. Contudo, este endividamento não é incluído na definição de *Maastricht* de dívida pública. Com efeito, na transição do saldo em contabilidade nacional para a dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores dão origem a um ajustamento défice-dívida. No final de março de 2021, as Administrações Públicas apresentaram um stock de dívida comercial de 2383 M€ (Gráfico 16), o que reflete uma descida homóloga de 7 M€. A dívida comercial no final de março de 2021 representava cerca de 0,9% da dívida pública de *Maastricht* (também 0,9% no final do mês homólogo). Por subsectores, registou-se uma descida homóloga (23 M€) deste stock na Administração Central para 1390 M€, sendo ligeiramente atenuada pela subida (15 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 993 M€ no final de março de 2020).

**Gráfico 16 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas**  
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

## 4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

**46. Os dados da dívida pública, da dívida privada e da dívida externa são indicadores que se encontram interligados.** 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 das Administrações Públicas contraiu a maior parte da dívida externa de Portugal. A Caixa 2 explica os conceitos utilizados neste capítulo. O elevado rácio de dívida externa portuguesa no PIB representa, assim, um entrave ao financiamento da economia como um todo.

**47. Os fluxos acumulados, ano após ano, na capacidade (ou necessidade) de financiamento, aferida pela soma da balança corrente e da balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução da 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 incluem 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.

**48. 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.** Em termos genéricos, 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 aumentar (diminuir) o peso dos instrumentos de dívida na PII por contrapartida da diminuição (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PII.

**49. 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.** 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 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, pelo que há risco no capital investido.<sup>15</sup> Além disso, 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".

**50. 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. Adicionalmente, será também mais difícil a obtenção de novos financiamentos em conjunturas económicas adversas para os emitentes (*i.e.*, financiamento é mais instável do que no caso do financiamento obtido na categoria funcional de "investimento direto").

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

**51. A presente secção tem como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 26 de março de 2021 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional.** Os dados encontram-se na ótica das contas nacionais. É de realçar que dados podem apresentar diferenças face à publicação do Banco de Portugal relativa às balanças corrente e de capital, as quais encontram-se medidas na ótica da balança de pagamentos.<sup>16</sup>

**52. No ano 2020 a economia portuguesa registou uma capacidade de financiamento de 0,1% do PIB. O sector institucional das Administrações Públicas apresentou uma necessidade de financiamento (-5,7% do PIB), enquanto o sector privado evidenciou uma capacidade de financiamento (5,8%).** O saldo orçamental negativo das Administrações Públicas reflete a necessidade de financiamento (ou

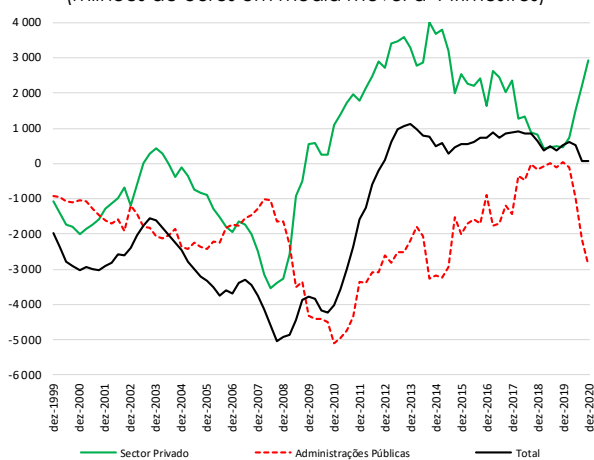
<sup>15</sup> Esta afirmação deve ser lida com cautela, pois o universo dos instrumentos de capital é heterogéneo e há fatores de valorização ou depreciação específicos de alguns capazes de os fazer mover em sentido contracíclico. Por exemplo, há segmentos de atividade económica a prosperar em plena 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>16</sup> A ótica das contas nacionais é utilizada por INE, Comissão Europeia e Eurostat, enquanto a ótica da balança de pagamentos é utilizada por Banco de Portugal, BCE, OCDE e FMI.

capacidade de financiamento se o saldo orçamental for positivo), o que tem implicações nos recursos gerados pela economia nacional como um todo. No ano 2020, Portugal apresentou capacidade de financiamento de 239 M€, desagregando-se entre -11,5 mil M€ no sector institucional das Administrações Públicas e 11,7 mil M€ no sector privado (Gráfico 17). Face ao ano anterior, observou-se uma deterioração da capacidade de financiamento da economia nacional como um todo, embora com evoluções opostas entre sectores institucionais: as Administrações Públicas apresentaram uma deterioração, enquanto as Famílias registaram uma melhoria expressiva. Esta evolução oposta entre sectores é determinada pela reação aos impactos e à incerteza decorrentes da pandemia COVID-19, ou seja, as Administrações Públicas registam genericamente perdas de receita fiscal e aumentos dos apoios às famílias e empresas, enquanto o sector institucional Famílias aumentou a poupança, por motivo de precaução face à elevada incerteza em 2020.<sup>17</sup> Na presente análise, o sector privado corresponde aos sectores institucionais Famílias, Sociedades Financeiras e Sociedades Não Financeiras.

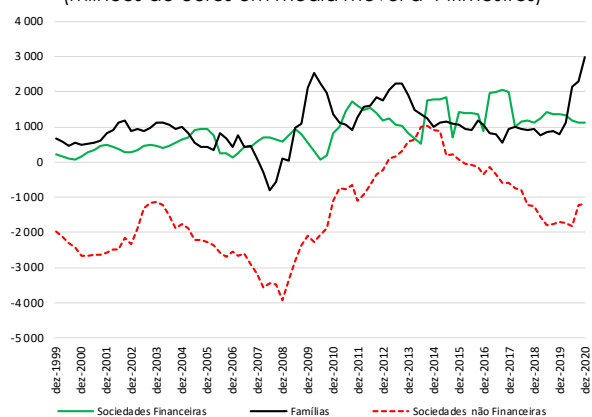
**53. Relativamente à decomposição institucional do sector privado, os sectores institucionais Sociedades Financeiras e Famílias apresentaram capacidade de financiamento, sendo que no caso das Famílias verifica-se o valor nominal mais elevado desde o início da série estatística. Em sentido oposto, o sector institucional Sociedades Não Financeiras apresentou necessidade de financiamento.** O sector institucional Famílias registou em 2020 capacidade de financiamento (Gráfico 18) no valor de 12,0 mil M€, o que corresponde a uma subida homóloga de 8,8 mil M€ e ao valor nominal mais elevado desde o início da série estatística em 1999. Quanto às Sociedades Não Financeiras, este sector institucional registou uma necessidade de financiamento em 2020 no montante de 4,8 mil M€, o que reflete uma melhoria homóloga de 2,0 mil M€. Relativamente à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta situou-se em 4,5 mil M€ em 2020, ficando abaixo do observado no ano anterior (5,5 mil M€).

**Gráfico 17 – 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 18 – 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).

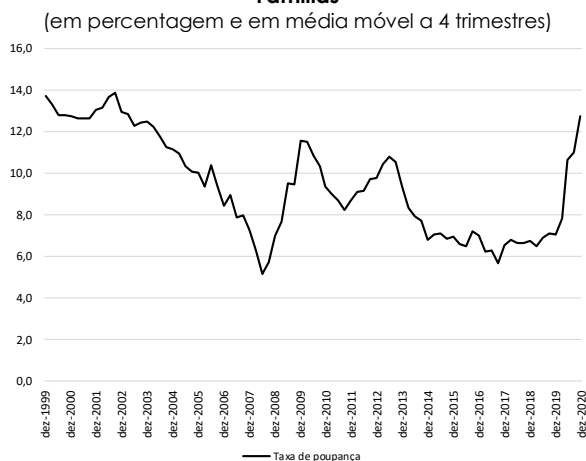
**54. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, aferida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, atingiu 12,8% em 2020, sendo o nível máximo desde o ano terminado no 1.º trimestre de 2003.** A taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 19) apresentava níveis baixos nos anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,7% durante o período 2015–2019. No entanto, em 2020 verificou-se uma alteração significativa do comportamento do sector institucional Famílias: uma descida do consumo nominal em 5,0%, acompanhado por um aumento de 1,0% no rendimento disponível, determinou uma subida abrupta da taxa de poupança, atingindo o valor nominal mais elevado (19,0 mil M€) desde o início da série estatística.

<sup>17</sup> É de salientar que o aumento em 2020 da capacidade de financiamento e da poupança do sector institucional Famílias reflete bastante heterogeneidade entre agregados familiares: uma parte das famílias manteve os rendimentos do trabalho e outras fontes, enquanto outras famílias enfrentaram descida dos rendimentos.



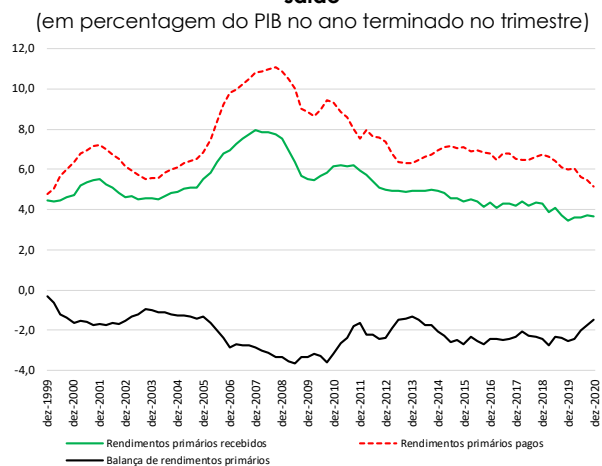
**55. O PIB nominal de Portugal tem sido, ano após ano, superior ao rendimento nacional bruto, o que é determinado pelo saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (resto do mundo). Em 2020, o saldo situou-se em -1,5%, sendo o registo máximo desde o ano 2014, o que significa que o diferencial entre PIB nominal e rendimento nacional bruto foi o mais baixo desde esse ano.** A diferença entre o PIB nominal e o rendimento nacional bruto corresponde ao saldo da balança de rendimentos primários. Em termos genéricos, os rendimentos primários correspondem à remuneração dos fatores produtivos, trabalho, terra e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. Em 2020, o peso do saldo dos rendimentos primários igualou o máximo desde o ano 2014 (-1,5% do PIB). É de referir que os montantes de rendimentos pagos incluem juros da dívida externa portuguesa, os quais têm beneficiado do nível das taxas de juros (Gráfico 20).

**Gráfico 19 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias**



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

**Gráfico 20 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo**



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

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

**56. Entre o final do 1.º trimestre de 2020 e o final do 1.º trimestre de 2021, registou-se uma diminuição da dívida externa em valor nominal, o que contribuiu para melhorar a Posição de Investimento Internacional (PII) no mesmo período. No entanto, em percentagem do PIB, a evolução foi desfavorável devido à recessão económica do ano terminado no 1.º trimestre de 2021, o que se refletiu num aumento do rácio da dívida externa e numa deterioração do da PII.** A dívida externa líquida é a principal componente da PII, sendo que os seus instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.<sup>18</sup> O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB subiu de 84,3% no final do 1.º trimestre de 2020 para 87,6% no final do 1.º trimestre de 2021 (Gráfico 21). A dívida externa do sector institucional Administrações Públicas aumentou 5,7 p.p. do PIB, situando-se em 70,1% do PIB no final do 1.º trimestre de 2021.<sup>19</sup> Relativamente aos restantes sectores institucionais, estes diminuíram a sua exposição aos credores não residentes, apesar da deterioração do efeito denominador. O rácio foi de 17,5% do PIB nominal no final do 1.º trimestre de 2021, o que passou a constituir o mínimo desde o final do ano 2015. Em valor nominal, o valor líquido da dívida externa de Portugal passou de 180,2 mil M€ para 175,6 mil M€ entre o final do 1.º trimestre de 2020 e o do 1.º trimestre de 2021. O aumento da dívida externa das Administrações Públicas (de 137,6 mil M€ para 140,5 mil M€) foi mais do que compensado pela descida nos restantes sectores institucionais (7,5 mil M€).

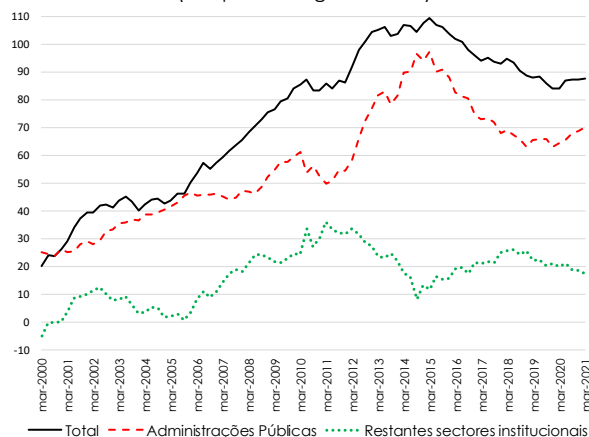
**57. Consequentemente, registou-se uma evolução negativa da PII em percentagem do PIB, permanecendo fortemente negativa, passando de -99,5% do PIB no final do 1.º trimestre de 2020 para**

<sup>18</sup> A PII é formada pelas categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto”, “outro investimento”, “ativos de reserva” e “derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados”.

<sup>19</sup> No entanto, é de salientar que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que, por sua vez, é direcionado para o financiamento do sector institucional Administrações Públicas.

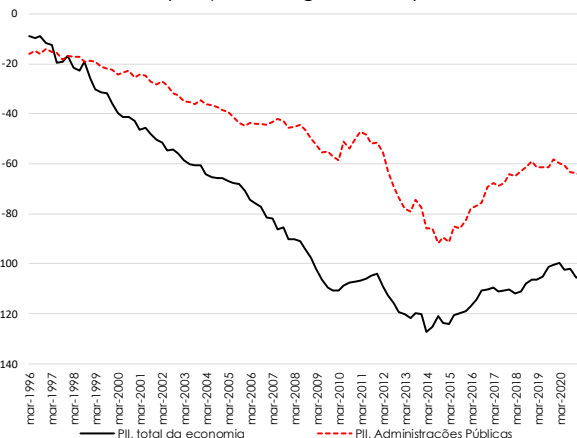
– 100,5% no final do 1.º trimestre de 2021.<sup>20</sup> O sector das Administrações Públicas, que detém a posição negativa mais significativa (Gráfico 22), deteriorou o valor nominal de 127,6 mil M€ para 129,9 mil M€, sendo esta evolução mais do que compensada pela pelos restantes sectores institucionais (de – 85,1 M€ para – 80,7 mil M€). A PII agregada permanece, em percentagem do PIB, abaixo dos rácios apurados até à crise iniciada em 2008. As fontes de dados utilizadas foram as séries da dívida externa e da PII divulgadas pelo Banco de Portugal (numerador do rácio) e a série do PIB nominal mais recente divulgada pelo INE (denominador do rácio).

**Gráfico 21 – Dívida externa líquida**  
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

**Gráfico 22 – 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,

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

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 realçar que o peso destes fluxos, que se foram acumulando ao longo dos anos passados, condicionam o

<sup>20</sup> É de referir 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.

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,

$$PII_t = PII_{t-1} + Balança\ Financeira_t + \Delta Preço_t + \Delta Cambial_t + Outros\ ajustamentos_t \quad (7)$$

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>