

Relatório UTAO n.º 14/2023

Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: setembro de 2023

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

10 de outubro de 2023

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: setembro de 2023

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 14/2023

Data de publicação: 10 de outubro de 2023

Data-limite para incorporação de informação: 2 de outubro de 2023

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

Índice Geral

Índice Geral.....	i
Índice de Gráficos.....	i
Índice de Caixas.....	i
Índice de Tabelas.....	ii
Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos.....	ii
Sumário.....	1
1 Introdução.....	5
2 Dívida soberana na Área do Euro.....	6
2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana.....	6
2.2 Decisões de política monetária do BCE.....	10
3 Evolução da dívida pública.....	13
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>	24
3.4 Dívida não financeira.....	27
4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa.....	28
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo).....	29
4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (<i>stock</i>).....	31

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal.....	7
Gráfico 2 – Evolução diária em setembro de 2023 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa.....	9
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa.....	9
Gráfico 4 – Peso das obrigações dos governos centrais no ativo dos bancos centrais.....	10
Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a agosto de 2023.....	12
Gráfico 6 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro: fevereiro de 1999 a agosto de 2023.....	12
Gráfico 7 – <i>Stock</i> conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro.....	19
Gráfico 8 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro.....	20
Gráfico 9 – Variação homóloga dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro.....	21
Gráfico 10 – Perfis anuais de amortização.....	22
Gráfico 11 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro.....	23
Gráfico 12 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i>	26
Gráfico 13 – Dívida pública portuguesa detida por credores residentes e por não residentes.....	27
Gráfico 14 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes.....	27
Gráfico 15 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas.....	27
Gráfico 16 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado.....	30
Gráfico 17 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado.....	30
Gráfico 18 – Taxa de investimento das famílias.....	30
Gráfico 19 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias.....	31
Gráfico 20 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo.....	31
Gráfico 21 – Dívida externa líquida.....	32
Gráfico 22 – Posição de investimento internacional.....	32

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 <i>stock</i> e variáveis de fluxo.....	32

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) para títulos com maturidade a 10 anos.....	6
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos	8
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.....	25

Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

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

Sumário

Em termos históricos, tem-se registado uma subida das taxas de rentabilidade dos títulos da dívida pública desde o final de 2021. De entre os oito países seguidos nesta coleção, Grécia e Itália foram os países que enfrentaram os maiores acréscimos. Mais recentemente, entre 1 de janeiro e 21 de setembro de 2023, Grécia, Itália e Portugal registaram uma queda nas taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos, enquanto Alemanha, França, Bélgica, Espanha e Irlanda registaram uma subida das suas taxas de rentabilidade para títulos a 10 anos. No entanto, nos primeiros 21 dias de setembro de 2023 assistiu-se a uma subida das taxas de rentabilidade destes títulos para todos os países acompanhados.

Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos, medidos pelo diferencial de rentabilidade face ao título alemão, diminuíram no período compreendido entre 1 de janeiro e 21 de setembro de 2023. Nesta data, os oito países elencados registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2022, com exceção da França que registava um valor idêntico. Entre 1 de janeiro e 21 de setembro de 2023, Portugal registou uma diminuição do prémio de risco de 28,8 p.b., sendo a terceira maior descida de entre os oito países acompanhados.

Entre 33 países da OCDE, Portugal é o Estado-Membro com maior peso da dívida soberana detida pelo respetivo banco central. O facto ajuda a explicar a descida progressiva do prémio de risco face às obrigações da mesma maturidade de Grécia, Itália e Espanha e a aproximar-se em 2023 dos prémios exigidos pelos investidores institucionais para comprar obrigações de Bélgica e França.

Em 21 de junho de 2023, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2022 para as maturidades a dois e cinco anos; e próxima daquela nas maturidades mais longas (10 e 30 anos).

As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em setembro de 2023 registaram uma ligeira redução da taxa de juro nas maturidades a nove e 12 anos. Em sentido contrário, e relativamente a maturidades mais curtas, as emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas em julho de 2023, foram asseguradas a taxas de juro superiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior.

As mais recentes decisões de política monetária, tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) em 14 de setembro de 2023, destacando-se o aumento em 25 p.b. das três taxas de juro diretas do BCE. Salienta-se que, na anterior reunião de política monetária, o Conselho do BCE decidiu também fixar a remuneração das reservas mínimas obrigatórias em 0%, e assim continua. 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 foram agora aumentadas para 4,50%, 4,75% e 4,00%, respetivamente, com efeitos a partir de 20 de setembro de 2023. No que respeita ao programa de compra de ativos (Asset Purchase Programme — APP) o valor da carteira está a diminuir, uma vez que o Eurosystema deixou de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito deste programa. Relativamente ao Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP a decisão foi de continuar a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos até, pelo menos, final de 2024.

Desde a criação da moeda única, a taxa de inflação da Área do Euro (taxa de variação da média móvel a doze meses) apenas superou os 2,5% em três períodos, num total de cerca de 46 meses. Com o eclodir da crise financeira de 2008, a volatilidade da inflação tornou-se muito mais acentuada. Mais recentemente, a inflação da Área do Euro apresentou uma trajetória de crescimento acentuado, até fevereiro de 2023, altura em que registou um máximo. Desde março de 2023, regista ligeiras contrações, mantendo-se, contudo, elevada.

As anteriores decisões de política monetária do Conselho do BCE, com os sucessivos aumentos das taxas de juro, estão a repercutir-se nas condições de financiamento e na economia da Área do Euro. O custo de endividamento aumentou, as condições de financiamento são cada vez mais restritivas e o crescimento dos empréstimos abrandou, o que contribui para conter a procura agregada de bens e serviços. Neste sentido, os especialistas do BCE reviram em baixa as projeções para o crescimento económico.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado, nos primeiros sete meses de 2023 as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria), mantiveram-se próximas do registado no período homólogo de 2022. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada no período janeiro a julho de 2023 foi idêntica à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 1118 M€, mais 4 M€ do que o despendido em igual período de 2022. A execução de garantias no período em análise registou valores mais relevantes do que o histórico, 83 M€.

No período compreendido entre janeiro e julho de 2023, a grande maioria da despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino as EPR, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos. Com efeito, o total de despesa efetuada em dotações de capital (940 M€) destinou-se a EPR, com a seguinte distribuição por entidade: Infraestruturas de Portugal, S.A. (935,6 M€) e EDIA – Empresa de Desenvolvimento e Infraestruturas do Alqueva, S.A. (4,5 M€). No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros sete meses de 2023 ascendeu a 116 M€.

Face aos valores orçamentados no OE/2023, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros sete meses de 2023 o Estado financiou-se num montante correspondente a 26,8% do previsto para o conjunto do ano. Para o conjunto do ano

2023, o OE aprovado prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, acima da execução de 2022, prevendo-se uma ligeira deterioração do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros significativamente superior.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de agosto de 2023 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2022, maioritariamente em resultado do aumento nos stocks de dívida não titulada, em particular Certificados de Aforro, e dos empréstimos SURE e PRR. Em termos mensais, em agosto de 2023 também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sob a forma de dívida titulada, dívida não titulada e contas margem.

No período janeiro a agosto de 2023, registou-se um aumento na despesa com juros e outros encargos da dívida, quer em termos brutos quer em termos líquidos. As comissões pagas neste período também foram superiores às suportadas no período homólogo (53 M€ no período janeiro a agosto de 2022 e 90 M€ entre janeiro e agosto de 2023). Em termos líquidos, isto é, descontando o efeito de juros recebidos de aplicações financeiras, também se registou um aumento homólogo desta despesa, ainda que os juros recebidos pelo Estado de aplicações financeiras tenha sido maior em 2023.

Em agosto de 2023, o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou um crescimento face ao mês homólogo, alcançando um novo máximo histórico, mas com uma composição diferente. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 33 868 M€ em agosto de 2023, refletindo uma subida homóloga de 19 959 M€. Ainda que o stock vivo de Certificados do Tesouro apresente uma trajetória descendente nos últimos vinte e dois meses (desde novembro de 2021), em termos globais regista-se uma tendência de crescimento no montante de dívida pública portuguesa detida pelo sector institucional das famílias. Esta evolução foi o reflexo das taxas de juro mais atrativas que estes instrumentos apresentaram, face a outros instrumentos de poupança existentes no mercado com nível de risco idêntico.

O perfil de amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os próximos dez anos, mantém-se elevado, exigindo um grande volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá, necessariamente, em futuras operações de refinanciamento da dívida pública.

O peso da dívida pública na ótica de "Maastricht" no PIB situou-se em 110,1% do PIB no final do 2.º trimestre de 2023, o que reflete uma redução de 11,8 p.p. face ao final do trimestre homólogo. Esta variação é o resultado de dois contributos: o efeito denominador (- 11,5 p.p.) decorrente da recuperação do PIB nominal e o efeito numerador (- 0,2 p.p.).

Excluindo os depósitos na dívida de "Maastricht", o rácio da dívida pública ficou em 100,4% do PIB no final do 2.º trimestre de 2023, sendo inferior ao verificado no final do trimestre homólogo (107,9%). Esta redução foi determinada pela melhoria (- 10,4 p.p.) do denominador (PIB nominal), a qual foi parcialmente compensada pelo aumento (1,1 p.p.) do numerador (dívida pública líquida de depósitos).

Em valor nominal, a dívida pública ascendeu a 280,9 mil M€ no final de julho de 2023, o que reflete um aumento homólogo de 1950 M€. Adicionalmente, a dívida de "Maastricht" líquida de depósitos subiu entre o final de julho de 2022 (253,9 mil M€) e o final de abril de 2023 (255,7 mil M€), refletindo um acréscimo de 1820 M€. Os ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas situaram-se em 25,2 mil M€ no final de julho de 2023, o que reflete uma variação de 131 M€.

Ao longo do último ano verificou-se um aumento do peso do instrumento "numerário e depósitos" (de 12,5% do total da dívida pública para 17,7% no final de julho de 2023) decorrente da subscrição de Certificados de Aforro, por contrapartida da redução do peso do instrumento "títulos". Apesar desta alteração homóloga, o instrumento "títulos" permanece como o principal instrumento de financiamento da dívida pública portuguesa (sendo passado de 62,2% para 57,3% da dívida pública total).

Quanto à dívida comercial das Administrações Públicas, este passivo situou-se em 2671 M€ no final de junho de 2023, o que equivale a 1,0% do stock da dívida de "Maastricht". Em termos homólogos, observou-se uma diminuição de 324 M€.

No ano terminado no 2.º trimestre de 2023, a economia portuguesa evidenciou uma capacidade de financiamento de 1,6% do PIB. Este resultado deve-se ao contributo do sector privado (1,6% do PIB), visto que o sector das Administrações Públicas registou um saldo próximo de zero (0% do PIB).

A taxa de investimento das Famílias, aferida pelo rácio entre a formação bruta de capital e o rendimento disponível, desceu para 5,9% no ano terminado no 2.º trimestre de 2023, mantendo-se em níveis próximos do mínimo observado em setembro de 2013 (4,4%), mas significativamente abaixo do máximo em junho de 2000 (12,8%). A habitação é a principal aplicação de investimento das Famílias.

A taxa de poupança do sector institucional Famílias, aferida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, situou-se em 5,7% no ano terminado no 2.º trimestre de 2022, o que corresponde a níveis próximos do mínimo da série estatística, observado em junho de 2008 (5,1%).

A dívida externa líquida em valor nominal diminuiu entre o final do 2.º trimestre de 2022 (169,0 mil M€) e o final do 2.º trimestre de 2023 (154,7 mil M€), o que representa uma melhoria para a Posição de Investimento Internacional (PII). Em percentagem do PIB, a evolução foi favorável devido ao contributo do efeito numerador (valor nominal

da dívida externa) e ao efeito denominador (PIB nominal). Face ao final do ano 2022, o principal contributo favorável decorre do efeito preço dos ativos/passivos que se encontram na PII.

Consequentemente, o rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 73,4% no final do 2.º trimestre de 2022 para 60,8% no final do 2.º trimestre de 2023. Este resultado foi determinado, essencialmente, pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 10,9 p.p. do PIB, ficando em 43,4% do PIB no final do 2.º trimestre de 2023.

É de referir que a dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurosystema não é classificada como dívida externa. O stock de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal ascendeu a 72,5 mil M€ no final de julho 2023, o que compara com o valor de 1,7 mil M€ no final de 2014, ano anterior ao início do programa de compras de ativos.

Com efeito, registou-se um aumento da PII em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa, passando de -89,4% do PIB no final do 2.º trimestre de 2022 para -76,9% no final do 2.º trimestre de 2023. A dívida externa líquida de Portugal persiste como principal fonte de financiamento da economia portuguesa, dado que é a principal componente da PII.

1 Introdução

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

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

3. Sempre que apropriado, a variação dos agregados financeiros em 2023 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2022 e com os valores previstos para o conjunto do ano 2023 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/2023). 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 setembro de 2023, pese embora nem todas as variáveis apresentem a mesma data de corte. O presente relatório tem como horizonte temporal de referência o período janeiro a setembro de 2023, apresentando, contudo, dados com diferentes datas de fecho. Para cada variável analisada, foi utilizada a informação mais recente à data-limite para incorporação de dados neste relatório. Assim, no caso do Capítulo 2, a Secção 2.1, que aborda os mercados da dívida soberana, usou a informação disponível até 21 de setembro de 2023 e a Secção 11 dá conta das mais recentes decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tomadas na reunião de 14 de setembro de 2023. Esta secção mostra as taxas de inflação na Área do Euro, tendo a última extração de dados ocorrido em 20 de setembro de 2023. Relativamente ao Capítulo 3, que versa sobre a restrição de tesouraria do Estado e a dívida pública nas duas óticas contabilísticas, o período de referência é janeiro a julho de 2023 relativamente à restrição de tesouraria do Estado e janeiro a agosto para a evolução da dívida direta do Estado e despesa com juros. No tocante às análises que respeitam às operações de emissão e amortização de dívida pública, foi possível incorporar informação disponibilizada até 30 de setembro de 2023. Nas Secções 3.3 e §39, foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal para o *stock* da dívida pública. A análise nas mesmas tem por referência momentos distintos em função da disponibilidade dos dados: o rácio da dívida pública em percentagem do PIB — junho de 2023, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — julho de 2023 e o valor nominal desagregado por subsector emissor e detentor institucional — julho de 2023. Por fim, no Capítulo 4 foram utilizados dados das contas nacionais trimestrais mais recentes por sector institucional, divulgadas pelo INE em 22 de setembro de 2023 (2.º trimestre de 2023), e da Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa (2.º trimestre de 2023) divulgadas em 18 de agosto de 2023 pelo Banco de Portugal.

5. O relatório encontra-se estruturado em quatro capítulos. O Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com destaque para a evolução mais recente, ou seja, a que aconteceu até 21 de setembro de 2023. 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 emissores e sectores institucionais detentores — e ainda o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços. Por fim, o Capítulo 4 informa o leitor sobre o financiamento da economia portuguesa, decompondo entre sectores público e privado. Uma caixa encerra o relatório, para explicar os conceitos de contas externas usados no Capítulo 4.

2 Dívida soberana na Área do Euro

6. Este capítulo encontra-se organizado em duas secções. A Secção 2.1 apresenta indicadores de rentabilidade e prémio de risco da dívida pública portuguesa e de uma seleção de Estados-Membros (EM) da união monetária europeia. A Secção 11 dá conta das mais recentes decisões de política monetária tomadas pelo Eurosystema até à data de fecho do presente relatório.

2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

7. Em termos históricos, os países emitentes elencados na Tabela 1 registaram uma subida das taxas de rentabilidade dos títulos da dívida pública desde o final de 2021. Grécia e Itália foram os países que enfrentaram os maiores acréscimos. Entre 1 de janeiro e 21 de setembro de 2023, Grécia, Itália e Portugal registaram uma queda nas taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos, enquanto Alemanha, França, Bélgica, Espanha e Irlanda registaram uma subida das suas taxas de rentabilidade para títulos a 10 anos. No entanto, nos primeiros 21 dias de setembro de 2023 assistiu-se a uma subida das taxas de rentabilidade destes títulos para todos os países elencados na Tabela 1. Em 21 de setembro de 2023, Portugal, Grécia e Itália registavam taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos inferiores às que haviam sido alcançadas no final de dezembro de 2022: Portugal (-0,12 p.p.), Grécia (-0,43 p.p.), Itália (-0,16 p.p.). Em sentido oposto, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha registavam nesta data taxas de rentabilidade dos seus títulos soberanos emitidos a 10 anos superiores ao verificado no final de 2022: Espanha (+0,15 p.p.), Irlanda (+0,06 p.p.), Bélgica (+0,16 p.p.), França (+0,17 p.p.) e Alemanha (+0,17 p.p.). Contudo, nos primeiros 21 dias de setembro de 2023, todos os países elencados na Tabela 1 registavam subidas significativas nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos: Portugal (+0,29 p.p.), Grécia (+0,37 p.p.), Itália (+0,42 p.p.), Espanha (+0,32 p.p.), Irlanda (+0,29 p.p.), Bélgica (+0,28 p.p.), França (+0,30 p.p.) e Alemanha (+0,27 p.p.). A 21 de setembro, três dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rentabilidade superiores aos 3,46% dos títulos portugueses, encontrando-se nesta condição os títulos de Itália (4,54%), Grécia (4,13%) e Espanha (3,79%).

Tabela 1 – Taxas de rentabilidade (yield) para títulos com maturidade a 10 anos

(em percentagem e em pontos percentuais)

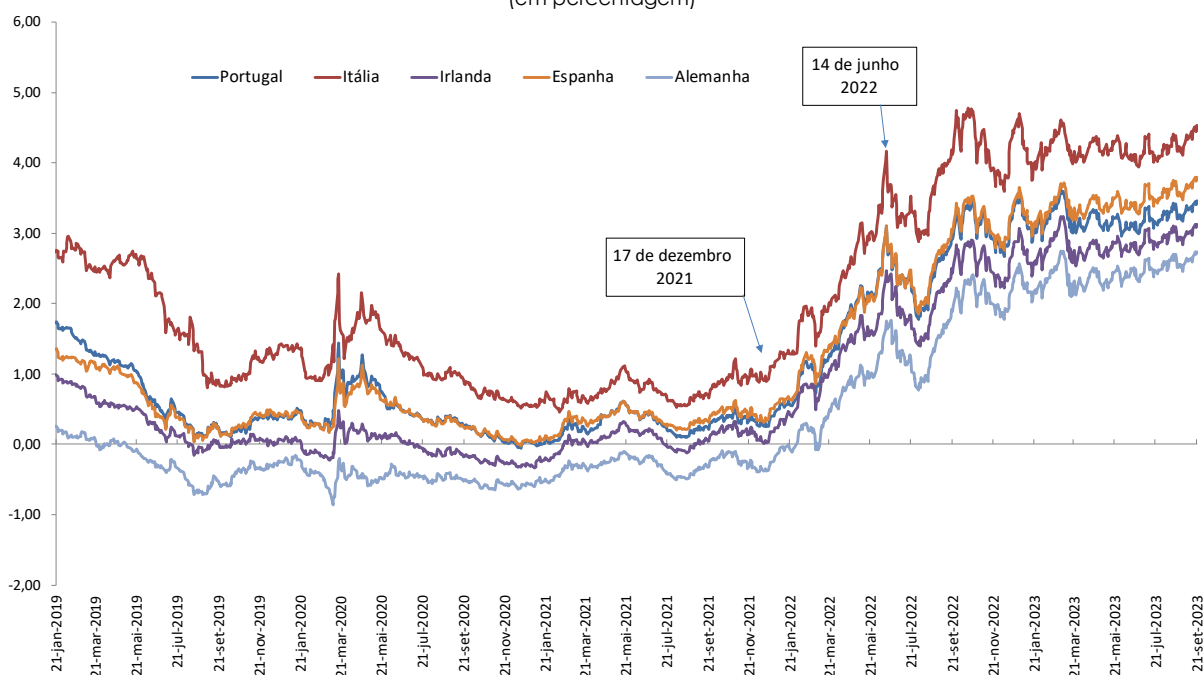
	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	31 dez. 2020	30 dez. 2021	30 dez. 2022	31 ago. 2023	21 set. 2023	Variação entre 31/ago. e 21/set. (em p.p.)	Variação desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,50	3,75	1,91	1,71	0,43	0,03	0,46	3,58	3,17	3,46	0,29	-0,12
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,62	1,31	4,57	3,77	4,13	0,37	-0,43
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,54	1,17	4,70	4,11	4,54	0,42	-0,16
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	3,48	3,79	0,32	0,15
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,29	0,24	3,08	2,84	3,13	0,29	0,06
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,39	0,18	3,21	3,08	3,37	0,28	0,16
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,34	0,19	3,11	2,98	3,28	0,30	0,17
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,56	2,46	2,73	0,27	0,17

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

8. Desde o final de dezembro de 2021, tem-se vindo a registar um movimento de subida nas taxas de rentabilidade da dívida soberana na Área do Euro. Após a reunião extraordinária do BCE, ocorrida a 15 de junho de 2022, assistiu-se a um movimento de contração destas taxas de rentabilidade, revertido para subida menos de dois meses depois. Em 2023, assistiu-se a uma estabilização das taxas de rentabilidade da dívida soberana em torno de um nível relativamente elevado. Após um período de contração, que se iniciou no segundo trimestre de 2021, as taxas de rentabilidade das dívidas soberanas mantiveram-se em níveis relativamente baixos até ao final de 2021 (Gráfico 1). Com efeito, em 17 de dezembro de 2021, de entre os oito países elencados na Tabela 1, três registaram taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos negativas: Alemanha (-0,38%), Bélgica (-0,04%) e França (-0,03%). Dos restantes países, apenas a Grécia enfrentava taxas de rentabilidade superiores à unidade: Irlanda (0,02%), Portugal (0,25%), Espanha (0,33%), Itália (0,89%) e Grécia (1,19%). Após esta data, iniciou-se um movimento de subida das taxas de juro da dívida soberana. Apenas duas semanas depois, no final de 2021,

somente a Alemanha mantinha taxas de rendibilidade negativas para os títulos soberanos a 10 anos (Tabela 1). O primeiro semestre de 2022 (até 14 de junho) caracterizou-se por uma tendência de crescimento das taxas de juro das dívidas soberanas. No dia 15 de junho de 2022, realizou-se uma reunião extraordinária do Conselho do BCE, face ao agravamento dos juros das dívidas soberanas dos países da Área do Euro. No dia 14 de junho de 2022, a Alemanha registou uma *yield* de 1,75% para os seus títulos a 10 anos, o que representou um novo máximo desde 22 de janeiro de 2014. No caso de Portugal, em 14 de junho de 2022 a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendeu a 3,10%, sendo necessário recuar até 14 de julho de 2017 para encontrar um nível superior. Na sequência da reunião *ad hoc* do Conselho do BCE, ocorrida a 15 de junho de 2022, assistiu-se a um movimento de redução das *yields* a 10 anos, tal como ilustrado no Gráfico 1 abaixo. Este movimento foi interrompido no início de agosto de 2022, iniciando-se um período de subida acentuada das taxas de rendibilidade que durou até 7 de novembro de 2022, altura em que se registou um máximo. Após esta data, as taxas de rendibilidade têm-se mantido relativamente elevadas, denotando uma tendência ligeiramente crescente no segundo semestre de 2023. Com efeito, a 21 de setembro de 2023 a Alemanha registou uma *yield* de 2,73% para os seus títulos a 10 anos, o que representa uma subida de 0,35 p.p. desde 30 de junho de 2023. De igual forma, os restantes países elencados na Tabela 1 e no Gráfico 1 abaixo acompanharam esta evolução. No caso de Portugal, em 21 de setembro de 2023 a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendia a 3,46%, registando uma subida de 0,35 p.p. desde 30 de junho de 2023.

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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

9. Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos diminuíram no período compreendido entre 1 de janeiro e 21 de setembro de 2023. Nesta data, os países elencados na Tabela 2 registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2022, com exceção da França que registava um valor idêntico. 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 no período 1/janeiro – 21/setembro de 2023, para a generalidade dos Estados-Membros em análise. Os países listados na Tabela 2, com exceção da França, apresentaram uma redução dos seus prémios de risco face ao nível registado no início de 2023. Grécia, Itália, Portugal e Irlanda registavam, em 21 de setembro, as reduções mais significativas nos prémios de risco, face ao início do ano: – 60,2, – 33,1, – 28,8, – 11,5 p.b., respetivamente. França, Bélgica e Espanha apresentavam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana próximos dos registados no início do ano (variações de 0,00, – 1,3 e – 2,4 p.b., respetivamente). Em termos relativos, no final de 2015 Portugal apresentava o segundo nível mais elevado, de entre as sete dívidas observadas, com 188 p.b., posição que mantinha no final de 2016,

com 354 p.b.. Nos anos seguintes, o prémio de risco da dívida italiana ultrapassou o da dívida portuguesa. No final de 2022, Portugal ocupava o quarto lugar entre os países com maior prémio de risco (101 p.b.), abaixo de Itália (213 p.b.), da Grécia (200 p.b.) e da Espanha (108 p.b.). Entre 1 de janeiro e 21 de setembro de 2023, Portugal registou uma diminuição do prémio de risco em 28,8 p.b., sendo a terceira maior descida de entre todos os países elencados na Tabela 2. Apenas Grécia e Itália registaram diminuições no prémio de risco dos títulos a 10 anos superiores à portuguesa. Com efeito, em 21 de setembro de 2023 o prémio de risco da dívida portuguesa valia 73 p.b., um valor inferior ao de Espanha (106 p.b.), e muito inferior aos de Itália (180 p.b.) e Grécia (140 p.b.) — ver Tabela 2.

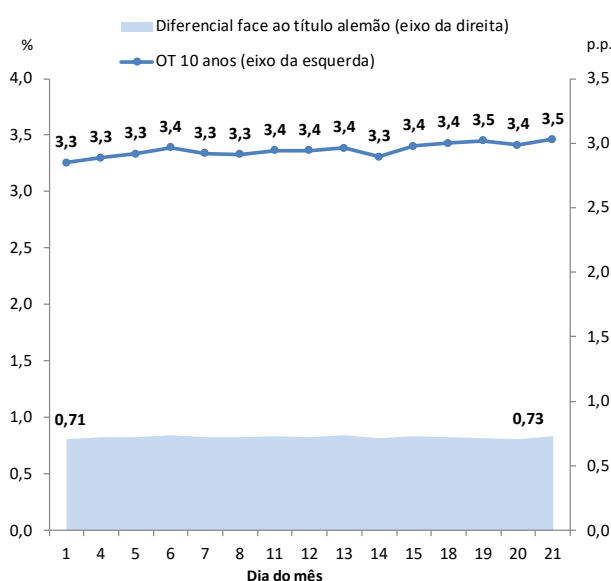
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos
(em pontos-base)

	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	31 dez. 2020	30 dez. 2021	30 dez. 2022	31 ago. 2023	21 set. 2023	Varição entre 31/ago. e 21/set. (em p.b.)	Varição desde o início do ano (em p.b.)
Portugal	188	354	149	148	62	60	64	101	71	73	1,9	-28,8
Grécia	766	690	369	416	161	119	150	200	130	140	9,6	-60,2
Itália	97	161	158	250	160	111	135	213	165	180	15,1	-33,1
Espanha	114	118	113	117	65	62	74	108	102	106	4,4	-2,4
Irlanda	52	54	24	66	30	28	42	51	37	40	2,2	-11,5
França	36	48	36	47	30	23	38	54	52	54	2,4	0,0
Bélgica	34	32	20	53	27	18	36	64	62	63	0,9	-1,3

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

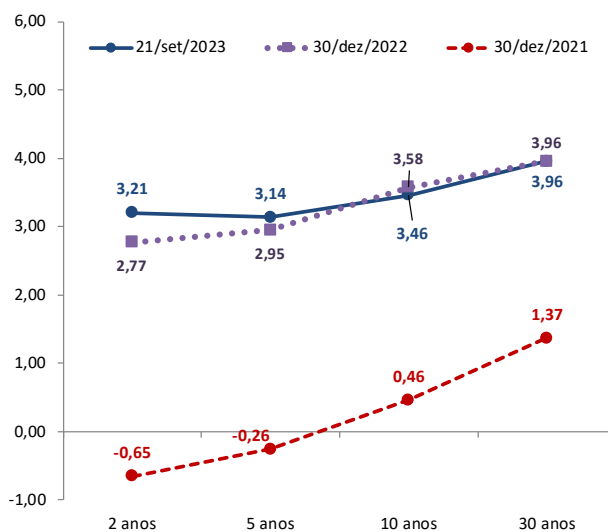
10. Em 21 de setembro de 2023, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2022, nas maturidades a 2 e 5 anos. Nas maturidades mais longas, 10 e 30 anos, é praticamente coincidente com a registada no final de 2022. Em 21 de setembro de 2023, a posição da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da curva de rendimentos verificada no final de 2022, para as maturidades de 2 e 5 anos. Nas maturidades mais longas, 10 e 30 anos, não regista diferenças significativas. Quando comparada com a curva de rendimentos registada no final de 2021, a situação atual evidencia uma subida significativa em todas as maturidades (Gráfico 3). No período compreendido entre 31 de dezembro de 2022 e 21 de setembro de 2023, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se ligeiramente para cima, nas maturidades a 2 e 5 anos, refletindo um ligeiro aumento das respetivas taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa neste período. Tendo como perspetiva um período mais alargado, é de referir que a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa registada atualmente é muito superior à do final de 2021. No final de 2021 os títulos da dívida portuguesa com maturidade a dois e a cinco anos registavam taxas de rendibilidade negativas (-0,65% e -0,26%, respetivamente), pontos dos quais se distancia significativamente no final de setembro de 2023. Nas maturidades a dois e a cinco anos, as taxas de rendibilidade da dívida portuguesa passaram a registar valores positivos a partir de 6 de abril e 3 de fevereiro de 2022, respetivamente.

Gráfico 2 – Evolução diária em setembro de 2023 da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

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

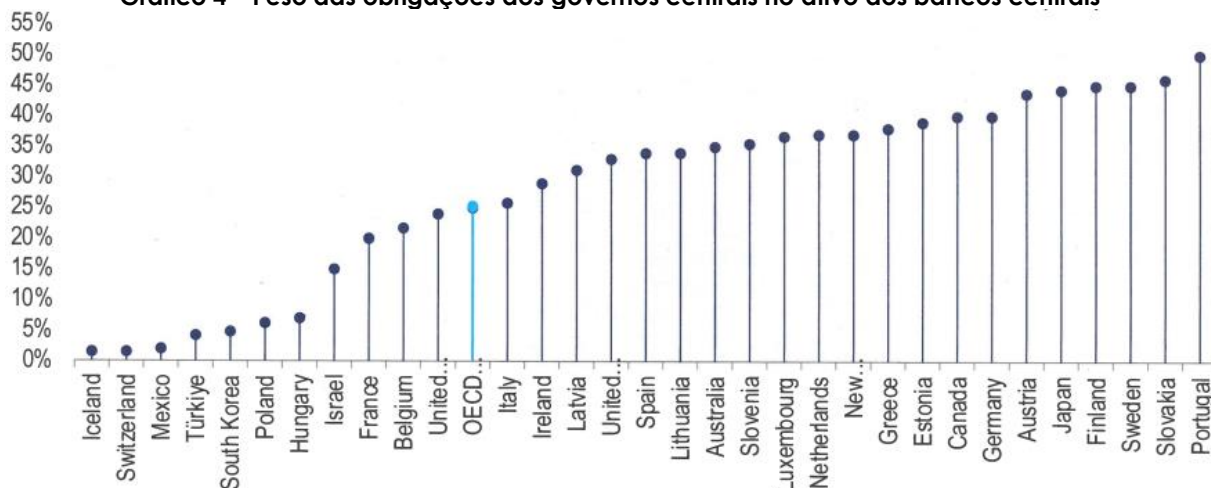


Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

11. A percentagem de obrigações do governo central na posse do banco central influencia e percepção de risco por parte dos investidores. A resposta dos bancos centrais à crise das dívidas soberanas que se começou a desenhar em 2012 levou, a partir de 2015, à acumulação no ativo dos bancos centrais de uma percentagem expressiva da dívida obrigacionista emitida pelos governos centrais.¹ O Gráfico 4 compara 33 EM da OCDE em meados de 2022. É curioso notar como Portugal se destaca: é o país cujo banco central detém a maior percentagem e esta é francamente alta: cerca de 50%. A média da OCDE ronda 25%. Os três países com *spread* maior do que o português no último ano e meio (ver Tabela 2) apresentam os seguintes pesos: Itália, 26%; Grécia, 38%; Espanha, 34%. Ora, tudo o resto igual, quanto maior for o rácio no Gráfico 4, maior é a cobertura do risco de depreciação dos títulos assumida pelos bancos centrais e menor é o risco assumido pelos demais investidores sobre a dívida total obrigacionista. *Ceteris paribus*, portanto, as obrigações da República Portuguesa colocadas junto de investidores institucionais gozam de uma maior cobertura do risco de preço do que as dos demais emitentes. A par de outras razões, este facto ajuda a explicar a descida dos prémios de risco das OT nacionais face às OT dos três países acima identificados.

¹ Foi o famoso discurso "whatever it takes" de Mario Draghi em 26/07/2012, o então governador do BCE, que marcou o início da inflexão na orientação da política monetária na Área do Euro e levou, nos anos seguintes, à compra deliberada e expressiva de títulos de dívida pública no mercado secundário por parte dos bancos do Eurosystem. A mensagem que ainda hoje perdura daquela intervenção em Londres foi: "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough". O primeiro programa de compra de obrigações soberanas começou em 2015. A cronologia atualizada deste e de outros programas de compra de ativos está disponível em <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#pspp>.

Gráfico 4 – Peso das obrigações dos governos centrais no ativo dos bancos centrais



Fonte: DI NOIA, Carmine (2023), *Public debt challenges: a market's perspective*, OECD, apresentação no seminário "The new economic governance", Parlamento italiano, Roma, 5 e 6 de outubro. | Nota: a fonte identifica um inquérito da OCDE como a origem dos dados, mas a UTAO não conseguiu aceder aos mesmos para replicar o gráfico — *OECD 2022 survey on primary market developments*, as of June 2022, Anexo A da seguinte publicação: OECD (2023), *OECD sovereign borrowing outlook 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/09b4cfba-en>.

2.2 Decisões de política monetária do BCE

12. As mais recentes decisões de política monetária, tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE), ocorreram a 14 de setembro de 2023, destacando-se o aumento em 25 p.b. das três taxas de juro diretoras do BCE. Salienta-se que na anterior reunião de política monetária o Conselho do BCE decidiu também fixar a remuneração das reservas mínimas obrigatórias em 0%. As decisões de política monetária são tomadas tendo em conta o mandato atribuído ao BCE e a manutenção da estabilidade de preços, cujo objetivo se traduz numa inflação de 2% no médio prazo; refletem a avaliação do Conselho do BCE das perspetivas de inflação, da dinâmica da inflação subjacente e da eficácia da transmissão da política monetária. Assim, assinalam-se, de seguida, as decisões do Conselho do BCE norteadoras da política monetária prosseguida atualmente pela instituição:

- **Aumento das três taxas de juro diretoras do BCE em 25 p.b..** 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 serão aumentadas para 4,50%, 4,75% e 4,00%, respetivamente, com efeitos a partir de 20 de setembro de 2023;
- **A carteira do programa de compra de ativos (Asset Purchase Programme — APP) continua a diminuir.** A partir de julho de 2023, o Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos a partir de julho de 2023, adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos — APP; no final de setembro de 2023, a carteira de ativos detidos pelo Eurosistema ascendia a 3 109 070 M€, menos 25 507 M€ do que no final de agosto de 2023;
- **Prosseguem as compras líquidas no âmbito do PEPP até, pelo menos, final de 2024.** Relativamente às aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP*), com uma dotação total de 1850 mil M€, o Conselho do BCE tenciona continuar a reinvestir os pagamentos de capital e de títulos vincendos adquiridos no seu âmbito, pelo menos até ao final de 2024, sinalizando que "a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada";
- **É importante referir que, na reunião de política monetária de 27 de julho de 2023, o BCE decidiu fixar em 0% a remuneração das reservas mínimas obrigatórias.** Esta decisão visou preservar a eficácia e melhorar a eficiência da política monetária, reduzindo o montante global de juros a pagar pelas reservas. A decisão foi mantida na reunião de 14 de setembro.

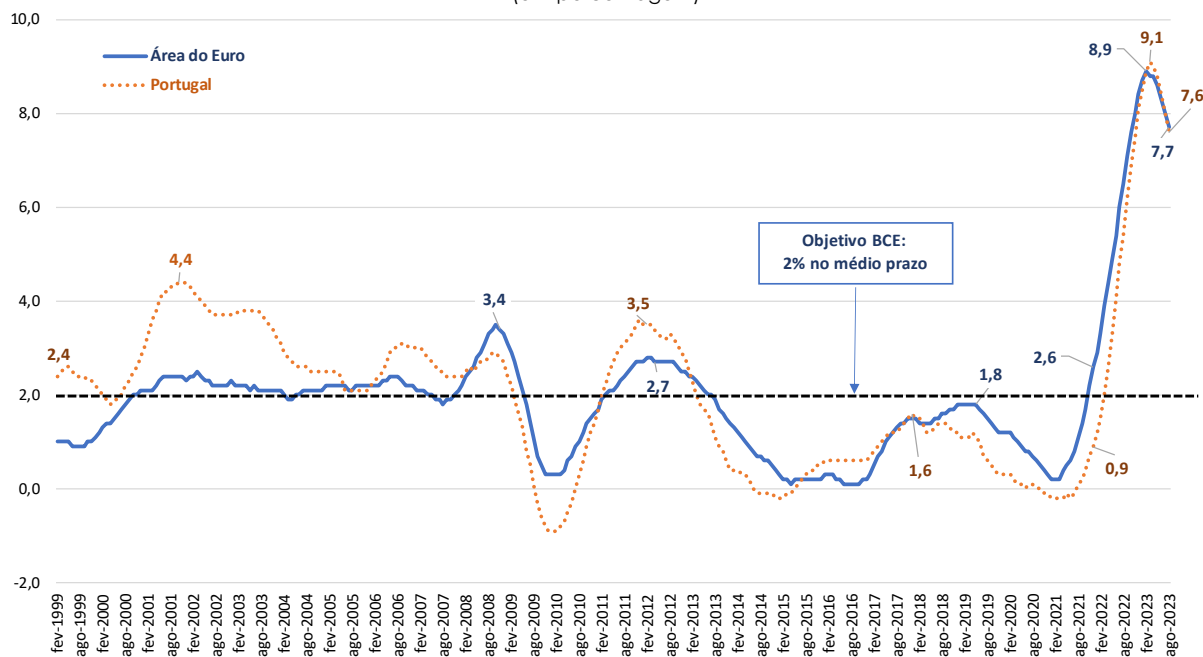
13. A sequência de decisões de Política Monetária do Conselho do BCE, com os sucessivos aumentos das taxas de juro diretoras, está a repercutir-se nas condições de financiamento e na economia da Área do Euro. O custo de endividamento aumentou, as condições de financiamento são cada vez mais restritivas e o crescimento dos empréstimos abrandou, o que contribui para conter a procura de crédito e

a procura agregada de bens e serviços. Como seria expectável, os especialistas do BCE reviram em baixa as projeções para o crescimento económico. As recentes projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurossistema, elaboradas em setembro de 2023, reviram ligeiramente em baixa a trajetória projetada para a inflação subjacente, a qual deverá situar-se em 5,1% em 2023, 2,9% em 2024 e 2,2% em 2025. A *inflação subjacente* exclui os produtos com os preços tipicamente mais voláteis, a saber, os produtos energéticos e os produtos alimentares não-processados. Em paralelo, projetam que a *inflação total* deverá ascender a 5,6% em 2023, 3,2% em 2024 e 2,1% em 2025, o que representa uma revisão em alta para 2023 e 2024 e uma revisão em baixa para 2025. A revisão em alta para 2023 e 2024 reflete, mormente, uma trajetória mais elevada para os preços dos produtos energéticos. No que respeita ao crescimento económico, os especialistas do Eurossistema reduziram significativamente as suas projeções para o período 2023 a 2025, na Área do Euro, para as seguintes taxas de variação a preços constantes: 0,7% em 2023, 1,0% em 2024 e 1,5% em 2025.

14. Desde a criação do euro, a taxa de inflação da Área do Euro (taxa de variação da média móvel a doze meses) apenas superou os 2,5% em três períodos, num total de cerca de 46 meses. Durante a crise financeira e a crise das dívidas soberanas, a volatilidade da inflação acentuou-se bastante. A partir do terceiro trimestre de 2012 até final do primeiro trimestre de 2021, o nível da taxa caiu até níveis próximos de zero. No período mais recente, a inflação da Área do Euro registou uma trajetória de crescimento acentuado, até fevereiro de 2023, altura em que atingiu um máximo. Desde março de 2023, regista ligeiras contrações, mantendo-se, contudo, elevada. Em termos históricos, a taxa de inflação da Área do Euro tem-se mantido, globalmente, próxima ou abaixo do objetivo de médio prazo para a inflação (2%) — evolução para Portugal e a média da Área do Euro no Gráfico 5. Apenas em três períodos bem definidos cronologicamente é que este indicador superou os 2,5%: entre abril de 2008 e março de 2009 (12 meses), entre outubro de 2011 e outubro de 2012 (13 meses) e a partir de dezembro de 2021 (21 meses). Em todos os outros momentos, este indicador manteve-se abaixo de 2,5%, nunca tendo registado valores negativos. Importa salientar o facto de se terem registado valores próximos de zero (abaixo de 0,5%) no início da crise financeira (novembro de 2009 a abril de 2010), entre dezembro de 2014 e janeiro de 2017 e entre novembro de 2020 e abril de 2021. Com o surgimento da crise financeira de 2008 e da crise das dívidas soberanas nos anos seguintes, a volatilidade da taxa de inflação aumentou, a par daquela queda a pique no nível. Nos meses mais recentes, designadamente a partir de abril de 2021, a inflação da Área do Euro, medida pela taxa de variação da média móvel a doze meses, iniciou uma trajetória de crescimento acentuado, alcançando 2,6% em dezembro de 2021, 8,4% em dezembro de 2022, 8,9% em fevereiro de 2023 (máximo desta série) e 7,7% em agosto de 2023 — Gráfico 5 e Gráfico 6.

15. A inflação tem oscilado mais em Portugal do que na média da Área do Euro. Isto constata-se ao comparar a amplitude das oscilações da curva azul (média europeia) com a da curva com picotado vermelho no Gráfico 5. Os máximos e os mínimos locais no período relativamente longo (fevereiro de 1999 a agosto de 2023) são mais fortes na curva portuguesa. Uma situação parecida, embora menos extremada, acontece com o indicador alternativo, a taxa de inflação homóloga (Gráfico 6). O indicador no Gráfico 5 é a média móvel a 12 meses do indicador no Gráfico 6, o que explica o facto de aquele flutuar numa manga mais estreita do que este. Esta característica é verdadeira, por definição, para as duas economias representadas.

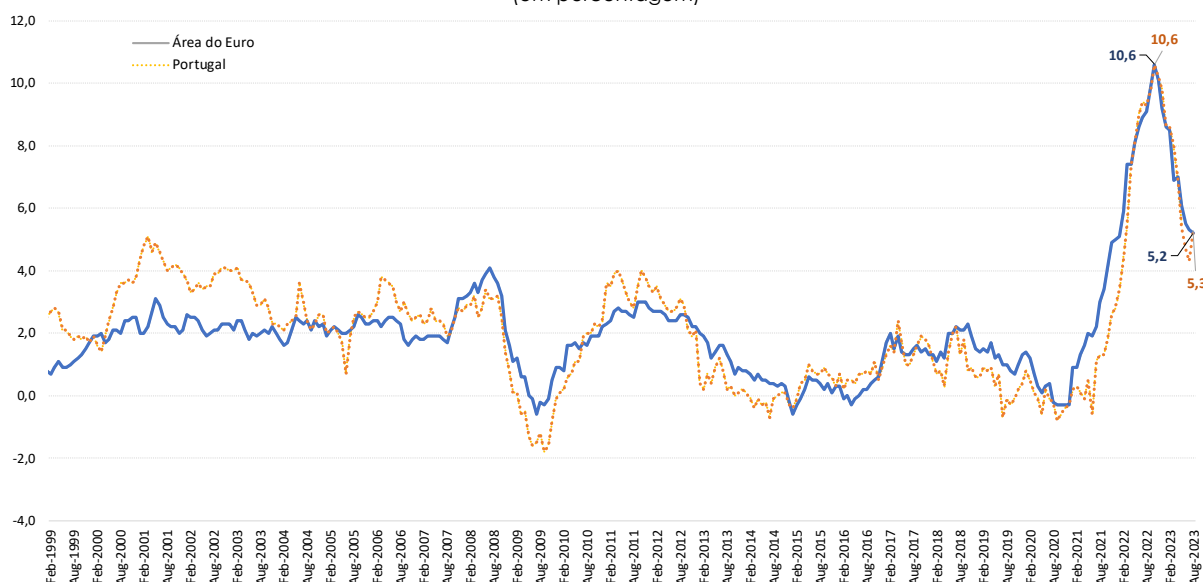
Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a agosto de 2023
(em percentagem)



Fonte: Eurostat, [HICP - monthly data \(12-month average rate of change\)](#). | Notas: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), taxa de variação da média móvel a doze meses do IHPC, frequência mensal. | Nota: a observação no mês t da curva (π_t) é dada pelo cálculo do seguinte rácio:

$$\pi_t = \left\{ \left[\frac{\left(\sum_{i=t-11}^t \text{IHPC}_i \right) / 12}{\left(\sum_{i=t-12}^{t-1} \text{IHPC}_i \right) / 12} \right] - 1 \right\} \times 100 \quad .$$

Gráfico 6 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homogênea) para a Área do Euro: fevereiro de 1999 a agosto de 2023
(em percentagem)



Fonte: Eurostat, [HICP - monthly data \(annual rate of change\)](#). | Notas: IHPC, taxa de variação anual homogênea, frequência mensal. Nesta aceção, a taxa de inflação no mês t , π'_t , é calculada da seguinte forma:

$$\pi'_t = \left(\frac{\text{IHPC}_t}{\text{IHPC}_{t-12}} - 1 \right) \times 100 \quad .$$

3 Evolução da dívida pública

16. Este capítulo exhibe a restrição de tesouraria do Estado e a evolução da dívida pública em várias dimensões. Na Secção 3.1, é analisada a restrição de tesouraria do Estado, com destaque para as necessidades líquidas de financiamento enfrentadas por este subsector e os movimentos com ativos e passivos financeiros que lhe estão subjacentes. Na Secção 3.2, é examinada a evolução da dívida direta do Estado em termos mensais e face ao período homólogo, com detalhe para os passivos titulados e não titulados e os empréstimos oficiais efetuados ao abrigo do PAEF e das iniciativas europeias SURE e PRR.² 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 os perfis de amortização a curto, médio e longo prazos concluem esta secção. A Secção 3.3 analisa a dívida pública na definição de *Maastricht* e procede à sua desagregação por subsectores para conhecer os desenvolvimentos consolidados na Administração Central, bem como nas Administrações Regional e Local. Por fim, na Secção 3.4 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até junho de 2023.

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

17. A restrição de tesouraria do subsector Estado, calculada na ótica da contabilidade pública, encontra-se espelhada na Tabela 3, evidenciando: execuções anuais (CGE) de 2018–2022, execução em 2023 (de janeiro a julho), em termos mensais e acumulados, previsão para o ano completo de 2023 (OE/2023) e a variação entre a execução de 2022 e a de 2023. A primeira linha (“Receita líquida proveniente de passivos financeiros”) identifica a diferença entre a receita obtida em operações com passivos financeiros e a despesa paga em operações com passivos financeiros do subsector Estado. Por definição contabilística, esta grandeza é igual à diferença entre duas parcelas. A primeira é a soma do saldo total com a “despesa líquida em ativos financeiros”; a segunda é a soma do saldo global com o saldo da gerência anterior. A Caixa 1 abaixo explicita o apuramento da restrição de tesouraria do Estado que se encontra quantificada na Tabela 3.³

² SURE — Acrónimo da designação “*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*”. Pode ser traduzida para português como “Apoio para mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência”.

PRR — Plano de Recuperação e Resiliência.

³ 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. Antes, a linha 1 chamava-se “Necessidades líquidas de financiamento”. Com efeito, em contabilidade nacional usa-se a expressão “capacidade (necessidade) líquida de financiamento” do Estado como sinónimo de saldo (défice) orçamental na perspetiva contabilística das contas nacionais. A receita líquida de passivos financeiros na Tabela 3 usa outra perspetiva contabilística e mede uma variável diferente, razões que determinaram a mudança na designação da linha 1. Por um lado, os seus fluxos são gerados pela contabilidade pública orçamental. Por outro, esta linha capta a diferença entre receita e despesa do Estado com os seus passivos financeiros, o que não se confunde com o saldo orçamental em contabilidade pública. No primeiro caso, a “capacidade (necessidade) líquida de financiamento” do Estado indica o valor do financiamento líquido que o subsector Estado concede ao (obtem do) conjunto dos demais sectores institucionais da economia — incluindo os outros subsectores das Administrações Públicas. No segundo caso, a linha 1 da Tabela 3 mede a variação nas emissões de dívida financeira do subsector Estado líquidas de amortizações.

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 seguinte igualdade:

$$ST = (R_{Efe\grave{t}iva} - D_{Efe\grave{t}iva}) + (R_{PF} - D_{PF}) + (R_{AF} - D_{AF}) + S_{Ger\acute{e}nciaAnterior} \quad (1)$$

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 ($S_{Ger\acute{e}nciaAnterior}$).

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

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

$$R_{PF} - D_{PF} = ST - SG + (D_{AF} - R_{AF}) - S_{Ger\acute{e}nciaAnterior} \quad (2)$$

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

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

A primeira linha da Tabela 3 exibe 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. As execuções orçamentais de 2018, 2019, bem como a previsão orçamental para o total do ano 2023, registam valores nulos para o saldo da gerência anterior e o saldo total.

18. Nos primeiros sete meses de 2023, as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria), mantiveram-se próximas do registado no período homólogo de 2022.

No período janeiro a julho de 2023, o Estado arrecadou uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 3400 M€, um valor que se situa 81 M€ acima, mas relativamente próximo, do registado em igual período de 2022. A necessidade de obter esta receita líquida derivou, em primeiro lugar, da execução orçamental, cujo défice global registado até julho de 2023 absorveu 2398 M€ desses recursos (menos 31 M€ do que em igual período de 2022) — linha 2 da Tabela 3. Em segundo lugar, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado (linha 5) consumiu 1002 M€, mais 112 M€ do que no período homólogo.

19. A despesa (bruta) em ativos financeiros, executada no período janeiro a julho de 2023, foi quase igual à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 1118 M€, mais 4 M€ do que o despendido em igual período de 2022.

A execução de garantias no período em análise registou valores mais relevantes do que o histórico, 83 M€. Em 2023, estas verbas foram destinadas, na sua grande maioria, a Entidades Públicas Reclassificadas (EPR): 940 M€ sob a forma de dotações de capital e 26 M€ sob

a forma de empréstimos de médio e longo prazos. O Estado concedeu também créditos de curto prazo no valor de 35 M€. Despendei, ainda, 83 M€ em execução de garantias (valor que compara com 0,5 M€ em igual período de 2022) e 30 M€ em empréstimos a médio e longo prazos a Serviços e Fundos Autónomos (SFA).⁴ Neste capítulo, a execução entre janeiro e julho de 2023 exigiu do Estado um menor esforço financeiro, face ao período homólogo de 2022, relativamente a empréstimos a médio e longo prazos (- 161 M€) — os empréstimos a curto prazo encontram-se englobados na parcela “3.3 Outros” e a sua execução diminuiu 30 M€ face ao período homólogo — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros, efetuado pelo Estado, no período janeiro a julho de 2023.

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

	CGE 2018	CGE 2019	CGE 2020	CGE 2021	CGE 2022	Execução mensal em 2023							Execução acumulada janeiro - julho			Referenciais anuais	
						Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	2022	2023	Δ 2022/23	OE 2023	Δ 2022/23
1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6)	7 339	9 499	16 790	13 773	9 251	-281	908	452	1 884	790	-373	21	3 319	3 400	81	12 694	3 443
2. Saldo global	-3 666	-3 940	-12 204	-9 471	-5 781	224	-481	-340	-1 841	-539	630	-50	-2 428	-2 398	31	-5 926	-144
3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)	4 778	6 357	4 741	4 945	4 062	2	427	126	43	256	260	5	1 114	1 118	4	10 885	6 823
<i>3.1 Empréstimos médio/longo prazo</i>	2 679	3 020	2 595	911	1 059	0	0	0	30	2	26	0	219	58	-161	6 611	5 552
<i>3.2 Dotações de Capital</i>	1 537	3 276	1 984	3 998	2 866	0	427	89	0	190	235	0	828	940	112	4 077	1 211
<i>3.3 Outros</i>	562	62	163	36	137	2	0	37	13	64	0	5	67	120	53	197	60
4. Receita de ativos financeiros	1 105	798	156	644	593	59	0,1	14	0	6	3	34	224	116	-108	4 117	3 524
5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)	3 673	5 559	4 585	4 301	3 469	-57	427	112	43	250	257	-30	890	1 002	112	6 768	3 299
6. Saldo da gerência anterior	0	0	-2	-7	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
7. Saldo Total	0	0	-2	-7	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1

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.

20. No período compreendido entre janeiro e julho de 2023, a grande maioria da despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino as EPR, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos. Nos primeiros sete meses de 2023, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 1 118 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (940 M€) e empréstimos a médio e longo prazos (58 M€). Em ambas as tipologias, a grande maioria desta despesa teve como destino o financiamento das EPR. Em particular, o total de despesa efetuada em **dotações de capital** (940 M€) destinou-se a EPR, com a seguinte distribuição por entidade:

- Infraestruturas de Portugal, S.A. 935,6 M€;
- EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. 4,5 M€.

Do montante global de 58 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de **empréstimos a médio e longo prazos**, 30,3 M€ tiveram como destino o Instituto da Habitação e da Reabilitação Urbana, I.P. — IHRU, e 25,5 M€ a Metro do Porto, E.P.E..

Por fim, refira-se que o Estado concedeu ainda **empréstimos a curto prazo** à Construção Pública, E.P.E., no montante de 35,4 M€.⁵

21. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros sete meses de 2023 foi relativamente diminuto, tendo ascendido a 116 M€. A grande maioria desta receita decorreu da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 102 M€, dos quais:

⁴ Registaram-se ainda outras despesas do Estado com ativos financeiros relacionadas com empréstimos a países terceiros (2 M€) e participações em organizações internacionais (1,8 M€).

⁵ A Construção Pública, E.P.E. é designação da nova entidade que resultou do processo de reestruturação da Parque Escolar, E.P.E.. Além das responsabilidades de requalificação, conservação e manutenção de escolas secundárias ao abrigo do Programa de Modernização do Parque Escolar destinado ao Ensino Secundário, a nova entidade abarca também a construção de habitação pública.

- 58,1 M€ pela Região Autónoma da Madeira, no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira da RAM;
- 22,2 M€ pela Administração Local (AdL);
- 17,7 M€ pela CP – Comboios de Portugal, E.P.E..

Os restantes cerca de 14 M€ dizem respeito a receita de outros ativos financeiros, onde se inclui a recuperação de créditos garantidos (7,9 M€) e a receita com outros ativos financeiros não especificados (6,1 M€).

22. Face aos valores orçamentados no OE/2023, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros sete meses de 2023 o Estado financiou-se num montante correspondente a 26,8% do previsto para o conjunto do ano. Entre janeiro e julho de 2023, a receita líquida proveniente de passivos financeiros ascendeu a 3400 M€, 9294 M€ aquém do total previsto para o ano completo de 2023 (grau de execução de 26,8%). Para este resultado concorreu, por um lado, o facto de se ter alcançado neste período um défice global do subsector Estado de 2398 M€, que se situou 3528 M€ abaixo do previsto no OE/2023 para o total do ano; por outro lado, contribuiu também o facto de a despesa líquida em ativos financeiros, executada no período janeiro a julho de 2023, ter ascendido a 1002 M€, um valor que se situou 5766 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 14,8%) — linha 5 da Tabela 3.

23. Para o conjunto do ano 2023, o OE aprovado prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, acima da execução de 2022, prevendo-se uma ligeira deterioração do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros significativamente superior. De acordo com os valores constantes do OE/2023, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 12 694 M€, mais 3443 M€ do que a execução de 2022. A previsão para 2023 tem implícita um ligeiro agravamento do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para – 5926 M€ (144 M€ abaixo do défice do subsector Estado registado em 2022), e um aumento substancial da despesa bruta em ativos financeiros para 10 885 M€ (6823 M€ acima da execução de 2022). Naturalmente, a execução acumulada nos primeiros sete meses de 2023, compilada na Tabela 3, encontra-se ainda muito afastada das previsões orçamentais para o conjunto do ano. Já o défice global alcançado até julho deste ano regista uma (pequena) melhoria homóloga de 31 M€ e representa menos de metade (40,5%) do previsto para o ano completo de 2023.

3.2 Dívida direta do Estado

24. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de agosto de 2023 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2022, maioritariamente em resultado do aumento nos stocks de dívida não titulada, em particular Certificados de Aforro, e dos empréstimos SURE e PRR. Em termos mensais, em agosto de 2023 também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sob a forma de dívida titulada, dívida não titulada e contas margem. A dívida direta do Estado corresponde à dívida em que o subsector Estado é o devedor efetivo. Por este motivo, este agregado apenas inclui os passivos deste subsector, pelos quais respondem as suas receitas. Esta dívida inclui a capitalização acumulada dos juros de Certificados de Aforro. No final de agosto de 2023, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 292 579 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 168 M€ em cadeia mensal, resultante do aumento das contas margem (+74 M€), da dívida não titulada (+56 M€), nomeadamente Certificados de Aforro (+258 M€) e de dívida titulada de médio e longo prazo (+39 M€). A parcela de dívida não titulada composta por Certificados do Tesouro registou um decréscimo mensal de 203 M€. O acréscimo mensal da dívida titulada de médio e longo prazo ficou a dever-se ao aumento do saldo de MTN (*Medium Term Notes*) em 39 M€. ⁶ Tendo por referência o final do mês homólogo de 2022, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 13 215 M€, em resultado do aumento, da dívida não titulada (+14 972 M€) e dos empréstimos oficiais SURE (300 M€) e PRR (+109 M€). Em sentido contrário, registaram-se diminuições homólogas na dívida titulada (– 1910 M€) e nas contas margem (– 255 M€). No que respeita à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo do stock de Certificados de Aforro em 19 959 M€ (+143,5%) e uma redução nos Certificados do Tesouro

⁶ MTN (*Medium Term Notes*) são títulos de dívida pública de médio prazo, em regra com maturidade entre 5 a 10 anos.

de 4992 M€ (- 29,6%). No tocante aos empréstimos SURE, Portugal já recebeu 6234 M€, repartidos por quatro parcela: uma primeira fatia em 1 de dezembro de 2020, no montante de três mil M€; uma segunda *tranche* em maio de 2021, no valor de 2411 M€; uma terceira parcela em 29 de março de 2022, no valor de 523 M€; e uma quarta e última *tranche* em 14 de dezembro de 2022, no valor de 300 M€. Soma 6234 M€ contratualizados com a Comissão Europeia. Relativamente aos empréstimos ao abrigo do PRR, Portugal recebeu 1069 M€, dos quais: 351 M€ em agosto de 2021, 609 M€ em maio de 2022 e 109 M€ em fevereiro de 2023. O parágrafo 30 detalha o perfil de amortização dos empréstimos SURE e PRR.

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

	ago/2022	jul/2023	ago/2023	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	ago/2022	ago/2023
Titulada	188 014	186 064	186 103	39	-1 910	0,0	-1,0	67,3	63,6
Curto prazo	16 638	16 285	16 285	0	- 352	0,0	-2,1	6,0	5,6
Médio e longo prazo	171 376	169 780	169 818	39	-1 558	0,0	-0,9	61,3	58,0
Não titulada	34 496	49 412	49 468	56	14 972	0,1	43,4	12,3	16,9
Cert. Aforro	13 909	33 610	33 868	258	19 959	0,8	143,5	5,0	11,6
Cert. do Tesouro	16 869	12 080	11 877	- 203	-4 992	-1,7	-29,6	6,0	4,1
Outra - ML prazo	3 718	3 722	3 722	0	5	0,0	0,1	1,3	1,3
Contas margem	833	504	578	74	- 255	14,7	-30,6	0,3	0,2
Empréstimos Oficiais	56 022	56 431	56 431	0	409	0,0	0,7	20,1	19,3
Empréstimos SURE (UE)	5 934	6 234	6 234	0	300	0,0	5,1	2,1	2,1
Empréstimos PRR (UE)	960	1 069	1 069	0	109	0,0	11,3	0,3	0,4
Assistência Financeira	49 128	49 128	49 128	0	0	0,0	0,0	17,6	16,8
Total	279 364	292 411	292 579	168	13 215	0,1	4,7	100,0	100,0

Por memória:

Transaccionável	177 895	174 606	174 571	- 35	-3 324	0,0	-1,9	63,7	59,7
Não Transaccionável	101 469	117 805	118 009	204	16 540	0,2	16,3	36,3	40,3
Euro	276 300	289 736	289 865	130	13 566	0,0	4,9	98,9	99,1
Não euro	3 064	2 676	2 714	39	- 350	1,4	-11,4	1,1	0,9
Contas margem	833	504	578	74	-255	14,7	-30,6	0,3	0,2

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

25. No período janeiro a agosto de 2023, registou-se um aumento na despesa com juros e outros encargos da dívida, quer em termos brutos quer em termos líquidos. As comissões pagas neste período também foram superiores às suportadas no período homólogo (53 M€ no período jan.-ago. de 2022 e 90 M€ entre jan.-ago. de 2023). Em termos líquidos, isto é, descontando o efeito de juros recebidos de aplicações financeiras, também se registou um aumento homólogo desta despesa, ainda que os juros recebidos pelo Estado de aplicações financeiras tenha sido maior em 2023.⁷ Entre janeiro e agosto de 2023, a despesa com juros e outros encargos da dívida pública ascendeu a 4321 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 5), refletindo um aumento de 10,5% (+411 M€) quando comparada com igual período do ano anterior, sendo esta subida inferior da prevista no OE/2023 para o conjunto do ano (+11,3%; +692 M€). Este acréscimo foi determinado, em grande medida, pelo aumento homólogo, em 66,0% (+320 M€), no montante despendido com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro. Os juros relativos aos empréstimos oficiais (PAEF, SURE e PRR) registaram uma redução homóloga de 98 M€ no seu conjunto, sendo de detalhar que os encargos com os empréstimos PAEF diminuíram 119 M€ e os relativos aos empréstimos SURE e PRR aumentaram 14 e 8 M€ respetivamente. Os juros de Obrigações do Tesouro

⁷ No período janeiro a agosto de 2022, o Estado pagou cerca de 11,4 M€ de juros de aplicações financeiras, contrariamente ao ocorrido em igual período de 2023, em que o Estado recebeu 183,7 M€ de juros de aplicações financeiras.

(OT) aumentaram 3,6% (+95 M€). No que respeita aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros manteve-se negativo no período compreendido entre janeiro e agosto de 2023 (- 2 M€), refletindo o peso das emissões a taxa negativa até ao leilão de 15/06/2022, mas evidenciando uma tendência crescente no período mais recente.⁸ No que respeita a 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, nos primeiros oito meses de 2023, foi de 804 M€, refletindo um acréscimo de 320 M€ (+66,0%) face ao período homólogo do ano anterior — Tabela 5. No final do período em análise (janeiro a agosto de 2023), o montante de dívida pública financiada através destes dois produtos, destinados ao sector das Famílias (CA e CT), registava um acréscimo homólogo significativo que ascendeu a 14 968 M€, verificando-se uma alteração na sua composição, com um aumento no peso dos Certificados de Aforro (+19 959 M€) e uma diminuição no peso dos Certificados do Tesouro (- 4992 M€).

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

	CGE 2022 (M€)	Execução mensal 2023 (M€)								Execução acumulada Janeiro – Agosto (M€)			OE 2023 (M€)	Grau de execução Janeiro – Agosto (%)	
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	2022	2023	Tvh (%)		2022	2023
Juros da dívida pública	6 041	85	1 058	107	1 437	134	482	788	141	3 856	4 231	9,7	6 699	63,8	63,2
Bilhetes do Tesouro	-40	-12	0	-6	0	6	0	10	0	-37	-2	-95,3	63	92,7	-2,8
Obrigações do Tesouro	4 382	0	903	18	1 105	6	296	433	0	2 666	2 761	3,6	4 505	60,8	61,3
Empréstimos PAEF	626	0	24	0	190	12	52	105	0	502	383	-23,7	623	80,2	61,5
Empréstimos SURE	0	7	0	0	0	0	7	0	0	0	14	-	22	-	61,9
Empréstimos PRR	0	0	0	0	0	0	8	0	1	0	8	-	15	100,0	55,2
Certif. Aforro e Tesouro	739	77	71	81	96	107	113	129	131	484	804	66,0	948	65,5	84,8
CEDIC / CEDIM	12	4	0	4	3	1	3	16	4	6	36	492,6	205	49,8	17,7
Outros	322	9	60	9	43	2	3	95	5	234	226	-3,5	318	72,9	71,2
Comissões	65	18	12	15	32	4	5	2	2	53	90	69,2	100	81,8	89,9
Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR)	9	5	0	0	0	0	0	0	0	9	5	-42,5	5	100,6	95,7
Outros	56	13	12	15	32	4	5	2	2	44	85	91,4	95	79,2	89,6
Juros e outros encargos pagos	6 106	103	1 070	121	1 469	139	487	789	142	3 909	4 321	10,5	6 799	64,0	63,6
Tvh (%)	-3,8	38,7	-11,4	-63,2	30,3	142,4	38,3	30,6	-8,6	-	-	-	11,3%	-	-

Por memória:

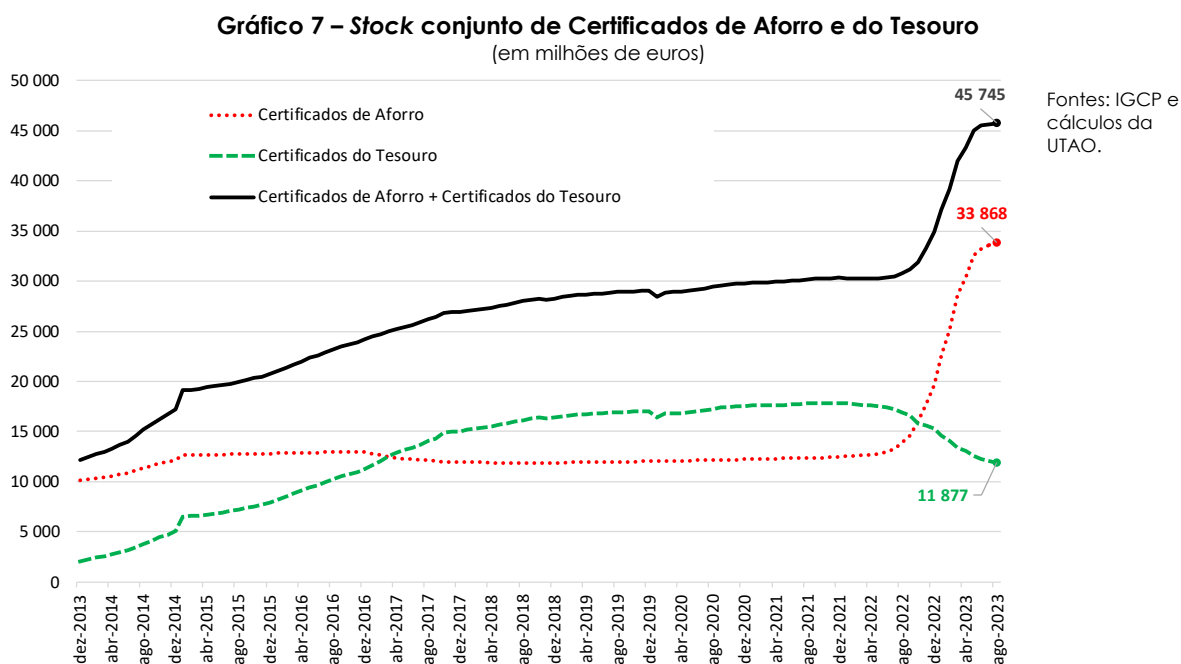
Juros recebidos de aplicações	13	8,6	8,2	18,5	28,9	30,3	25,1	33,1	30,9	-11,4	183,7	-	15	-89,3	1 211,3
Juros e outros encargos líquidos	6 094	94	1 062	103	1 440	108	462	756	111	3 921	4 137	5,5	6 783	64,3	61,0
Tvh (%)	-4,2	27,7	-12,1	-68,8	27,6	84,1	30,2	24,4	-29,6	-	-	-	11,3%	-	-

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

26. Em agosto de 2023, o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou um crescimento acentuado face ao mês homólogo, alcançando um novo máximo histórico nesse mesmo mês, mas com uma composição diferente. O stock total de dívida pública detida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro acelerou extraordinariamente o seu crescimento entre agosto de 2022 e junho de 2023. Agosto de 2023 é o máximo histórico, com 45 745 M€ — Gráfico 7. No final do 1.º semestre de 2022, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro alcançou o valor global de 30 343 M€. Após esta data, o stock total de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro apresentou uma sequência de acréscimos mensais mais expressiva, sem paralelo em anos anteriores. Com efeito, o valor registado em agosto de 2023 (45 745 M€) situou-se 15 403 M€ acima do alcançado no final de junho de 2022 (30 343 M€). Pelo contrário, a evolução da série de Certificados do Tesouro (CT) foi decrescente. No final de agosto de 2023, o montante de CT ascendeu a 11 877 M€, um valor 5523 M€ abaixo do alcançado no final de junho de 2022 (17 400 M€). A série histórica com o valor mensal das novas emissões de CT, líquido de amortizações, apresentou uma evolução positiva desde outubro de 2013, tendo esta sequência de crescimento sido interrompida apenas em três momentos: novembro de 2018 (variação mensal de - 70 M€), janeiro de 2020 (variação mensal de - 691 M€) e no período entre novembro de 2021 a agosto de 2023 (variação de - 5988 M€ no conjunto destes 22 meses). Em sentido oposto, o stock de Certificados de Aforro apresentou uma recuperação, que foi muito mais

⁸ Dados nos ficheiros Excel com os resultados leilões de BT em 2022 e 2023, descarregáveis a partir do [sítio do IGCP](#).

expressiva no período mais recente, permitindo mais do que compensar o decréscimo ao nível dos Certificados de Tesouro: no final de agosto de 2023, o montante de Certificados de Aforro ascendeu a 33 868 M€, um valor 20 925 M€ acima do alcançado no final de junho de 2022 (12 943 M€). O Gráfico 8 apresenta as subscrições brutas mensais de CA e CT e o Gráfico 9 as correspondentes variações homólogas nos stocks de CA e CT.

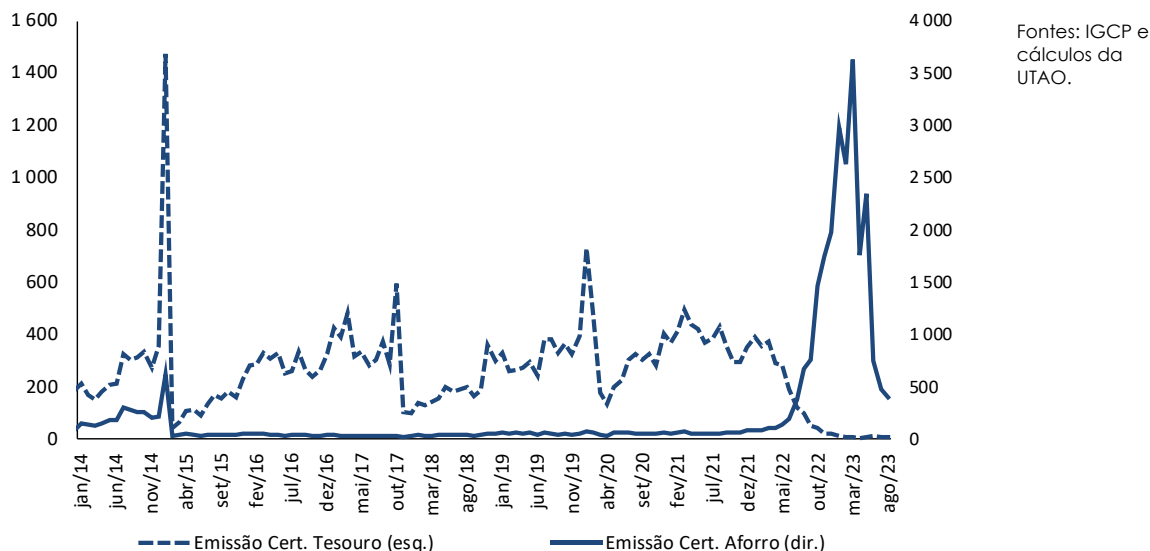


27. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 33 868 M€ em agosto de 2023, refletindo uma subida homóloga de 19 959 M€ (Gráfico 7, Gráfico 8 e Gráfico 9). Desde abril de 2020 que se regista uma série contínua de emissões líquidas positivas de Certificados de Aforro. A interrupção ocorrida em março de 2020 refletiu um movimento pontual, de dimensão relativamente reduzida, uma vez que o valor nominal de amortizações superou o de emissões em apenas 8,3 M€. Após esta data, a emissão bruta de CA (e também a emissão líquida) retomou uma tendência de recuperação suave, que se manteve até ao final do 1.º semestre de 2022. Nos meses mais recentes, em particular após junho de 2022, as emissões brutas de Certificados de Aforro aumentaram de forma muito mais expressiva, de forma quase “exponencial”, contribuindo para o crescimento do stock de Certificados de Aforro. Com efeito, em agosto de 2023 o stock vivo de Certificados de Aforro refletia um acréscimo homólogo de 19 959 M€, dos quais 17 939 M€ foram alcançados em oito meses (setembro de 2022 a maio de 2023). A indexação da taxa base à taxa Euribor a três meses, com um teto de 3,5% até ao encerramento de subscrições da Série E, foi a motivação principal da elevada procura por este produto de poupança das famílias, à data sem paralelo em instrumentos alternativos com risco comparável. Desde 5 de junho de 2023 encontra-se em subscrição a Série F de Certificados de Aforro, cuja taxa base apresenta um mínimo de 0% e um teto máximo de 2,5%, um prazo de 15 anos e um limite de subscrição de 50 000 unidades, por conta aforro.⁹

⁹ O montante máximo de Certificados de Aforro da Série F acumulado com Certificados de Aforro da Série E, é de 250 000 unidades, por conta aforro.

Gráfico 8 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

(em milhões de euros)

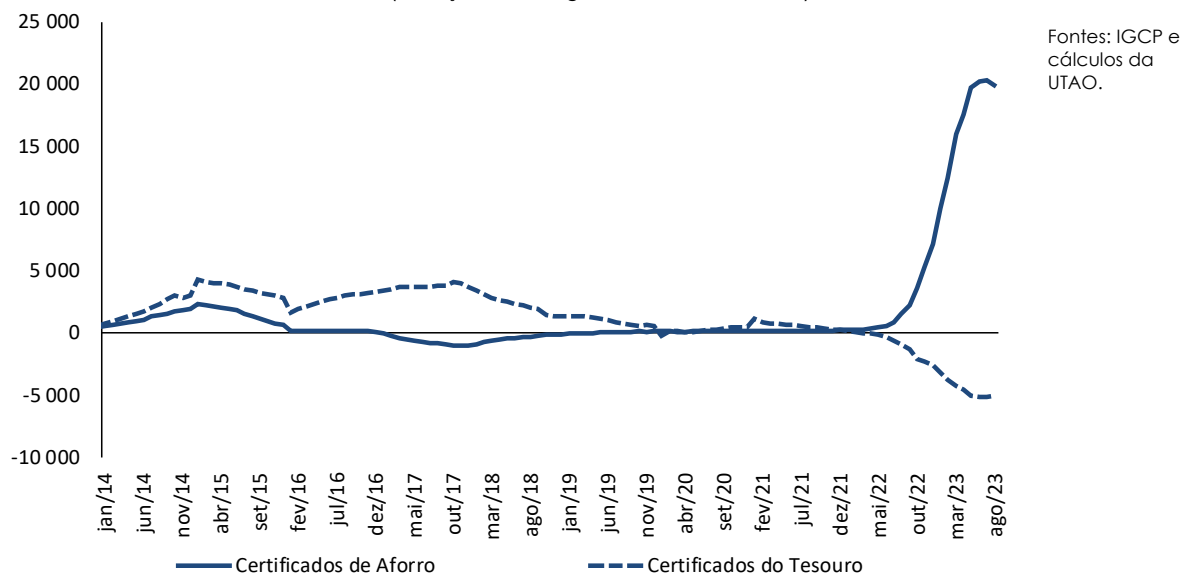


28. Ainda que o stock vivo de CT apresente uma trajetória descendente nos últimos 22 meses (desde novembro de 2021), em termos globais regista-se uma tendência de crescimento no montante de dívida pública portuguesa detida pelo sector institucional das famílias, sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro. Esta evolução foi o reflexo das taxas de juro mais atrativas que estes instrumentos apresentaram, face a outros instrumentos de poupança existentes no mercado com nível de risco idêntico — Gráfico 7. Os depósitos a prazo no sistema bancário português não acompanharam a subida nas taxas Euribor até agosto de 2023. As suas taxas de remuneração mantiveram-se substancialmente abaixo das oferecidas pelas Série E e F de CA (a Série F veio substituir a Série E a partir de junho de 2023) e um pouco abaixo das praticadas pelo Estado nos CT (Série Valor, disponível desde setembro de 2021). As famílias percecionam como semelhantes os níveis de risco de todos estes instrumentos de poupança concorrentes. No tocante à poupança das famílias, o período pandémico caracterizou-se por um acréscimo substancial do nível de poupança, em termos agregados, cujo nível máximo foi atingido no final do 1.º trimestre de 2021 (14,3%). Em 2022, a taxa de poupança situou-se em 6,1%, uma redução face às taxas de poupança observadas em 2019 (período pré-pandémico) e no pico da pandemia COVID-19.¹⁰ Os produtos emitidos pelo IGCP (em nome e em representação da República Portuguesa) têm-se revelado atrativos, em termos históricos, conseguindo captar uma parcela substancial da poupança acumulada pelas famílias. A mais recente alteração à política de remunerações dos Certificados de Aforro, traduzida pelo fim de emissão da Série E e o início da Série F, com diferentes condições de remuneração, deverá induzir uma alteração nas escolhas dos aforradores nos próximos tempos. É ainda de referir o surgimento recente de produtos bancários de poupança, dirigidos ao sector das Famílias, com taxas de rentabilidade mais competitivas, embora por prazos relativamente curtos e dirigidas, sobretudo, a novos clientes.

¹⁰ Cf. parágrafo 51 abaixo. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, calculada pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, situou-se em 5,7% no ano terminado no 2.º trimestre de 2023, o que corresponde a níveis próximos do mínimo da série estatística, observado em junho de 2008 (5,1%). Tendo como referência um horizonte alargado, verifica-se que a taxa de poupança das Famílias tende a subir em períodos de crise económica, anos 2009–2010, 2012–2013 e 2020–2021.

Gráfico 9 – Variação homóloga dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

(variação homóloga, em milhões de euros)



29. As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em setembro de 2023 registaram uma ligeira redução da taxa de juro nas maturidades a nove e 12 anos. Em sentido contrário, as emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em julho de 2023 foram asseguradas a taxas de juro superiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior. As últimas emissões tituladas em 2023 aconteceram em julho e setembro, para BT e OT, respetivamente. No dia 13 de setembro de 2023, foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a nove e 12 anos (Obrigações do Tesouro), respetivamente, no montante global de 1109 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 1,65% 16Jul2032, com taxa de rentabilidade de 3,383%, e OT 0,9% 12Oct2035, com taxa de rentabilidade de 3,632%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em 8 de março de 2023, observou-se uma ligeira descida de 0,166 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a nove anos e de 0,112 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 12 anos. Refira-se que este diferencial reflete a evolução ocorrida em seis meses, entre março e setembro de 2023 (Tabela 6). Em sentido contrário, as emissões de BT efetuadas em julho de 2023 foram asseguradas com taxas de juro superiores às verificadas em leilões anteriores para títulos com as mesmas maturidades. Com efeito, a 15 de março de 2023 foram leiloados dois BT com maturidades a seis e 12 meses, com um montante global colocado de 974 M€ e taxas médias ponderadas de +2,893% e +2,975%, respetivamente. Estes leilões de BT registaram aumentos significativos nas taxas de juro para estas maturidades de +0,391 p.p. e +0,558 p.p., respetivamente (Tabela 6).

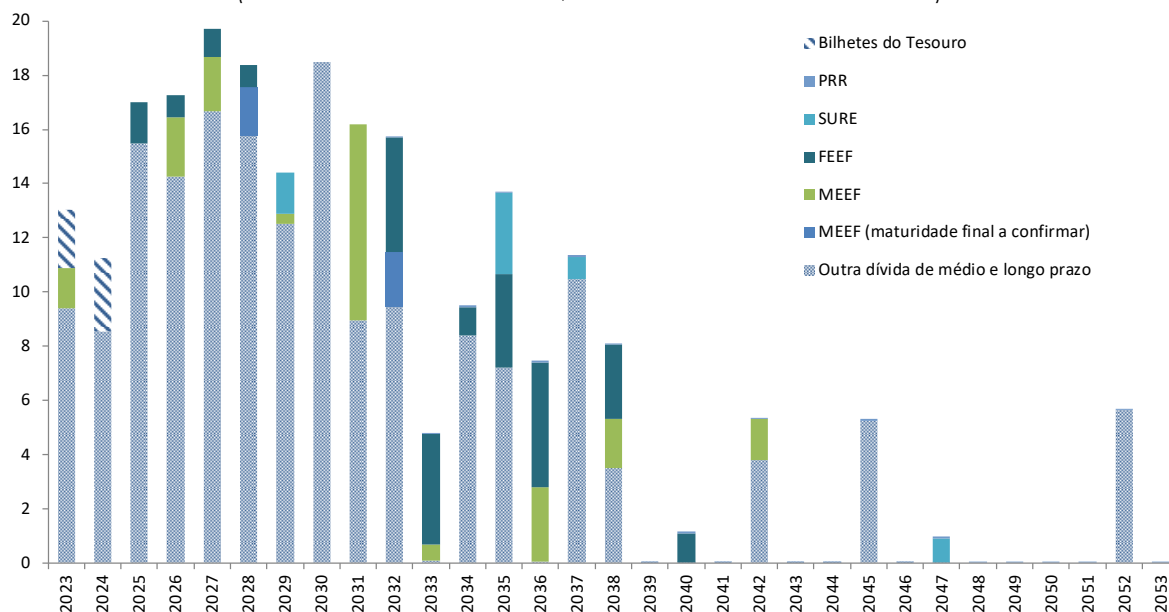
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro

Instrumento	Obrigações do Tesouro		Bilhetes do Tesouro	
	16-jul-2032	12-out-2035	19-jan-2024	19-jul-2024
Maturidade	16-jul-2032	12-out-2035	19-jan-2024	19-jul-2024
Data do leilão	13-set-2023	13-set-2023	19-jul-2023	19-jul-2023
Prazo	9 anos	12 anos	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	551	558	385	1 043
Montante de Procura (M€)	1 217	1 547	993	1 382
Taxa média (%)	3,383	3,632	3,284	3,533
<i>Por memória:</i>				
Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %)	8-mar-2023 3,549	8-mar-2023 3,744	15-mar-2023 2,893	15-mar-2023 2,975

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.

30. O perfil de amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os próximos dez anos, mantém-se elevado, exigindo um grande volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá, necessariamente, em futuras operações de refinanciamento da dívida pública. Tendo por referência o stock de dívida pública de títulos de médio e longo prazos, em 30 de setembro de 2023, e o perfil de amortização para o período até 2053, os maiores volumes de reembolsos concentram-se, sobretudo, nos anos 2023 a 2037 (Gráfico 10 e Gráfico 11). Excetua-se o ano 2033, no qual a amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos é relativamente diminuta. À data de 30 de setembro de 2023, o stock total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2023 e 2037 ascendia a 203 mil M€, um valor próximo do registado no final de setembro de 2022 para o mesmo período (202 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 30 de setembro de 2023, na próxima década será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos nos seguintes montantes anuais: 10,9 mil M€ em 2023, 8,5 mil M€ em 2024, 17,0 mil M€ em 2025, 17,3 mil M€ em 2026, 19,7 mil M€ em 2027, 18,4 mil M€ em 2028, 14,4 mil M€ em 2029, 18,5 mil M€ em 2030, 16,2 mil M€ em 2031 e 15,7 mil M€ em 2032.¹¹ O quinquénio seguinte (2033 – 2037) exigirá a amortização de títulos em cerca de 47 mil M€. Com o atual perfil de amortização de dívida pública, só a partir de 2038 é que o valor anual de amortizações de dívida pública a médio e longo prazos desce para valores abaixo de 10 mil M€/ano.¹² 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 (13,7 mil M€). A segunda *tranche* dos empréstimos SURE, no valor de 2411 M€, recebida em maio de 2021, tem a sua amortização prevista para 2029 (1500 M€) e 2047 (911 M€). A terceira e quarta parcelas dos empréstimos SURE, recebidas em março e dezembro de 2022, nos montantes de 523 e 300 M€, respetivamente, deverão ser amortizadas em 2037. No tocante aos empréstimos PRR, Portugal recebeu 351 M€ em agosto de 2021, 609 M€ em maio de 2022 e 109 M€ em fevereiro de 2023, estando prevista a sua amortização ao longo de um período de 22 anos (2032 a 2053) ao ritmo de 53,4 M€ por ano, com exceção dos dois primeiros e dois últimos anos desta série em que os valores amortizados serão de 17,5, 48,0, 35,9 e 5,4 M€, respetivamente. Relativamente aos empréstimos do PAEF, encontram-se por reembolsar 49 128 M€, os quais se desagregam em 23 800 M€ do MEEF e 25 328 M€ do FEEF. As amortizações relativas a estes dois empréstimos encontram-se distribuídas ao longo de um período alargado (2023 – 2042), estando evidenciadas no Gráfico 10.

Gráfico 10 – Perfis anuais de amortização
(em milhares de milhões de euros, atualizado a 30 de setembro de 2023)



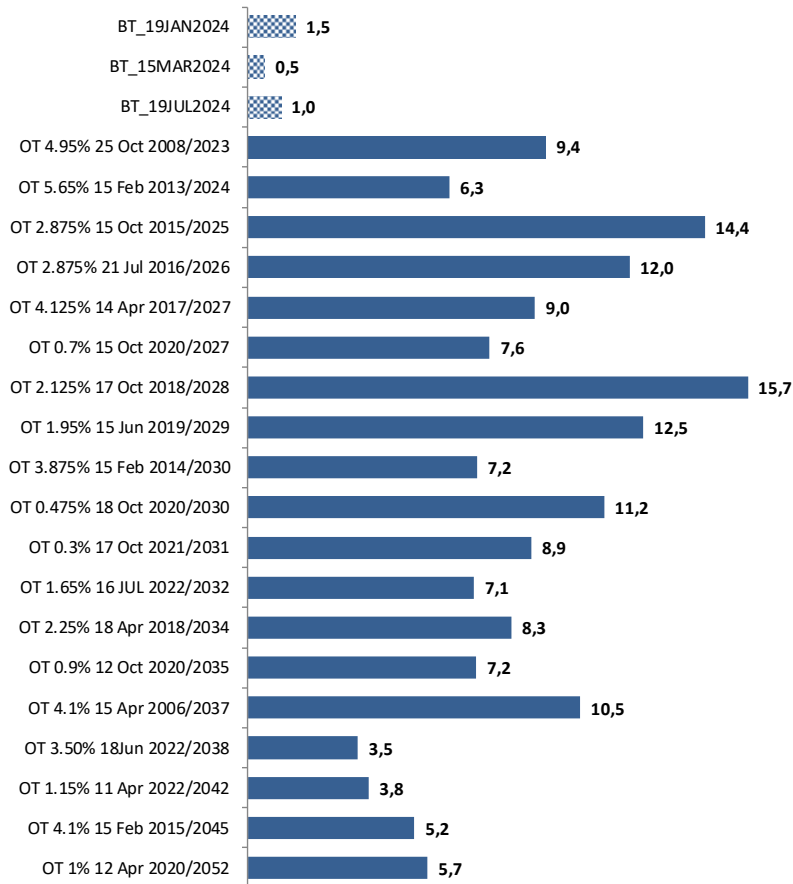
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: significado da legenda: PRR — Plano de Recuperação e Resiliência; SURE — acrónimo da designação inglesa para o instrumento europeu de Apoio temporário para Mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*); FEEF — Fundo Europeu de Estabilização Financeira; MEEF — Mecanismo

¹¹ A estes montantes, acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 2,13 mil M€ em 2023 e 2,73 mil M€ em 2024.

¹² Nos anos 2033 a 2037 os valores de dívida pública a amortizar anualmente situam-se no intervalo [4,8 ; 13,7] mil M€.

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 11 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro
(em milhares de milhões de euros, atualizado a 30 de setembro de 2023)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

31. A dívida a médio e longo prazo, emitida até final de agosto de 2023, apresenta uma maturidade média superior à emitida em anos anteriores. No entanto, a maturidade média residual da dívida direta do Estado declina desde 2016. No final de agosto, a maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida no próprio ano era de 16,6 anos, um valor superior ao registado em anos precedentes (por exemplo, tinha cerca de seis anos em agosto de 2013). No entanto, a maturidade residual da dívida direta do Estado¹³ apresenta um declínio desde 2016, ascendendo a 7,5 anos em agosto de 2023. A maturidade residual dos empréstimos PAEF é de 8,1 e 10,3 anos para os empréstimos EFSM e EFSF, respetivamente. Excluindo os empréstimos PAEF, a maturidade média residual da dívida direta do Estado no mesmo momento é de 7,1 anos.

32. O IGCP, E.P.E. tem vindo a realizar operações de gestão da dívida pública com recurso a leilões de troca e de recompra de Obrigações do Tesouro. Em 2023, as operações realizadas tiveram como principal resultado a recompra de Obrigações do Tesouro com maturidades mais curtas e a venda de Obrigações do Tesouro com maturidades mais longas. Com efeito, desde o início do ano foram efetuadas os seguintes leilões de troca/recompra de Obrigações do Tesouro:

- No dia 1 de março de 2023 foram realizados dois leilões de recompra, no valor global de 1 114 M€, dos seguintes instrumentos:
 - OT 4,95% 25Out2023: recompra de 322 M€, com taxa média de colocação de 3,192% e preço médio de colocação de 101,09%;
 - OT 5,65% 15Fev2024: recompra de 792 M€, com taxa média de colocação de 3,203% e preço médio de colocação de 102,27%;

¹³ A maturidade residual em agosto do ano *t* é a esperança média de vida do *stock* total de dívida por pagar (*outstanding debt*) nesse momento.

- No dia 29 de março de 2023 foram realizados dois leilões de recompra, no valor global de 840 M€, dos seguintes instrumentos:
 - OT 4,95% 25Out2023: recompra de 340 M€, com taxa média de colocação de 2,979% e preço médio de colocação de 101,08%;
 - OT 5,65% 15Fev2024: recompra de 500 M€, com taxa média de colocação de 2,816% e preço médio de colocação de 102,42%;
- No dia 10 de maio de 2023 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
 - OT 5,65% 15Fev2024: recompra de 353 M€, com taxa média de colocação de 3,083% e preço médio de colocação de 101,895%;
 - OT 4,125% 14Abr2027: recompra, 522 M€ com taxa média de colocação de 2,685% e preço médio de colocação de 105,291%;
 - OT 1,65% 16Jul2032: venda, 466 M€ com taxa média de colocação de 3,200% e preço médio de colocação de 87,850%;
 - OT 1,15% 11Abr2042: venda, 409 M€ com taxa média de colocação de 3,656 e preço médio de colocação de 66,210%;
- No dia 28 de junho de 2023 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
 - OT 2,875% 15Out2025: recompra de 191 M€, com taxa média de colocação de 2,925% e preço médio de colocação de 99,883%;
 - OT 2,875% 21Jul2026: recompra de 164 M€, com taxa média de colocação de 2,889% e preço médio de colocação de 99,956%;
 - OT 4,125% 14Abr2027: recompra, 520 M€ com taxa média de colocação de 2,860% e preço médio de colocação de 104,472%;
 - OT 1,65% 16Jul2032: venda, 315 M€ com taxa média de colocação de 3,011% e preço médio de colocação de 89,360%;
 - OT 1,00% 14Abr2052: venda, 560 M€ com taxa média de colocação de 3,484 e preço médio de colocação de 55,310%.

3.3 Dívida pública na definição de *Maastricht*

33. Esta secção incide sobre a informação mais recente divulgada pelas autoridades estatísticas nacionais Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística. Os EM da UE usam uma definição comum de dívida pública: definição de *Maastricht*.¹⁴ A dívida pública é uma variável *stock* observável no final de cada período: mês, trimestre ou ano. No entanto, a presente secção utiliza momentos distintos devido à disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (junho de 2023), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (julho de 2023) e valor nominal desagregado por subsector (junho de 2023). Quanto à decomposição por credores da dívida pública portuguesa, a informação tem por referência julho de 2023.

34. O peso da dívida pública na ótica de *Maastricht* no PIB nominal desceu para 110,1% no final do 2.º trimestre de 2023, menos 11,8 p.p. do PIB em comparação com o final do trimestre homólogo. Esta queda homóloga resulta dos contributos do efeito denominador do PIB (- 11,5 p.p.) e do efeito numerador (- 0,2 p.p.). Excluindo a dívida pública que se encontra aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública desceu para 100,4% do PIB no final de junho de 2023, sendo 9,3 p.p., inferior ao observado no final do trimestre homólogo. Com efeito, o peso dos depósitos diminuiu de 12,2% do PIB no 2.º trimestre de 2022 para 9,7% do PIB no 2.º trimestre de 2023.

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

35. No final de julho de 2023, o montante nominal da dívida pública na ótica de Maastricht situou-se em 280,9 mil M€. Traduz o aumento de 1950 M€ face ao final do mês homólogo e o acréscimo de 949 M€ em relação ao mês de junho de 2023.

36. Excluindo os ativos das AP sob a forma de depósitos, a dívida de Maastricht situou-se em 255,7 mil M€ no final de julho de 2023 (Tabela 7), o que reflete o aumento homólogo de 1820 M€. Com efeito, o stock total de ativos em depósitos das Administrações Públicas, os quais são incluídos na dívida pública na ótica de Maastricht, aumentou 131 M€ em termos homólogos, situando-se em 25,2 mil M€. Tipicamente, o stock de depósitos apresenta uma redução mensal significativa no mês de amortização de uma linha de Obrigações do Tesouro que atinja a maturidade. No futuro próximo, encontra-se a linha OT 4,95% 25Out2023, que atingirá a maturidade em outubro de 2023, sendo o stock em dívida desta linha no final de agosto de 2023 de 9,4 mil M€.

37. Relativamente aos passivos, assistiu-se a um acréscimo do peso do instrumento “numerário e depósitos” por contrapartida da descida do peso do instrumento “títulos”. Apesar desta alteração ocorrida ao longo do último ano, o instrumento “títulos” permanece como o principal instrumento do financiamento da dívida pública portuguesa. Este resultado reflete uma alteração do peso dos instrumentos da dívida: um aumento homólogo do instrumento “numerário e depósitos” para 49,7 mil M€ (+14,9 mil M€), determinado pelo contributo dos Certificados de Aforro. O stock da dívida pública sob a forma de títulos situou-se em 161,0 mil M€, o que reflete uma redução homóloga de 12,6 mil M€ devido aos contributos de títulos de longo prazo (9,5 mil M€) e curto prazo (3,2 mil M€) — composição da dívida, segunda a natureza do instrumento financeiro (Tabela 7). Quanto à dívida pública contraída sob a forma de empréstimos, esta equivalia a 25,0% do total no final de julho de 2023, cerca de 70,2 mil M€ (70,5 mil M€ no final do mês homólogo). Este montante inclui os empréstimos SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e PRR (Plano de Recuperação e Resiliência) contraídos junto das instituições da União Europeia. O stock total em dívida é cerca de 6,2 mil M€ no SURE e 1,1 mil M€ no PRR. Adicionalmente, o instrumento “empréstimos” inclui ainda o financiamento obtido no âmbito do PAEF que permanece em dívida (cerca de 49,1 mil M€).

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)	Dívida de Maastricht líquida de depósitos das AP (5)	Numerário e depósitos (6) = (2) / (1)	Empréstimos (7) = (3) / (1)	Títulos (8) = (4) / (1)	Dívida de Maastricht (9) = [(1) / PIB]	Ativos das AP sob a forma de depósitos (10) = [(1) - (5) / PIB]
	em M€				em M€	em % da dívida de Maastricht			em % do PIB	
dez-2014	230 059	18 976	99 606	111 476	208 826	8,2	43,3	48,5	132,9	12,3
dez-2015	235 746	22 815	91 209	121 723	217 556	9,7	38,7	51,6	131,2	10,1
dez-2016	245 245	26 832	85 647	132 766	222 795	10,9	34,9	54,1	131,5	12,0
dez-2017	247 175	29 462	75 561	142 151	227 383	11,9	30,6	57,5	126,1	10,1
dez-2018	249 260	30 798	69 134	149 328	232 675	12,4	27,7	59,9	121,5	8,1
dez-2019	249 977	31 808	66 533	151 636	235 520	12,7	26,6	60,7	116,6	6,7
dez-2020	270 495	33 062	68 188	169 244	246 634	12,2	25,2	62,6	134,9	11,9
dez-2021	269 089	34 441	70 014	164 634	253 575	12,8	26,0	61,2	124,5	7,2
dez-2022	272 435	39 642	70 502	162 291	258 526	14,6	25,9	59,6	112,4	5,7
jun-2023	279 976	49 629	70 482	159 866	255 269	17,7	25,2	57,1	110,1	9,7
jul-2023	280 925	49 705	70 214	161 006	255 705	17,7	25,0	57,3		

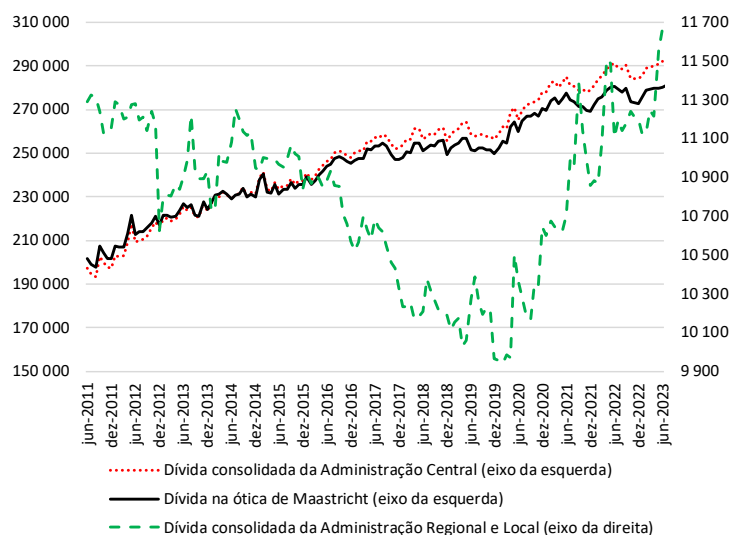
Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: A coluna 2 mostra o montante de dívida contraída sob a forma mais líquida, sendo os instrumentos mais representativos desta categoria os Certificados do Tesouro e os Certificados de Aforro. A coluna 10 mostra a parcela da dívida bruta que está aplicada pelas AP em depósitos. Portanto, as colunas 2 e 6 são um passivo, enquanto a coluna 10 é um ativo das AP.

38. Por subsectores, o crescimento homólogo da dívida pública de Maastricht no final de junho de 2023 foi justificado, essencialmente, pelo contributo da Administração Central.¹⁵ No final do 1.º semestre de 2023, o montante da dívida bruta consolidada dentro da Administração Central na ótica de Maastricht situou-se em 292,2 mil M€ (Gráfico 12), o que reflete um acréscimo homólogo de 1,1 mil M€. Quanto ao conjunto Administração Regional e Local, o montante da dívida de Maastricht no final de junho de 2023 (11,7 mil M€) ficou acima do verificado no final do mês homólogo (11,1 mil M€). Tendo por referência um horizonte temporal mais alargado, assistiu-se a uma diminuição da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local desde 2011 (Gráfico 12) até ao mínimo registado em fevereiro de 2020 (9,9 mil M€), mês imediatamente anterior ao início dos efeitos da pandemia COVID-19. Entretanto, a dívida aumentou para níveis mais elevados, atingindo um máximo em junho de 2023 (11,7 mil M€). Além

¹⁵ O foco deste parágrafo é a dívida pública por subsector e refere-se à definição de Maastricht, sendo que esta excluiu os créditos comerciais. Em seguida, a Secção 3.4 Dívida não financeira apresenta a decomposição subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

disso, é de referir que o fator de consolidação entre subsectores, que é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de *Maastricht* das Administrações Públicas, subiu para 23,7 mil M€ no final de junho de 2023 (acréscimo homólogo de 2,2 mil M€). A Administração Central é tipicamente credora face à Administração Local e à Administração Regional.

Gráfico 12 – Desagregação subsectorial da dívida de *Maastricht*
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: (i) a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector. (ii) A última observação para a linha preta (verde e vermelha) é julho (junho) de 2023.

39. As alterações na estrutura de detentores da dívida pública têm efeito na transmissão de impulsos com origem no Resto do Mundo e na liquidez dos títulos de dívida pública nos mercados financeiros. A dívida pública detida por agentes económicos não residentes é uma das componentes da dívida externa de Portugal. Tudo o resto constante, quanto mais elevado for o montante de dívida externa sob a forma de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro detida por sociedades financeiras não residentes, maior é a exposição da economia nacional aos canais de transmissão de crises e choques externos.¹⁶

No ano 2020, o stock de dívida pública portuguesa detido por residentes passou a ser superior ao montante detido por não residentes (Gráfico 13). No final de julho de 2023, a desagregação da dívida pública portuguesa era a seguinte: 162,1 M€ por agentes económicos residentes e 119,0 M€ por não residentes. Entre a dívida detida por não residentes, destaca-se o stock de cerca de 49,1 mil M€ no âmbito do PAEF e o montante de 7,3 mil M€ dos empréstimos SURE e PRR, sendo o restante, essencialmente, detido por sociedades financeiras não residentes que adquiriram títulos de dívida pública portuguesa nos mercados financeiros.

40. A dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito do programa de compras de ativos do sector público (PSPP) é classificada como dívida pública detida pelo sector institucional residente, mas o seu nível é determinado pelas decisões de política monetária do BCE.¹⁷ O Banco de Portugal detinha no final de julho de 2023 o montante de 72,5 mil M€ sob a forma de dívida pública portuguesa, o que compara com 1,7 mil M€ no final de 2014 (Gráfico 14), ano que antecedeu o início do programa de compras PSPP.¹⁸ Este facto ajuda a explicar por que é que, ao longo dos anos mais recentes, o sector residente passou a deter mais dívida pública do que o sector Resto do Mundo. No âmbito da política de

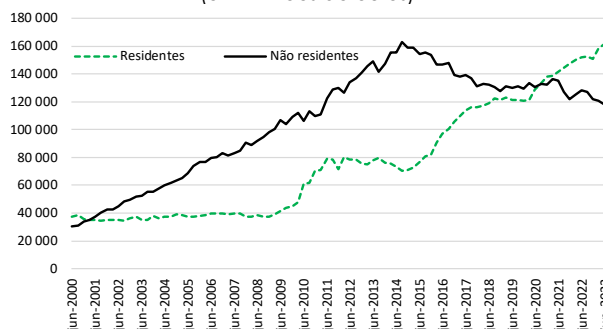
¹⁶ A dívida pública elevada e totalmente detida por não residentes (designadamente, por outras sociedades financeiras não residentes) implicaria uma exposição muito elevada a choques externos. No entanto, a dívida pública elevada e totalmente detida por agentes económicos residentes poderia também ter riscos para os residentes devido à não diversificação dos investimentos pelos investidores nacionais. Em caso de incumprimento do devedor, os restantes sectores institucionais residentes seriam afetados com perdas significativas, o que seria prejudicial para o conjunto da economia nacional como um todo. A título de exemplo, se houver um incumprimento nos reembolsos da dívida pública por parte do Estado (*hair cut*), então as famílias perderiam a poupança acumulada sob a forma de Certificados de Aforo e Certificados do Tesouro e o FEFS perdria uma parte muito significativa da carteira de aplicações em títulos da dívida pública portuguesa, ou seja, os portugueses perderiam o aforo nacional para fazer face às necessidades de pagamento de pensões futuras.

¹⁷ PSPP - Public Sector Purchase Programme.

¹⁸ O máximo da série trimestral foi observado no final de setembro de 2022 com o montante total em stock de 73,9 mil M€.

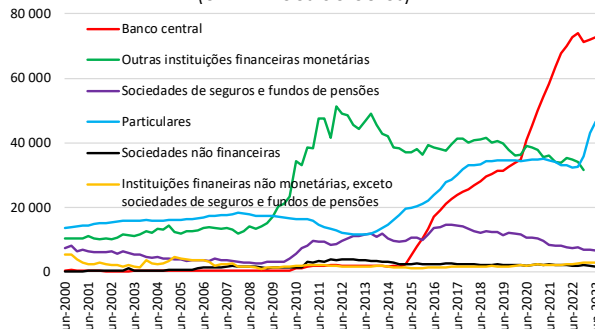
“quantitative easing” do BCE, o Banco de Portugal foi adquirindo no mercado secundário Obrigações do Tesouro que antes estariam nas carteiras de instituições financeiras não residentes. A 31/07/2023, o stock detido pelo Banco de Portugal (72,5 mil M€) representava 25,8% da dívida total de *Maastricht* portuguesa e 44,2% do stock de títulos de longo prazo emitidos pela Administração Central. Entre os agentes residentes, o sector institucional Famílias é o segundo maior; atingiu o máximo da série em julho de 2023 (46,6 mil M€). Detém os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro. O sector Outras Sociedades Financeiras Residentes detinha 31,5 mil M€ no final de junho de 2023.

Gráfico 13 – Dívida pública portuguesa detida por credores residentes e por não residentes
(em milhões de euros)



Fuentes: Banco de Portugal.

Gráfico 14 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes
(em milhões de euros)

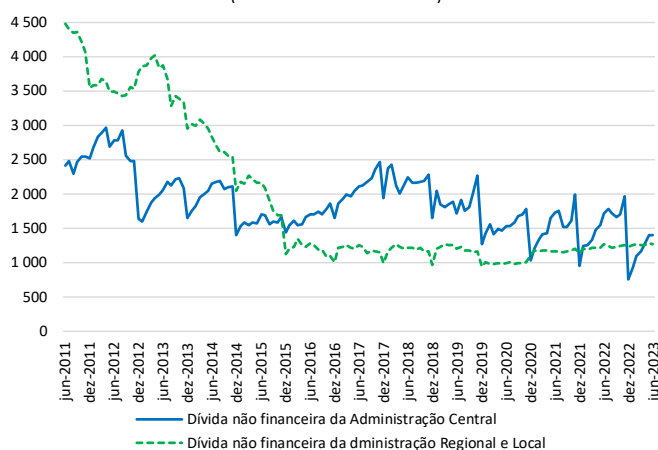


Fuentes: Banco de Portugal.

3.4 Dívida não financeira

41. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final de junho de 2023 ficou abaixo do observado no final do trimestre homólogo. Esta secção incide sobre a categoria designada como “dívida comercial” que, resumidamente, abrange as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o acréscimo do stock de passivos comerciais num determinado ano é registado no saldo orçamental desse ano, visto que refletem compromissos assumidos. Consequentemente, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores originam um ajustamento défice-dívida. No final de junho de 2023, as Administrações Públicas registaram um montante de dívida comercial de 2671 M€ (Gráfico 15), o que corresponde a uma variação homóloga negativa de 324 M€. A dívida comercial no final de junho de 2023 foi equivalente a 1,0% da dívida pública de *Maastricht*, peso ligeiramente inferior ao observado no final do mês homólogo (1,1%). Por subsectores, verificou-se uma descida homóloga (322 M€) deste stock na Administração Central para 1399 M€, sendo marginalmente compensada pela variação (+2 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1272 M€ no final de junho de 2023).

Gráfico 15 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fuentes: Banco de Portugal.

4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

42. A dívida pública, a dívida do sector privado e a dívida externa são variáveis macroeconómicas que se influenciam reciprocamente ao longo do tempo. A dívida externa de Portugal engloba a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais da economia portuguesa contraíram junto do exterior. O sector institucional Administrações Públicas contraiu a maior proporção da dívida externa de Portugal. Consequentemente, o elevado peso da dívida externa portuguesa no PIB condiciona o financiamento da economia como um todo. A Caixa 2 explica em detalhe os conceitos utilizados neste capítulo.

43. Os fluxos acumulados da necessidade (ou capacidade) de financiamento ao longo dos anos, aferidos pela soma da balança corrente com a balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução na Posição de Investimento Internacional (PII) de um país. Os detalhes encontram-se explicados na Caixa 2. O valor da PII pode ser decomposto segundo diversas perspetivas: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é apurado pela diferença entre ativos e passivos. Relativamente aos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se inserem os empréstimos entre o sector financeiro, os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e as obrigações soberanas. A dívida externa bruta da economia portuguesa corresponde aos instrumentos de dívida presentes nos passivos das seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Com efeito, a dívida externa líquida é calculada através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

44. Na economia portuguesa, o peso da dívida externa líquida dentro da PII é elevado. A dívida externa é a principal componente da PII visto que o financiamento externo de Portugal é obtido, essencialmente, através de instrumentos de dívida. Genericamente, a PII inclui instrumentos de dívida e de capital. A composição entre instrumentos pode ser alterada ao longo de cada período pelas transações entre detentores destes instrumentos financeiros. No limite, é possível assistir-se a um aumento (diminuição) do peso dos instrumentos de dívida na PII por contrapartida da diminuição (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PII, mantendo o valor total da PII.

45. Para o caso de um país que necessite de financiamento líquido (i.e. o valor da PII negativo), os instrumentos de capital são considerados mais benéficos do que os instrumentos de dívida, uma vez que os de capital tendem a ser pró-cíclicos com a atividade económica, pois as perdas num contexto de recessão serão partilhadas com os credores. A primeira ideia na frase anterior explica-se da seguinte forma. Uma PII muito negativa (como é o caso de Portugal, cuja PII vale - 76,9% do PIB em 30/06/2023) irá induzir nos anos seguintes mais próximos um fluxo negativo de rendimentos primários líquidos, seja sob a forma de juros líquidos sobre a dívida externa líquida, seja sob a forma de dividendos, rendas e lucros líquidos negativos sobre os outros recursos. A compreensão da restante frase a negrito advém do conteúdo dos instrumentos de capital. Genericamente, os instrumentos de capital são as ações detidas pelos acionistas das empresas, enquanto os instrumentos de dívida são as obrigações emitidas pelas empresas, os empréstimos e depósitos entre instituições, bem como as obrigações do Tesouro e os bilhetes do Tesouro emitidos pelo Estado Soberano. Os instrumentos de capital caracterizam-se, tipicamente, pela valorização (desvalorização) em períodos de expansão (recessão) económica, sendo os ganhos (as perdas) imputados ao acionista, uma vez que assume o risco no capital investido.¹⁹ Adicionalmente, os instrumentos de capital que se encontram dentro da categoria funcional "investimento direto" são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas, em contraste com a categoria "investimento de carteira" que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. Quanto aos instrumentos de dívida, estes têm de ser reembolsados independentemente do ciclo económico (desde que o devedor não seja insolvente), pelo que as perdas de uma recessão são imputadas

¹⁹ Esta afirmação deve ser interpretada com prudência, visto que o universo dos instrumentos de capital é heterogéneo e há fatores de valorização ou depreciação específicos de alguns sectores de atividade com capacidade de se valorizarem ou desvalorizarem em sentido contracíclico.

ao devedor. Adicionalmente, os instrumentos de dívida dentro da categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se por uma maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento direto”.

46. A categoria funcional “investimento de carteira” inclui os títulos de dívida pública Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, bem como títulos de dívida de empresas privadas residentes e capital (ações) de empresas residentes, sendo que o investidor tem maior facilidade em se desfazer dos títulos desta categoria funcional nos mercados financeiros. A obtenção de novos financiamentos em conjunturas económicas adversas será mais difícil para os emitentes (*i.e.*, o financiamento da economia através do “investimento de carteira” é mais instável do que no caso do financiamento obtido na categoria funcional de “investimento direto”).

4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

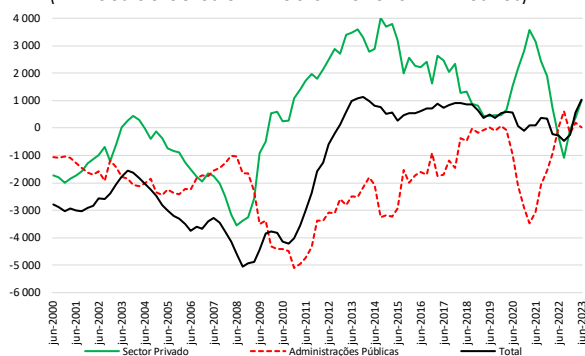
47. A presente secção tem como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 22 de setembro 2023 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional. Os dados divulgados encontram-se na ótica das contas nacionais. No entanto, é de referir que esta informação estatística pode apresentar diferenças quando comparada com a publicação do Banco de Portugal no âmbito das balanças corrente e de capital, as quais encontram-se aferidas na ótica da balança de pagamentos.²⁰

48. No ano terminado no 2.º trimestre de 2023, a economia portuguesa registou uma capacidade de financiamento de 1,6% do PIB. Este resultado deve-se ao contributo do sector privado (1,6% do PIB), visto que o sector das Administrações Públicas registou saldo próximo de nulo (0% do PIB). Um saldo orçamental negativo das Administrações Públicas reflete uma necessidade de financiamento (ou capacidade de financiamento se o saldo orçamental for positivo), o que tem consequências nos recursos gerados pela economia nacional. No ano terminado no 2.º trimestre de 2023, Portugal evidenciou uma capacidade de financiamento de 4,2 mil M€ (Gráfico 16), desagregando-se entre a capacidade de financiamento no sector institucional das Administrações Públicas (110 M€) e a do sector privado (4,1 mil M€).

49. O sector institucional famílias registou uma degradação da capacidade de financiamento face ao período homólogo. O sector institucional Famílias apresentou no ano terminado no 2.º trimestre de 2023 uma capacidade de financiamento (Gráfico 17) no valor de 1,4 mil M€, o que reflete uma deterioração homóloga de 1,6 mil M€. As Sociedades Não Financeiras evidenciaram uma necessidade de financiamento no montante de 3,2 mil M€, o que reflete uma melhoria de 5,1 mil M€. Quanto à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta foi de 5,9 mil M€ no ano terminado no 2.º trimestre de 2023, o que corresponde a uma melhoria homóloga de 1,8 mil M€.

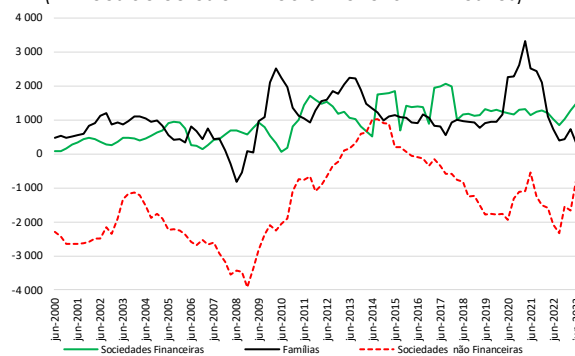
²⁰ A ótica das contas nacionais é utilizada por INE, Comissão Europeia, Eurostat e Ministério das Finanças, enquanto a ótica da balança de pagamentos é usada por Banco de Portugal, BCE, OCDE e FMI.

Gráfico 16 – 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).

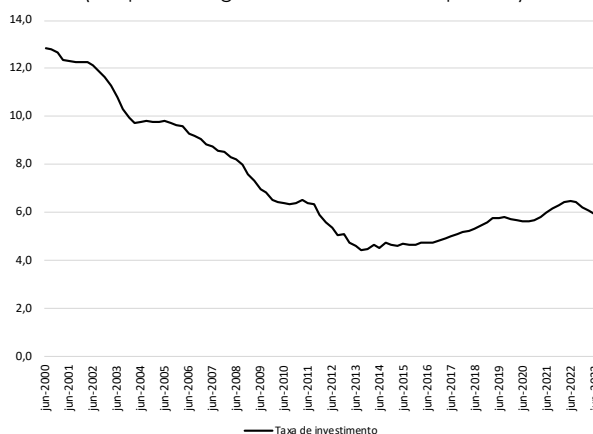
Gráfico 17 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado
(milhões de euros em média móvel a 4 trimestres)



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

50. A taxa de investimento das famílias, aferida pelo rácio entre a formação bruta de capital e o rendimento disponível desceu para 5,9% no ano terminado no 2.º trimestre de 2023 (Gráfico 18), mantendo-se em níveis próximos do mínimo observado em setembro de 2013 (4,4%), mas significativamente abaixo do máximo em junho de 2000 (12,8%). A formação bruta de capital fixo das famílias consiste, essencialmente, em habitação, pelo que uma baixa taxa de investimento terá consequências negativas no futuro do parque habitacional.

Gráfico 18 – Taxa de investimento das famílias
(em percentagem do rendimento disponível)



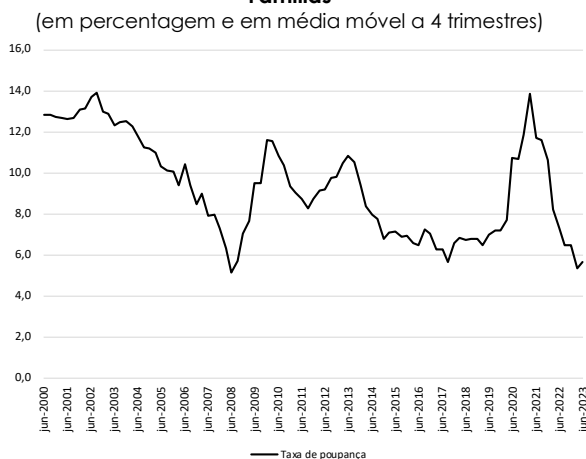
Fontes: INE e cálculos da UTAO.

51. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, calculada pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, situou-se em 5,7% no ano terminado no 2.º trimestre de 2023, o que corresponde a níveis próximos do mínimo da série estatística, observado em junho de 2008 (5,1%). É de salientar que a taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 19) evidenciava níveis baixos durante os anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,7% no período 2015–2019. Tendo como referência um horizonte mais alargado, verifica-se que a taxa de poupança das Famílias tende a subir em períodos de crise económica, anos 2009–2010, 2012–2013 e 2020–2021.

52. O PIB de Portugal tem sido historicamente superior ao rendimento nacional bruto, o que resulta do saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (resto do mundo). Este saldo negativo resulta do facto da PII de Portugal ser significativamente negativa ao longo dos anos — explicação no início do par. 45. No ano terminado no 2.º trimestre de 2023, o saldo da balança de rendimentos primários situou-se em – 1,6% do PIB. A diferença entre o PIB e o rendimento nacional bruto reflete o saldo da balança de rendimentos primários. Genericamente, os rendimentos primários registam a remuneração dos fatores produtivos detidos por não residentes, bem como a remuneração de fatores produtivos localizados fora de Portugal mas detidos por residentes em Portugal. Estes rendimentos referem-se à remuneração de trabalho, “terra” e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. Um saldo negativo na balança de rendimentos primários significa que

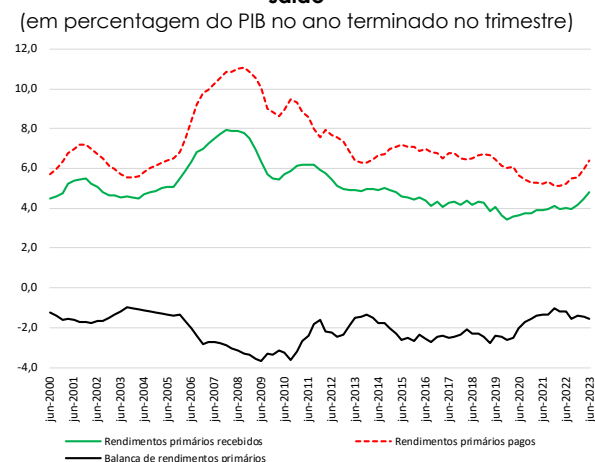
Portugal paga ao exterior mais do que dele recebe pela utilização de fatores produtivos. É de referir que os fluxos de rendimentos pagos ao exterior abrangem os juros da dívida externa portuguesa pública e privada, os quais beneficiaram do contexto internacional de baixo nível das taxas de juro anterior a 2022 (Gráfico 20). Consequentemente, as novas emissões de dívida pública e privada com taxas de juro fixas mais elevadas desde 2022 acabarão por se refletir na balança de rendimentos primários, nos anos seguintes à medida que se vai substituindo dívida que chega à maturidade por novas emissões de dívida.

Gráfico 19 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias



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

Gráfico 20 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (stock)

53. Os dados estatísticos da PII e da dívida externa são divulgados trimestralmente pelo Banco de Portugal nos meses de fevereiro, maio, agosto e novembro relativamente ao final do trimestre anterior. O PIB nominal não ajustado de sazonalidade é apurado e divulgado pelo INE trimestralmente em março, junho setembro e dezembro.

54. Entre o final do 2.º trimestre de 2022 e o final do 2.º trimestre de 2023, verificou-se uma descida da dívida externa em valor nominal, o que teve efeitos na melhoria da PII. A evolução em percentagem do PIB foi favorável quer devido ao efeito numerador (descida do valor nominal da dívida externa), quer devido ao efeito denominador (aumento do PIB nominal). A dívida externa líquida é o principal subconjunto da PII no caso da economia portuguesa, sendo que os instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.²¹ O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB diminuiu de 73,4% do PIB no final do 2.º trimestre de 2022 para 60,8% no final do 2.º trimestre de 2023 (Gráfico 21). Esta redução foi determinada, essencialmente, pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 10,9 p.p. do PIB, descendo para 43,4% do PIB no final do 2.º trimestre de 2023.²² Relativamente aos restantes sectores institucionais, estes diminuíram para 19,1% do PIB a exposição face aos credores não residentes em 1,7 p.p. do PIB.²³ Em valor nominal, o valor líquido da dívida externa de Portugal passou de 169,0 mil M€ para 154,7 mil M€ entre o final do 2.º trimestre de 2022 e o do 2.º trimestre de 2023. A descida da dívida externa das Administrações Públicas (de 125,0 mil M€ para 110,3 mil M€)

²¹ A PII desagrega-se através das seguintes categorias funcionais: “investimento de carteira”, “investimento direto”, “outro investimento”, “ativos de reserva” e “derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados”.

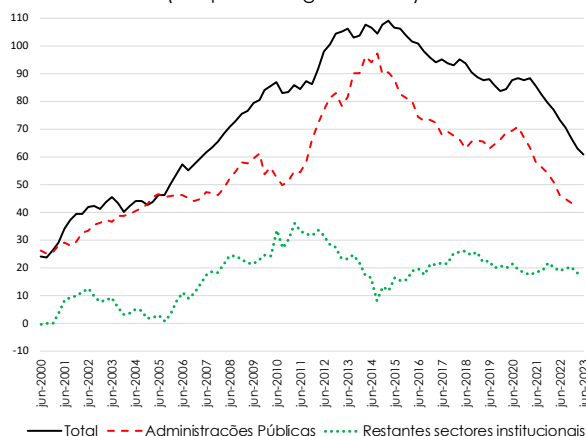
²² No entanto, é de referir que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que, por sua vez, é direcionado para o financiamento do sector institucional das Administrações Públicas.

²³ É de referir que no âmbito da execução da política monetária, o Banco de Portugal comprou títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo dos programas APP e PEPP. Os títulos de dívida pública podem ser adquiridos pelo Banco de Portugal a residentes e a não residentes. Posteriormente, os títulos detidos pelo Banco de Portugal são considerados dívida pública detida por sector institucional residentes (Gráfico 21 e Gráfico 22).

foi marginalmente compensada pela subida nominal nos restantes sectores institucionais (de 44,0 mil M€ para 44,4 mil M€).

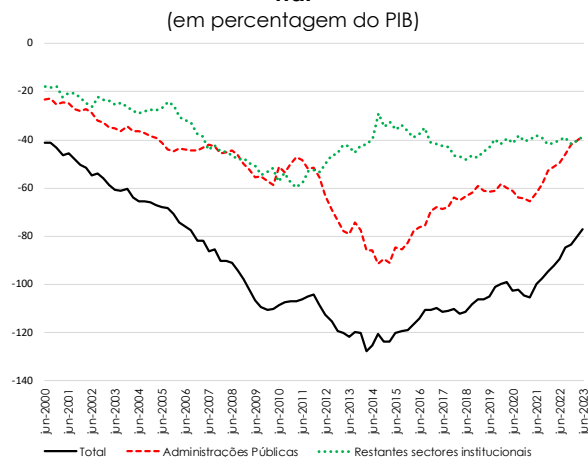
55. Com efeito, assistiu-se a uma recuperação da PII em valor nominal e em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa, passando de - 89,4% do PIB no final do 2.º trimestre de 2022 para - 76,9% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023.²⁴ O sector das Administrações Públicas, que representa a posição negativa mais significativa (Gráfico 22), recuperou o valor nominal de - 113,7 mil M€ para - 97,4 mil M€. Contudo, esta evolução foi em parte atenuada pela descida nos restantes sectores institucionais (de - 92,1 M€ para - 98,3 mil M€). O rácio entre a PII e o PIB permanece em níveis próximos dos verificados no período anterior à crise financeira de 2008.

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

A presente caixa visa explicar os conceitos subjacentes às estatísticas apresentadas e apreciadas no âmbito do financiamento da economia nacional.

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

A capacidade ou necessidade de financiamento da economia nacional num determinado ano traduz a situação da mesma perante o exterior, i.e., perante o resto do mundo, em termos de fluxos financeiros. Matematicamente, 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 balança corrente decompõe-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 fluxos destas balanças têm efeitos nos stocks de ativos e passivos financeiros da economia nacional sobre o resto do mundo. O défice (excedente) no conjunto das balanças corrente e de capital traduz-se numa entrada (saída) líquida de fundos para o financiamento da economia nacional. 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

²⁴ É de referir que os valores da PII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado. Contudo, na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

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 referir que o peso destes fluxos, que se foram acumulando ao longo dos anos passados, condicionam o presente e o futuro. Estes fluxos do passado contribuíram para o apuramento da Posição 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 valor da PII em 31 de dezembro do ano t resulta, fundamentalmente, da acumulação histórica de ativos e passivos sobre o exterior, secundariamente, de variações nos valores daqueles stocks determinadas por alterações cambiais e nos preços dos ativos e passivos, e marginalmente, de outros ajustamentos (erros e omissões). Aritmeticamente,

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

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

A dívida externa bruta da economia portuguesa é dada pela soma dos instrumentos de dívida que constam nos passivos das seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento.

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



UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

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

https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO_UnidadeTecnicaDeApoioOrçamental.aspx