

**Relatório UTAO n.º 19/2023**

# Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: dezembro de 2023

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento  
da economia

20 de dezembro 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: dezembro de 2023

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

**Relatório UTAO N.º 19/2023**

**Data de publicação:** 20 de dezembro de 2023

**Data-limite para incorporação de informação:** 16 de dezembro de 2023

**Disponível em:** [https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO\\_UnidadeTecnica-deApoioOrcamental.aspx](https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO_UnidadeTecnica-deApoioOrcamental.aspx)

---

## Índice Geral

Índice Geral.....	i
Índice de Gráficos.....	i
Índice de Caixas.....	i
Índice de Tabelas.....	i
Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos.....	ii
Sumário.....	1
<b>1 Introdução.....</b>	<b>3</b>
<b>2 Dívida soberana na Área do Euro.....</b>	<b>4</b>
2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana.....	4
2.2 Decisões de política monetária do BCE.....	7
<b>3 Evolução da dívida pública.....</b>	<b>10</b>
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros.....	10
3.2 Dívida direta do Estado.....	13
3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i> .....	21
3.4 Dívida não financeira.....	24
<b>4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa.....</b>	<b>25</b>
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo).....	26
4.2 Posição Líquida de Investimento Internacional e dívida externa ( <i>stock</i> ).....	26

## Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal.....	5
Gráfico 2 – Evolução diária em dezembro de 2023 da taxa de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos da dívida pública portuguesa.....	6
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa.....	6
Gráfico 4 – Peso das obrigações dos governos centrais no ativo dos bancos centrais.....	7
Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a outubro de 2023.....	9
Gráfico 6 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a novembro de 2023.....	9
Gráfico 7 – <i>Stock</i> conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro.....	16
Gráfico 8 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro.....	17
Gráfico 9 – Variação homóloga dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro.....	17
Gráfico 10 – Perfis anuais de amortização.....	19
Gráfico 11 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro.....	20
Gráfico 12 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> .....	23
Gráfico 13 – Dívida pública portuguesa detida por credores residentes e por não residentes.....	24
Gráfico 14 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes.....	24
Gráfico 15 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas.....	25
Gráfico 16 – Dívida externa líquida.....	28
Gráfico 17 – Posição líquida de investimento internacional.....	28

## Índice de Caixas

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

## Índice de Tabelas

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

Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro ..... 18

Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de *Maastricht* por instrumento..... 22

## Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

Sigla/abreviatura	Designação
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>   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
OT	Obrigações do Tesouro
p.	Página
p.b.	Ponto(s) base
p.p.	Ponto(s) percentual(ais)
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PEPP/PCEP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> Programa de Compras de Emergência Pandémica
PIB	Produto Interno Bruto
PLII	Posição Líquida de Investimento Internacional
PRR	Plano de Recuperação e Resiliência
PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i>   Programa de Compras do Sector Público
RAA	Região Autónoma dos Açores
RAM	Região Autónoma da Madeira
SURE	<i>Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency</i> Apoio para mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência
UE	União Europeia
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental

## Sumário

*Em termos históricos, regista-se uma subida das taxas de rentabilidade dos títulos da dívida soberana desde o final de 2021. Grécia e Itália foram os países que enfrentaram os maiores acréscimos. Contudo, mais recentemente, entre 1 de janeiro e 14 de dezembro de 2023, todos os países acompanhados nesta coleção registaram uma queda nas taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos. Idêntica tendência foi registada nos primeiros 14 dias de dezembro de 2023.*

*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 14 de dezembro de 2023. Nesta data, os oito países acompanhados, incluindo Portugal, registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2022. Entre 1 de janeiro e 14 de dezembro de 2023, Portugal registou uma diminuição do prémio de risco em 39,7 p.b., sendo a terceira maior descida de entre todos os países acompanhados.*

*Entre 33 países da OCDE, Portugal é o Estado-Membro com maior peso da dívida soberana detida pelo respetivo banco central. Este 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 14 de dezembro de 2023, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se abaixo da do final de 2022. Nas maturidades mais longas, 5, 10 e 30 anos, o diferencial para os valores registados no final de 2022 eram mais expressivos do que na maturidade a 2 anos.*

*As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro foram efetuadas em setembro de 2023 e 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 mais recentes decisões de política monetária tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) ocorreram a 14 de dezembro de 2023. Destaca-se a manutenção do nível das três taxas de juro diretoras do BCE. No que respeita ao programa de compra de ativos (Asset Purchase Programme — APP) o valor da carteira continua 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 ao final do 1.º semestre de 2024 e de reduzir a carteira do programa PEPP, ao ritmo de 7500 M€ por mês no 2.º semestre de 2024. No final de 2024, o Conselho do BCE pretende descontinuar os reinvestimentos no âmbito do PEPP.*

*A inflação desceu nos últimos meses, mas é provável que volte a subir temporariamente no curto prazo. Os anteriores aumentos das taxas de juro diretoras estão a repercutir-se nas condições de financiamento e na economia da Área do Euro. Neste sentido, os especialistas do BCE projetam um fraco crescimento económico no curto prazo.*

*No que respeita à restrição de tesouraria do Estado português, nos primeiros dez meses de 2023 a emissão de dívida por ele efetuada, líquida de amortizações (na ótica de tesouraria), foi inferior ao registado no período homólogo de 2022. A despesa (bruta) em ativos financeiros, executada no período janeiro a outubro de 2023, foi superior à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 1600 M€, mais 103 M€ do que o despendido em igual período de 2022. A execução de garantias registou valores mais relevantes do que o histórico, ascendendo a 100 M€ no período em análise.*

*No período compreendido entre janeiro e outubro de 2023, uma maioria expressiva 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. A despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 1600 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (1266,4 M€) e empréstimos a médio e longo prazos (196 M€). As dotações de capital, destinadas quase exclusivamente a EPR, tiveram a seguinte distribuição por entidade: Infraestruturas de Portugal, S.A. (1189,3 M€), CP — Comboios de Portugal, E.P.E. (54,1 M€) e EDIA — Empresa de Desenvolvimento e Infraestruturas do Alqueva, S.A. (23,0 M€). No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros dez meses de 2023 ascendeu a 146 M€.*

*Face aos valores orçamentados no OE/2023, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros dez meses de 2023 o Estado financiou-se num montante correspondente a 12,4% do previsto para o conjunto do ano.*

*O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de outubro 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 outubro de 2023 registou-se uma diminuição 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 outubro 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 (75 M€ no período janeiro a outubro de 2022 e 92 M€ entre janeiro e outubro de 2023).

Em outubro de 2023, o "stock" de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou um crescimento acentuado face ao mês homólogo, mantendo-se próximo, mas ligeiramente abaixo, do máximo histórico alcançado no mês de agosto de 2023. O "stock" de Certificados de Aforro ascendeu a 34 072 M€ em outubro de 2023, refletindo uma subida homóloga de 18 051 M€.

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 alisamento (adiamento) das amortizações ou refinanciamento da dívida pública.

O rácio entre a dívida pública na ótica de "Maastricht" e o PIB desceu para 107,5% do PIB no final do 3.º trimestre de 2023, o que corresponde a uma redução de 10,9 p.p. em relação ao final do trimestre homólogo. Esta variação resulta de dois contributos: o efeito denominador (- 11,0 p.p.), decorrente da recuperação do PIB nominal, e o efeito numerador (+ 0,1 p.p.), resultante do aumento no valor nominal da dívida.

Excluindo os depósitos na dívida de "Maastricht", o rácio da dívida pública fixou-se em 96,5% do PIB no final do 3.º trimestre de 2023, sendo inferior (- 9,5 p.p.) ao observado no final do trimestre homólogo. Consequentemente, o peso dos depósitos desceu de 12,4% do PIB no 3.º trimestre de 2022 para 11,0% do PIB no 3.º trimestre de 2023.

Em valor nominal, a dívida pública ascendeu a 270,4 mil M€ no final de outubro de 2023, o que reflete uma redução homóloga de 3,0 mil M€. Além disso, a dívida de "Maastricht" líquida de depósitos desceu entre o final de outubro de 2022 (253,8 mil M€) e o final de outubro de 2023 (252,6 mil M€), o que representa uma queda de 1155 M€. O montante dos ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas foi de 17,8 mil M€ no final de outubro de 2023, o que reflete uma descida homóloga de 1866 M€.

Ao longo dos últimos 12 meses, aumentou o peso do instrumento "numerário e depósitos" no total da dívida pública, de 13,4% para 18,4% no final de outubro de 2023. Esta alteração decorre do aumento expressivo na subscrição de Certificados de Aforro e teve, como contrapartida, a descida do peso do instrumento "títulos". Apesar desta variação homóloga, o instrumento "títulos" continua sendo o principal instrumento de financiamento da dívida pública portuguesa (tendo descido de 60,8% para 55,7% da dívida pública total).

Relativamente à dívida comercial das Administrações Públicas, este passivo situou-se em 3090 M€ no final de setembro de 2023, o que equivale a 1,1% do stock da dívida de "Maastricht". Em termos homólogos, verificou-se uma subida de 195 M€.

A dívida externa líquida em valor nominal desceu entre o final do 3.º trimestre de 2022 (166,9 mil M€) e o final do 3.º trimestre de 2023 (149,2 mil M€), o que se reflete numa melhoria da Posição de Investimento Internacional (PLII). Em percentagem do PIB, a trajetória beneficiou dos contributos do efeito numerador (valor nominal da dívida externa) e do efeito denominador (PIB nominal). A dívida externa líquida é avaliada a preços de mercado e, como tal, desce automaticamente com a descida dos preços dos passivos e com a subida do preço dos ativos subjacentes. A subida do preço de mercado de um título de dívida decorre da descida da taxa de juro implícita no mercado. Tendo por referência o final do ano 2022, o contributo favorável decorrente do efeito preço dos ativos/passivos que se encontram na PLII ascendeu a 3069 M€. Em larga medida, a descida nos preços resultou da subida generalizada das taxas de juro.

O peso da dívida externa líquida de Portugal no PIB diminuiu de 70,6% no final do 3.º trimestre de 2022 para 57,3% no final do 3.º trimestre de 2023. Este resultado foi determinado, essencialmente, pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 9,2 p.p. do PIB, ficando em 41,7% do PIB no final deste período.

É de salientar que a dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurossistema é estatisticamente classificada como dívida pública detida por sector institucional residente. O montante de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal situou-se em 72,5 mil M€ no final de setembro de 2023, o que compara com o "stock" de 1,7 mil M€ no final de 2014, ano anterior ao início do programa de compras de ativos.

Consequentemente, observou-se um acréscimo da PLII em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa (ao nível verificado imediatamente antes da crise financeira global iniciada em 2008). Passou de - 84,8% do PIB no final do 3.º trimestre de 2022 para - 74,3% no final do 3.º trimestre de 2023. A dívida externa líquida de Portugal tem sido a principal fonte de financiamento da economia portuguesa, dado que é a maior componente da PLII.

## 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.** São as organizações devidamente identificadas em notas de rodapé aos gráficos e tabelas, e, no caso de mercados e dívida pública direta do Estado, a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E.P.E. (IGCP, E.P.E.) pela informação transmitida.

**3. Sempre que apropriado, a variação dos agregados financeiros em 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 dezembro 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 dezembro 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 14 de dezembro de 2023 e a Secção 2.2 dá conta das mais recentes decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tomadas na reunião de 14 de dezembro de 2023. Esta secção mostra as taxas de inflação na Área do Euro, tendo a última extração de dados ocorrido em 16 de dezembro 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 outubro de 2023 relativamente à restrição de tesouraria do Estado, 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 15 de dezembro de 2023. Nas Secções 3.3 e 3.4, foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal para o *stock* da dívida pública. A análise nas mesmas tem por referência momentos distintos em função da disponibilidade dos dados: o rácio da dívida pública em percentagem do PIB — setembro de 2023, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — outubro de 2023 e o valor nominal desagregado por subsector emissor e detentor institucional — setembro de 2023. Por fim, no Capítulo 4 foram utilizados dados da Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa (3.º trimestre de 2023) divulgadas pelo Banco de Portugal. Os dados das contas nacionais trimestrais por sector institucional do 3.º trimestre serão divulgados pelo INE em 22 de dezembro de 2023. A análise da UTAO ao 2.º trimestre de 2023 foi divulgada na Secção 4.1 do [Relatório UTAO n.º 14/2023](#), de 10 de outubro.

**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 14 de dezembro 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 2.2 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 elencados na Tabela 1 registaram uma subida das taxas de rentabilidade dos seus 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 14 de dezembro de 2023, todos os países elencados na Tabela 1 registaram uma queda nas taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos. Idêntica tendência foi registada nos primeiros 14 dias de dezembro de 2023.** Em 14 de dezembro de 2023, Portugal e todos os restantes sete países elencados na Tabela 1 registavam taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos inferiores às que haviam sido alcançadas no final de dezembro de 2022: Portugal (-0,85 p.p.), Grécia (-1,29 p.p.), Itália (-0,91 p.p.), Espanha (-0,57 p.p.), Irlanda (-0,65 p.p.), Bélgica (-0,52 p.p.), França (-0,47 p.p.) e Alemanha (-0,45 p.p.). Esta foi também a tendência dos mercados no período mais recente, nos primeiros 14 dias de dezembro de 2023, todos os países elencados na Tabela 1 registaram descidas nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos: Portugal (-0,38 p.p.), Grécia (-0,40 p.p.), Itália (-0,44 p.p.), Espanha (-0,39 p.p.), Irlanda (-0,40 p.p.), Bélgica (-0,37 p.p.), França (-0,38 p.p.) e Alemanha (-0,33 p.p.). A 14 de dezembro, três dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rentabilidade superiores aos 2,73% dos títulos portugueses, encontrando-se nesta condição os títulos de Itália (3,79%), Grécia (3,27%) e Espanha (3,08%).

**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	30 nov. 2023	14 dez. 2023	Variação entre 30/nov. e 14/dez. (em p.p.)	Variação desde o início do ano (em p.p.)
<b>Portugal</b>	<b>2,50</b>	<b>3,75</b>	<b>1,91</b>	<b>1,71</b>	<b>0,43</b>	<b>0,03</b>	<b>0,46</b>	<b>3,58</b>	<b>3,11</b>	<b>2,73</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,85</b>
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,62	1,31	4,57	3,67	3,27	-0,40	-1,29
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,54	1,17	4,70	4,23	3,79	-0,44	-0,91
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	3,47	3,08	-0,39	-0,57
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,29	0,24	3,08	2,82	2,42	-0,40	-0,65
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,39	0,18	3,21	3,06	2,69	-0,37	-0,52
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,34	0,19	3,11	3,02	2,64	-0,38	-0,47
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,56	2,45	2,11	-0,33	-0,45

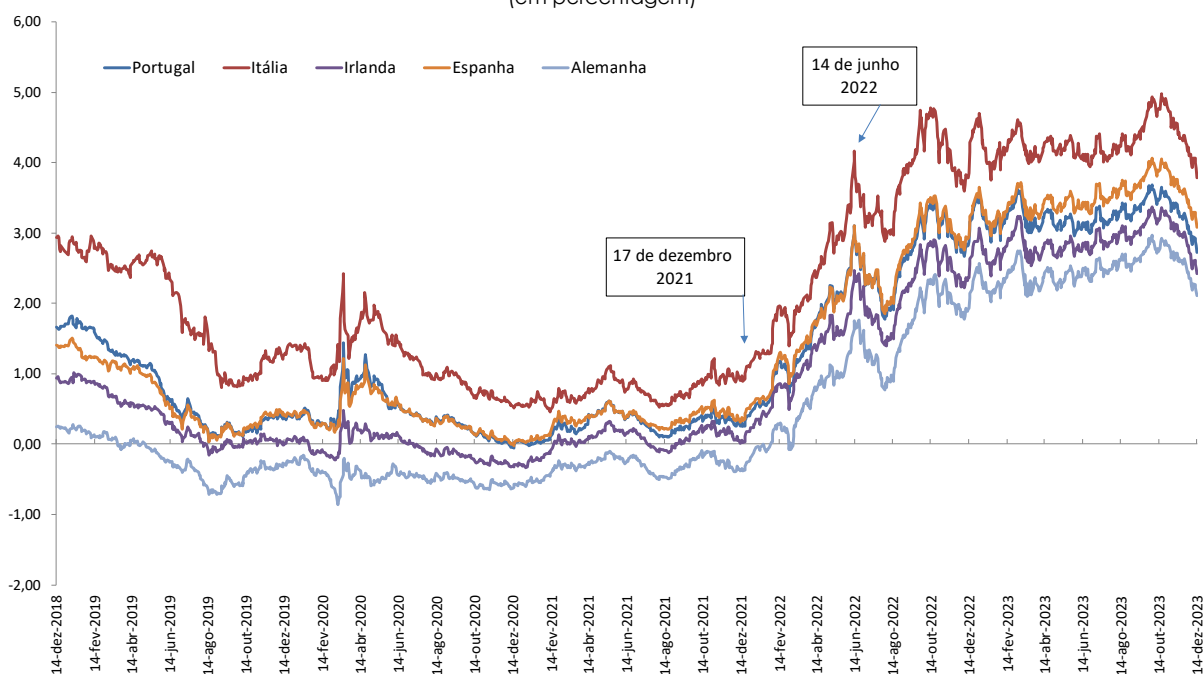
Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**8. Desde o final de dezembro de 2021, regista-se um movimento ascendente nas taxas de rentabilidade das dívidas soberanas na Área do Euro, embora com oscilações.** 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 rentabilidade 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. Desde essa data, as taxas de rendibilidade mantiveram-se relativamente elevadas até ao início do 4.º trimestre de 2023, altura em que registaram um máximo. Após o início de outubro de 2023, assistiu-se a um movimento de contração das taxas de rendibilidade nos títulos a 10 anos, para valores inferiores aos registados no início do ano. Com efeito, em 14 de dezembro de 2023, a Alemanha registou uma *yield* de 2,11% para os seus títulos a 10 anos, o que representa uma descida de 0,45 p.p. face ao início de 2023. De forma idêntica, os restantes países elencados na Tabela 1 e no Gráfico 1 abaixo acompanharam esta evolução. Para Portugal, em 14 de dezembro de 2023, a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendia a 2,73%, registando uma descida de 0,85 p.p. desde o início 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 14 de dezembro de 2023. Nesta data, todos os países elencados na Tabela 2, incluindo Portugal, registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2022.** O prémio de risco de uma dívida soberana poder ser medido de várias formas. Uma delas é através da diferença de rendibilidade do instrumento desse país face ao título alemão com a mesma maturidade. Os países listados na Tabela 2 apresentaram uma redução dos seus prémios de risco face ao nível registado no em 30 de dezembro de 2022. Grécia, Itália e Portugal registavam, em 14 de dezembro de 2023, as reduções mais significativas nos prémios de risco, face ao final do ano anterior: - 84,2, - 45,9, - 39,7 p.b., respetivamente. Irlanda, Espanha, Bélgica e França também apresentavam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana inferiores aos registados no início do ano (variações de - 19,9, - 11,9, - 6,7 e - 1,3 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 14 de dezembro de 2023, Portugal registou uma diminuição do prémio de risco em 39,7 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 14 de dezembro de 2023 o prémio de risco da dívida portuguesa valia 62 p.b., um valor inferior ao de Espanha (97 p.b.), e muito inferior aos de Itália (167 p.b.) e Grécia (116 p.b.) — ver Tabela 2.

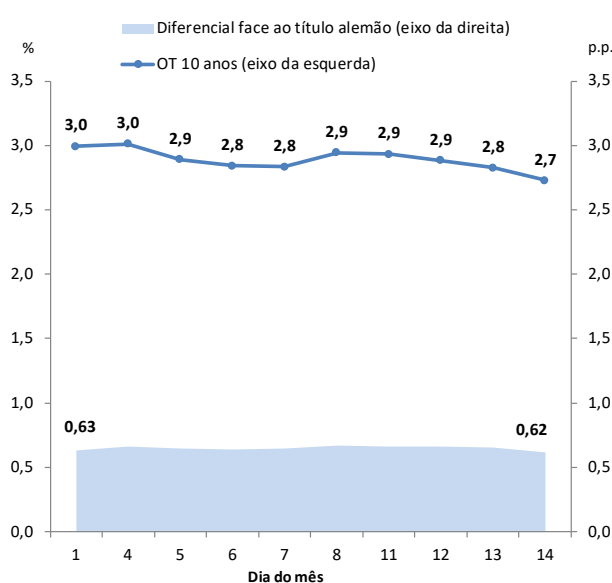
**Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos-base)

	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	31 dez. 2020	30 dez. 2021	30 dez. 2022	30 nov. 2023	14 dez. 2023	Varição entre 30/nov. e 14/dez. (em p.b.)	Varição desde o início do ano (em p.b.)
<b>Portugal</b>	<b>188</b>	<b>354</b>	<b>149</b>	<b>148</b>	<b>62</b>	<b>60</b>	<b>64</b>	<b>101</b>	<b>66</b>	<b>62</b>	<b>-4,6</b>	<b>-39,7</b>
Grécia	766	690	369	416	161	119	150	200	123	116	-6,8	-84,2
Itália	97	161	158	250	160	111	135	213	178	167	-10,6	-45,9
Espanha	114	118	113	117	65	62	74	108	102	97	-5,8	-11,9
Irlanda	52	54	24	66	30	28	42	51	38	31	-6,5	-19,9
França	36	48	36	47	30	23	38	54	57	53	-4,6	-1,3
Bélgica	34	32	20	53	27	18	36	64	62	58	-3,9	-6,7

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

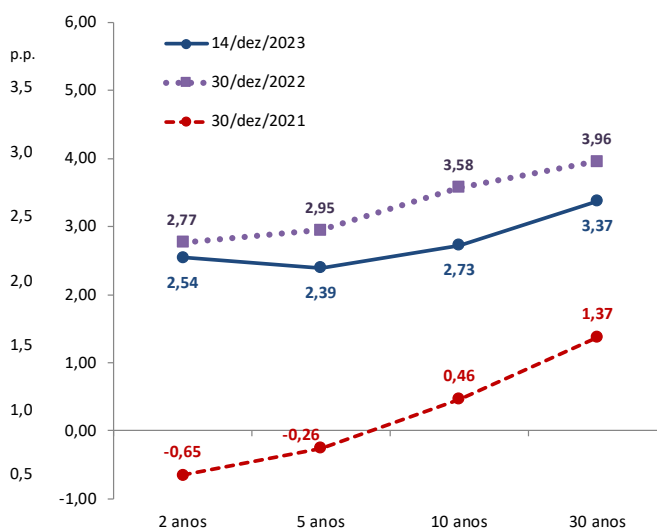
**10. Em 14 de dezembro de 2023, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se abaixo da do final de 2022. Nas maturidades mais longas, 5, 10 e 30 anos, o diferencial para os valores registados no final de 2022 eram mais expressivos do que na maturidade a 2 anos.** Em 14 de dezembro de 2023, a posição da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se abaixo da curva de rendimentos verificada no final de 2022, em todas as maturidades. Nas maturidades mais longas, 5, 10 e 30 anos, a diferença era mais significativa. 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 14 de dezembro de 2023, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se ligeiramente para baixo, refletindo uma diminuição 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. Com efeito, 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 dezembro 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 dezembro 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.

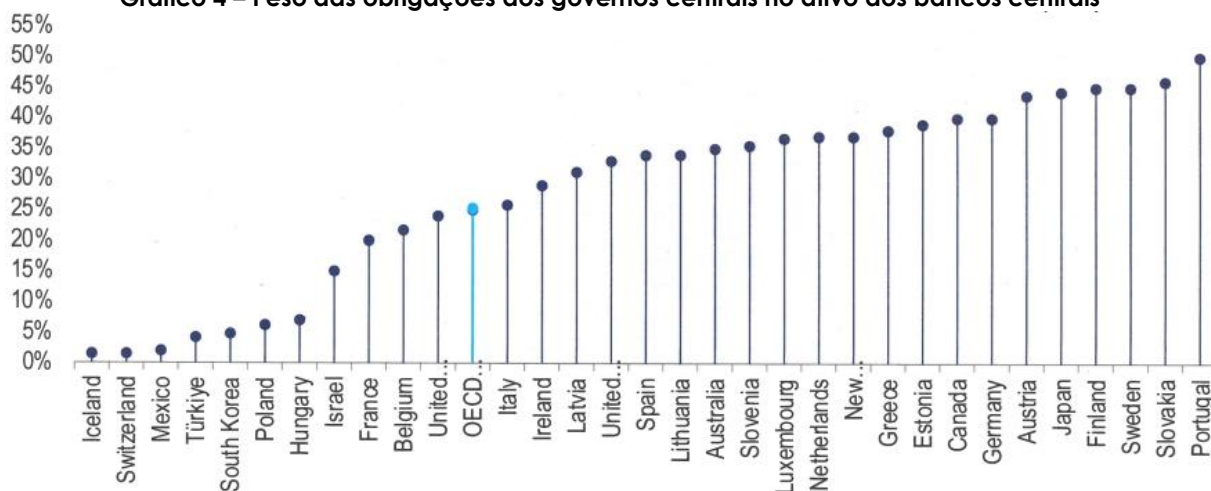
**Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa**  
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**11. A percentagem de obrigações do governo central na posse do banco central influencia a perceção 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.<sup>1</sup> 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.

**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 dezembro de 2023, destacando-se a manutenção no atual nível das três taxas de juro diretoras do BCE.** As decisões de política monetária têm 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:

- **Manter inalteradas as três taxas de juro diretoras do BCE.** A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito permanecem inalteradas, mantendo os atuais níveis de 4,50%, 4,75% e 4,00%, respetivamente;

<sup>1</sup> 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>.

- **O Conselho do BCE decidiu continuar com a normalização do balanço do Eurosistema.** 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: i) durante o 1.º semestre 2024 — continuar a reinvestir a totalidade dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do PEPP; ii) no 2.º semestre de 2024 — reduzir a carteira do programa PEPP, ao ritmo de 7500 M€ por mês. No final de 2024, o Conselho do BCE pretende descontinuar os reinvestimentos no âmbito do PEPP;
- **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 novembro de 2023, a carteira de ativos detidos pelo Eurosistema ascendia a 3 038 473 M€, menos 17 949 M€ do que no final de outubro de 2023;
- **Importa 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. Esta decisão foi mantida nas reuniões de política monetária ocorridas a 14 de setembro e 14 de dezembro de 2023.

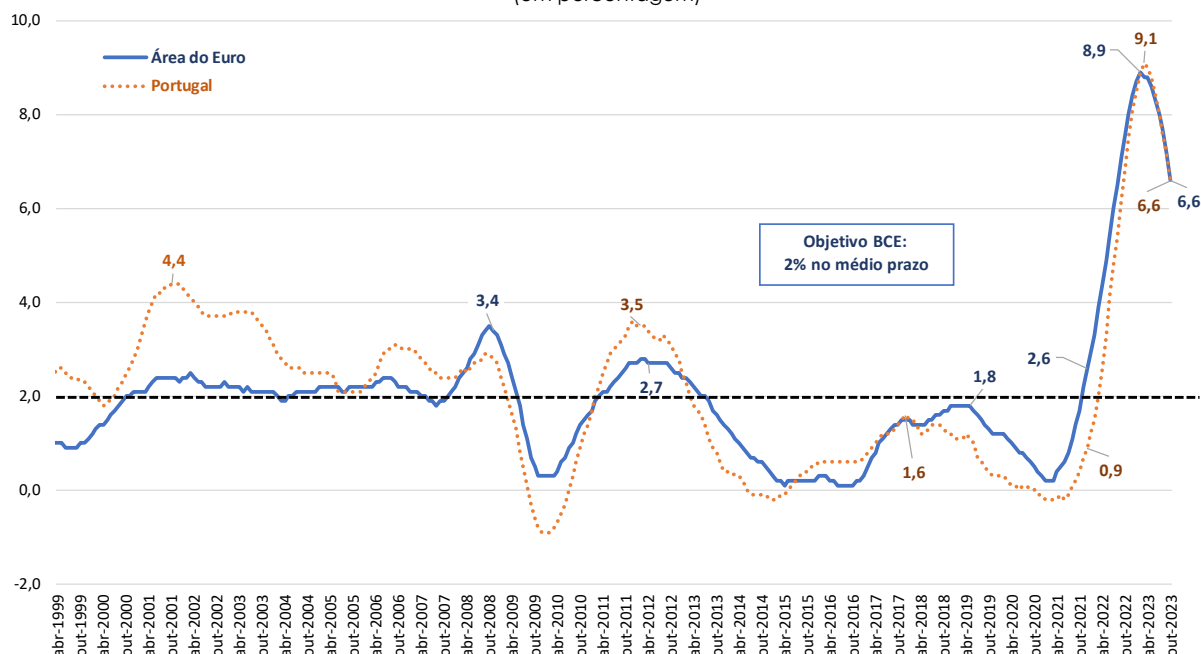
**13. A inflação desceu nos últimos meses, mas é provável que volte a subir temporariamente no curto prazo. Os anteriores aumentos das taxas de juro diretoras estão a repercutir-se nas condições de financiamento e na economia da Área do Euro. Neste sentido, os especialistas do BCE projetam um fraco crescimento económico no curto prazo.** As mais recentes projeções macroeconómicas para a área do euro, elaboradas pelos especialistas do Eurosistema, indicam que a inflação deverá descer gradualmente durante 2024, aproximando-se do objetivo de médio prazo (2%) em 2025. A inflação total deverá ascender a 5,4% em 2023, 2,7% em 2024, 2,1% em 2025 e 1,9 em 2026. Face às anteriores previsões elaboradas em setembro, regista-se uma revisão em baixa para 2023 e especialmente para 2024. A *inflação subjacente* continuou a abrandar.<sup>2</sup> No entanto, identificam-se elevadas pressões internas sobre os preços, nomeadamente as que decorrem do forte crescimento dos custos unitários do trabalho. De acordo com as projeções dos especialistas do Eurosistema, a inflação subjacente deverá situar-se em 5,0% em 2023, 2,7% em 2024, 2,3% em 2025 e 2,1 em 2026, o que representa uma ligeira revisão em baixa para os anos 2023 e 2024. O custo de endividamento aumentou, as condições de financiamento são mais restritivas, o que contribui para conter a procura agregada e reduzir a inflação. Assim, os especialistas do Eurosistema projetam um fraco crescimento económico da Área do Euro no curto prazo: 0,6% em 2023, 0,8% em 2024 e 1,5% em 2025 e 2026.

**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 48 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, tem vindo a registar sucessivas 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%) — a evolução para Portugal e a média da Área do Euro são apresentadas 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 (23 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

<sup>2</sup> O cabaz abrangido pelo conceito de inflação subjacente exclui os produtos com os preços tipicamente mais voláteis, a saber, os produtos energéticos e os produtos alimentares não-processados.

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 6,6% em outubro de 2023 — Gráfico 5.

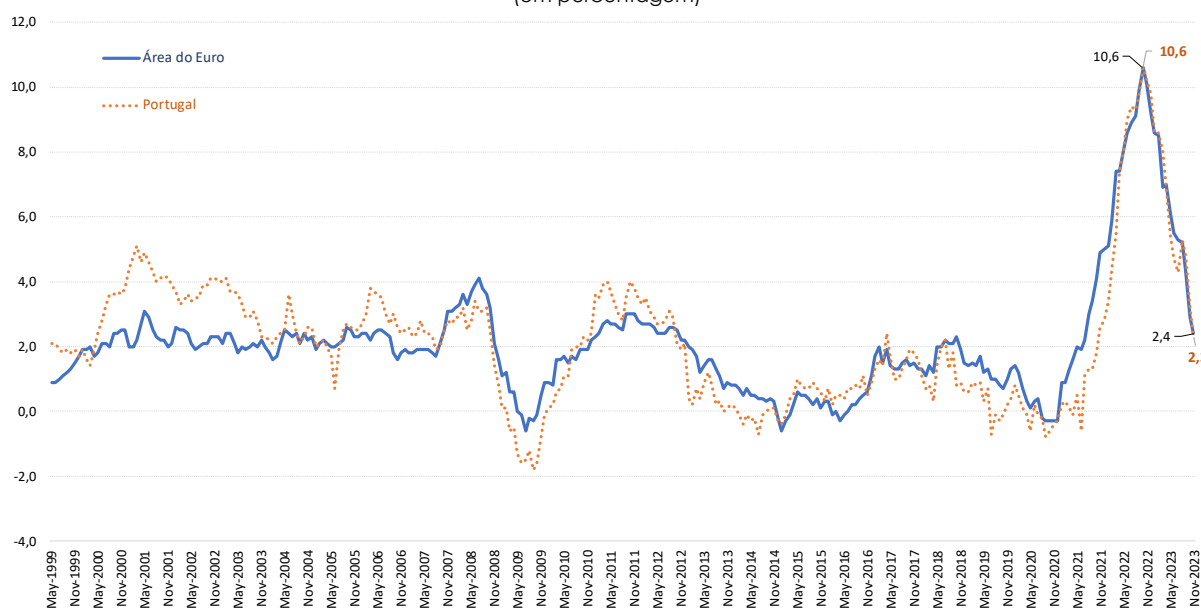
**Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a outubro de 2023**  
(em percentagem)



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 ( $\pi_t$ ) é dada pelo cálculo do seguinte rácio:

$$\pi_t = \left\{ \left[ \frac{\left( \sum_{i=t-11}^t \text{IHPC}_i \right) / 12}{\left( \sum_{i=t-20}^{t-1} \text{IHPC}_i \right) / 12} \right] - 1 \right\} \times 100$$

**Gráfico 6 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a novembro de 2023**  
(em percentagem)



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

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

**15. A inflação tem oscilado mais em Portugal do que na média da Área do Euro.** Tal facto 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 outubro de 2023) são mais acentuados 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.

### 3 Evolução da dívida pública

**16. Este capítulo analisa 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.<sup>3</sup> É também analisada a despesa com juros e outros encargos da dívida pública. As novas emissões de dívida pública, as condições em que foram efetuadas e 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 setembro 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 a 2022, execução em 2023 (de janeiro a outubro), 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 explica a construção da restrição de tesouraria do Estado que se encontra quantificada na Tabela 3.

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

<sup>3</sup> SURE — Acrónimo da designação “Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency”. Pode ser traduzida para português como “Apoio para mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência”.

PRR — Plano de Recuperação e Resiliência.

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

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

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

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

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

A primeira linha da Tabela 3 exhibe a receita líquida de passivos financeiros  $(R_{PF} - D_{PF})$ . As linhas seguintes mostram as aplicações desta receita líquida: financiamento do défice global, financiamento da despesa líquida em ativos financeiros e financiamento do défice transitado da gerência anterior. 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.

Nota: 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 (obtém do) conjunto dos demais sectores institucionais da economia — incluindo os outros subsectores das Administrações Públicas. No segundo caso, a linha 1 da Tabela 3 mede a variação nas emissões de dívida financeira do subsector Estado líquidas de amortizações.

### 18. Nos primeiros dez meses de 2023, a emissão de dívida efetuada pelo Estado, líquida de amortizações (na ótica de tesouraria), foi inferior ao registado no período homólogo de 2022.

No período janeiro a outubro de 2023, o Estado arrecadou uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 1578 M€, um valor que se situa 1917 M€ abaixo 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 outubro de 2023 absorveu 123 M€ desses recursos (menos 2142 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 1454 M€, mais 225 M€ do que no período homólogo. Refira-se que, no período em análise, a necessidade do Estado recorrer a financiamento resultou muito mais de despesa efetuada em ativos financeiros (1600 M€), de que são exemplo as dotações de capital (analisadas mais adiante), do que para fazer face ao défice resultante da execução orçamental, que neste período ascendeu a 123 M€, um valor muito inferior ao défice registado no período homólogo.

### 19. A despesa (bruta) em ativos financeiros, executada no período janeiro a outubro de 2023, foi superior à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 1600 M€, mais 103 M€ do que o

**despendido em igual período de 2022. A execução de garantias registou valores mais relevantes do que o histórico, ascendendo a 100 M€ no período em análise.** No período janeiro a outubro de 2023, estas verbas foram destinadas, na sua grande maioria, a dotações de capital (1266 M€) e empréstimos de médio e longo prazos (196 M€). O Estado concedeu também créditos de curto prazo no valor de 35 M€. Despendeu, ainda, 100 M€ em execução de garantias (valor que compara com 1,2 M€ despendido em igual período de 2022).<sup>4</sup> Neste capítulo, a execução entre janeiro e outubro de 2023 exigiu do Estado um menor esforço financeiro, face ao período homólogo de 2022, relativamente a empréstimos a médio e longo prazos (- 104 M€) — os empréstimos a curto prazo encontram-se englobados na parcela “3.3 Outros” e a sua execução diminuiu 63 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 outubro 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 - outubro			Referenciais anuais	
						Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	2022	2023	Δ 2022/23	OE 2023	Δ 2022/23
<b>1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6)</b>	7 339	9 499	16 790	13 773	9 251	-281	908	452	1 884	790	-373	21	-31	-3 564	1 773	3 495	1 578	-1 917	12 694	3 443
<b>2. Saldo global</b>	-3 666	-3 940	-12 204	-9 471	-5 781	224	-481	-340	-1 841	-539	630	-50	114	3 831	-1 671	-2 266	-123	2 142	-5 926	-144
<b>3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)</b>	4 778	6 357	4 741	4 945	4 062	2	427	126	43	256	260	5	101	273	108	1 497	1 600	103	10 885	6 823
3.1 Empréstimos médio/longo prazo	2 679	3 020	2 595	911	1 059	0	0	0	30	2	26	0	82	19	38	300	196	-104	6 611	5 552
3.2 Dotações de Capital	1 537	3 276	1 984	3 998	2 866	0	427	89	0	190	235	0	18	254	54	1 096	1 266	171	4 077	1 211
3.3 Outros	562	62	163	36	137	2	0	37	13	64	0	5	0	1	16	101	137	36	197	60
<b>4. Receita de ativos financeiros</b>	1 105	798	156	644	593	59	0,1	14	0	6	3	34	18	6	6	268	146	-122	4 117	3 524
<b>5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)</b>	3 673	5 559	4 585	4 301	3 469	-57	427	112	43	250	257	-30	83	268	102	1 229	1 454	225	6 768	3 299
<b>6. Saldo da gerência anterior</b>	0	0	-2	-7	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	1	0	1
<b>7. Saldo Total</b>	0	0	-2	-7	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	1	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 outubro 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 dez meses de 2023, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 1600 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (1266,4 M€) e empréstimos a médio e longo prazos (196 M€). Em ambas as tipologias, a grande maioria desta despesa teve como destino o financiamento das EPR. Em particular, a despesa efetuada em **dotações de capital** (1266,4 M€) destinou-se quase exclusivamente a EPR, com a seguinte distribuição por entidade:

- Infraestruturas de Portugal, S.A. 1 189,3 M€;
- CP – Comboios de Portugal, E.P.E. 54,1 M€;
- EDIA – Emp. de Desenv. Infraestr. Alqueva, S.A. 23,0 M€.

Do montante global de 196 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de **empréstimos a médio e longo prazos**, 106,6 M€ tiveram como destino a Metro do Porto, S.A., 37,5 M€ a Construção Pública, E.P.E., 30,3 M€ o Instituto da Habitação e da Reabilitação Urbana, I.P. — IHRU, e 1,2 M€ a EDIA – Empresa de Desenvolvimento e Infraestruturas do Alqueva, S.A..<sup>5</sup>

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€.

<sup>4</sup> Registaram-se ainda outras despesas do Estado com ativos financeiros, relacionadas com participações em organizações internacionais (1,8 M€).

<sup>5</sup> 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.



**21. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros dez meses de 2023 ascendeu a 146 M€.** A grande maioria desta receita decorreu da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 111,5 M€, dos quais:

- 58,1 M€ pela Região Autónoma da Madeira, no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira da RAM;
- 31,4 M€ por entidades da Administração Local (AdL);
- 17,7 M€ pela CP – Comboios de Portugal, E.P.E..

Os restantes cerca de 34,2 M€ dizem respeito a receita de outros ativos financeiros, onde se inclui a recuperação de créditos garantidos (28,1 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 dez meses de 2023 o Estado financiou-se num montante correspondente a 12,4% do previsto para o conjunto do ano.** Entre janeiro e outubro de 2023, a receita líquida proveniente de passivos financeiros ascendeu a 1578 M€, 11 116 M€ aquém do total previsto para o ano completo de 2023 (grau de execução de 12,4%). Para este resultado concorreu, por um lado, o facto de se ter alcançado neste período um défice global do subsector Estado de 123 M€, cerca de 5802 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 outubro de 2023, ter ascendido a 1454 M€, um valor que se situou 5314 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 21,5%) — 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 implícito um ligeiro agravamento do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para – 5926 M€ (144 M€ abaixo do saldo orçamental 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). A execução acumulada nos primeiros dez meses de 2023 corresponde a um período relativamente alargado e está compilada na Tabela 3. Contudo, na parte final do ano podem ainda vir a ocorrer operações significativas envolvendo despesa ou receita com ativos e passivos financeiros. Por outro lado, o défice global alcançado até outubro deste ano (– 123 M€) regista uma melhoria homóloga significativa (+ 2142 M€) e representa uma pequena parte (2,1%) do valor 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 outubro 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 outubro de 2023 registou-se uma diminuição 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 outubro de 2023, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 281 686 M€ (Tabela 4), refletindo uma redução de 9898 M€ em cadeia mensal, resultante da redução da dívida titulada (– 9654 M€) — sobretudo a de médio e longo prazo (– 9370 M€) —, da dívida não titulada (– 206 M€) — nomeadamente Certificados de Tesouro (– 245 M€) — e das contas margem (– 38 M€). A parcela de dívida não titulada composta por Certificados de Aforro registou um acréscimo mensal de 39 M€. A redução mensal da dívida titulada de médio e longo prazo ficou a dever-se à diminuição do saldo de OT (Obrigações do Tesouro) em 9364 M€. Tendo por referência o final do mês homólogo de 2022, registou-se um aumento no stock da dívida direta no

valor de 7366 M€, em resultado do aumento homólogo da dívida não titulada (+ 13 675 M€) e dos empréstimos oficiais SURE (300 M€) e PRR (+109 M€). Em sentido contrário, registaram-se diminuições homólogas na dívida titulada (- 6462 M€) e nas contas margem (- 236 M€). No que respeita à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo do stock de Certificados de Aforro em 18 051 M€ (+112,7%) e uma redução nos Certificados do Tesouro de 4381 M€ (- 27,7%). No tocante aos empréstimos SURE, Portugal já recebeu 6234 M€, repartidos por quatro parcelas: 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€. Um total de 6234 M€ de empréstimos 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)

	out/2022	set/2023	out/2023	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	out/2022	out/2023
<b>Titulada</b>	<b>181 874</b>	<b>185 046</b>	<b>175 392</b>	<b>-9 654</b>	<b>-6 482</b>	<b>-5,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>66,3</b>	<b>62,3</b>
Curto prazo	16 818	14 049	13 765	- 284	-3 053	-2,0	-18,2	6,1	4,9
Médio e longo prazo	165 056	170 997	161 627	-9370	-3 429	-5,5	-2,1	60,2	57,4
<b>Não titulada</b>	<b>35 567</b>	<b>49 447</b>	<b>49 241</b>	<b>- 206</b>	<b>13 675</b>	<b>-0,4</b>	<b>38,4</b>	<b>13,0</b>	<b>17,5</b>
Cert. Aforro	16 020	34 032	34 072	39	18 051	0,1	112,7	5,8	12,1
Cert. do Tesouro	15 829	11 693	11 448	- 245	-4 381	-2,1	-27,7	5,8	4,1
Outra - ML prazo	3 717	3 722	3 722	0	5	0,0	0,1	1,4	1,3
<b>Contas margem</b>	<b>857</b>	<b>659</b>	<b>621</b>	<b>- 38</b>	<b>- 236</b>	<b>-5,7</b>	<b>-27,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>Empréstimos Oficiais</b>	<b>56 022</b>	<b>56 431</b>	<b>56 431</b>	<b>0</b>	<b>409</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>20,4</b>	<b>20,0</b>
Empréstimos SURE (UE)	5 934	6 234	6 234	0	300	0,0	5,1	2,2	2,2
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	17,9	17,4
<b>Total</b>	<b>274 320</b>	<b>291 583</b>	<b>281 686</b>	<b>-9 898</b>	<b>7 366</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

*Por memória:*

Transaccionável	172 637	173 342	164 009	- 9 332	-8 627	-5,4	-5,0	62,9	58,2
Não Transaccionável	101 683	118 242	117 676	- 565	15 994	-0,5	15,7	37,1	41,8
Euro	271 229	288 800	278 909	-9 891	7 680	-3,4	2,8	98,9	99,0
Não euro	3 091	2 784	2 777	- 7	- 313	-0,2	-10,1	1,1	1,0
Contas margem	857	659	621	-38	-236	-5,7	-27,5	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 outubro 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 (75 M€ no período jan.-out. de 2022 e 92 M€ entre jan.-out. 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.<sup>6</sup> Entre janeiro e outubro de 2023, a despesa com juros e outros encargos da dívida pública ascendeu a 6178 M€ (penúltima linha a negrito no corpo principal da Tabela 5), refletindo um aumento de 4,8% (+ 283 M€) quando comparada com igual período do ano anterior, sendo esta subida inferior da prevista no OE/2023 para o conjunto

<sup>6</sup> No período janeiro a outubro de 2022, o Estado pagou cerca de 6,4 M€ de juros de aplicações financeiras, contrariamente ao ocorrido em igual período de 2023, em que o Estado recebeu 260,3 M€ de juros de aplicações financeiras.

do ano (+ 11,3%; + 692 M€). Este acréscimo foi determinado, em grande medida, pelo aumento homólogo, em 64,6% (+ 413 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 96 M€ no seu conjunto, sendo de detalhar que os encargos com os empréstimos PAEF diminuíram 118 M€ e os relativos aos empréstimos SURE e PRR aumentaram 14 e 8 M€ respetivamente. Os juros de Obrigações do Tesouro (OT) diminuíram 3,6% (- 158 M€). No que respeita aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros passou a positivo a partir de setembro de 2023 (totalizando 41 M€ no período acumulado jan.-out. de 2023), uma vez que os pagamentos mais recentes mais do que compensaram o peso das emissões a taxa negativa que decorreram até ao leilão de 15 de junho de 2022.<sup>7</sup> 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 dez meses de 2023, ascendeu a 1051 M€, refletindo um acréscimo de 413 M€ (+ 64,6%) face ao período homólogo do ano anterior — Tabela 5. No final do período em análise (janeiro a outubro de 2023), o montante de dívida pública sob a forma destes produtos, destinados ao sector das Famílias (CA e CT), registava um acréscimo homólogo significativo que ascendeu a 13 670 M€, verificando-se uma alteração na sua composição, com um aumento no valor dos Certificados de Aforro (+ 18 051 M€) e uma diminuição no montante dos Certificados do Tesouro (- 4381 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 – Outubro (M€)			OE 2023 (M€)	Grau de execução Janeiro – Outubro (%)	
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	2022	2023	Tvh (%)		2022	2023
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>6 041</b>	<b>85</b>	<b>1 058</b>	<b>107</b>	<b>1 437</b>	<b>134</b>	<b>482</b>	<b>788</b>	<b>141</b>	<b>245</b>	<b>1 609</b>	<b>5 820</b>	<b>6 085</b>	<b>4,6</b>	<b>6 699</b>	<b>96,3</b>	<b>90,8</b>
Bilhetes do Tesouro	-40	-12	0	-6	0	6	0	10	0	43	0	-40	41	-203,5	63	98,4	65,0
Obrigações do Tesouro	4 382	0	903	18	1 105	6	296	433	0	0	1 411	4 329	4 172	-3,6	4 505	98,8	92,6
Empréstimos PAEF	626	0	24	0	190	12	52	105	0	60	10	571	453	-20,7	623	91,2	72,8
Empréstimos SURE	0	7	0	0	0	0	7	0	0	0	0	0	14	-	22	-	61,9
Empréstimos PRR	0	0	0	0	0	0	8	0	1	0	0	0	8	-	15	100,0	55,2
Certif. Aforro e Tesouro	739	77	71	81	96	107	113	129	131	119	128	638	1 051	64,6	948	86,4	110,9
CEDIC / CEDIM	12	4	0	4	3	1	3	16	4	3	17	10	56	472,3	205	79,6	27,2
Outros	322	9	60	9	43	2	3	95	5	21	44	311	291	-6,5	318	96,7	91,5
<b>Comissões</b>	<b>65</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>75</b>	<b>92</b>	<b>24,0</b>	<b>100</b>	<b>114,7</b>	<b>92,4</b>
Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR)	9	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9	5	-42,2	5	100,0	95,7
Outros	56	13	12	15	32	4	5	2	2	1	1	66	87	32,8	95	117,5	92,3
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>6 106</b>	<b>103</b>	<b>1 070</b>	<b>121</b>	<b>1 469</b>	<b>139</b>	<b>487</b>	<b>789</b>	<b>142</b>	<b>246</b>	<b>1 611</b>	<b>5 894</b>	<b>6 178</b>	<b>4,8</b>	<b>6 799</b>	<b>96,5</b>	<b>90,9</b>
Tvh (%)	-3,8	38,7	-11,4	-63,2	30,3	142,4	38,3	30,6	-8,6	139,1	-14,4	-	-	-	11,3%	-	-
<i>Por memória:</i>																	
Juros recebidos de aplicações	13	8,6	8,2	18,5	28,9	30,3	25,1	33,1	30,9	35,9	40,8	-6,4	260,3	-	15	-50,6	1 716,8
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>6 094</b>	<b>94</b>	<b>1 062</b>	<b>103</b>	<b>1 440</b>	<b>108</b>	<b>462</b>	<b>756</b>	<b>111</b>	<b>211</b>	<b>1 570</b>	<b>5 901</b>	<b>5 917</b>	<b>0,3</b>	<b>6 783</b>	<b>96,8</b>	<b>87,2</b>
Tvh (%)	-4,2	27,7	-12,1	-68,8	27,6	84,1	30,2	24,4	-29,6	104,0	-16,4	-	-	-	11,3%	-	-

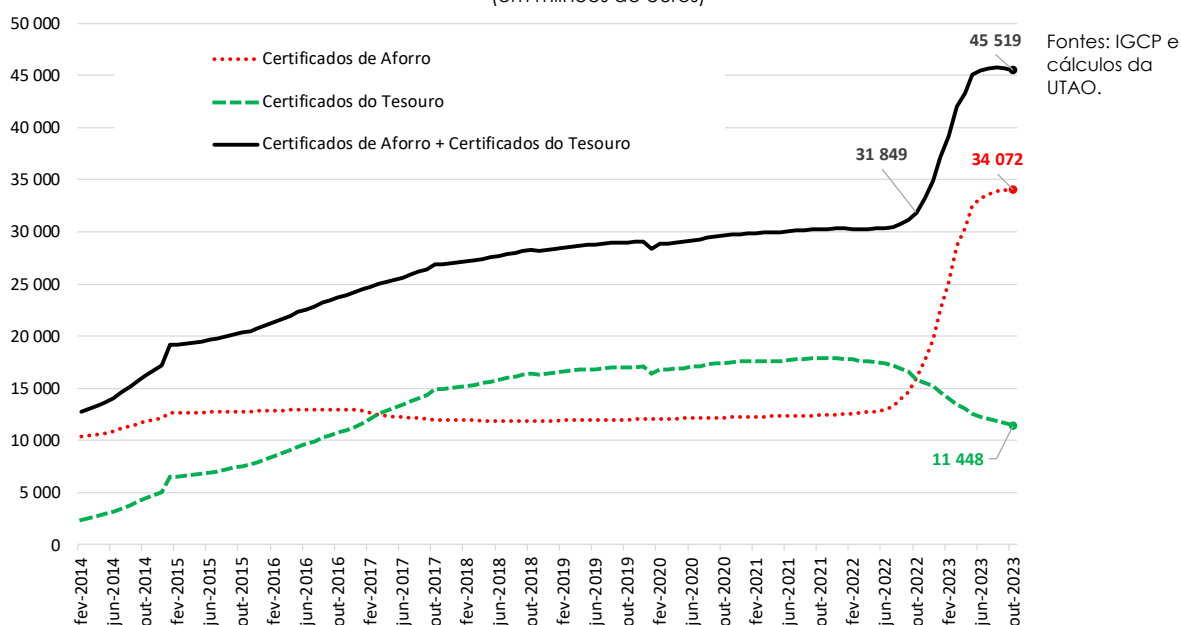
Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**26. Em outubro de 2023, o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou um crescimento acentuado face ao mês homólogo, mantendo-se próximo, mas ligeiramente abaixo, do máximo histórico alcançado no mês de agosto de 2023.** 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€). Em setembro e outubro de 2023 registou-se uma redução no stock total de CA e CT, de - 20 e - 206 M€ respetivamente. Pelo contrário, a evolução da série de Certificados do Tesouro (CT) foi decrescente. No final de outubro de 2023, o montante de CT

<sup>7</sup> Dados nos ficheiros Excel com os resultados leilões de BT em 2022 e 2023, descarregáveis a partir do [sítio do IGCP](#).

ascendeu a 11 448 M€, um valor 5952 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 outubro de 2023 (variação de – 6417 M€ no conjunto destes 24 meses). Em sentido oposto, o stock de Certificados de Aforro apresentou uma recuperação, que foi muito mais expressiva no período mais recente, permitindo mais do que compensar o decréscimo ao nível dos Certificados de Tesouro: no final de outubro de 2023, o montante de Certificados de Aforro ascendeu a 34 072 M€, um valor 21 129 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.

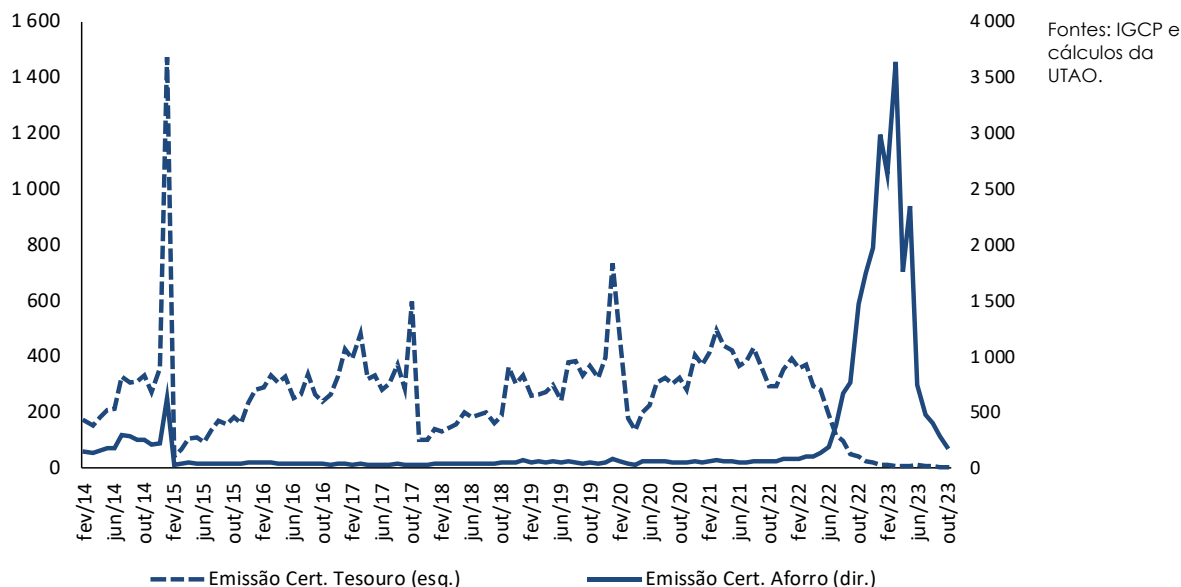
**Gráfico 7 – Stock conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro**  
(em milhões de euros)



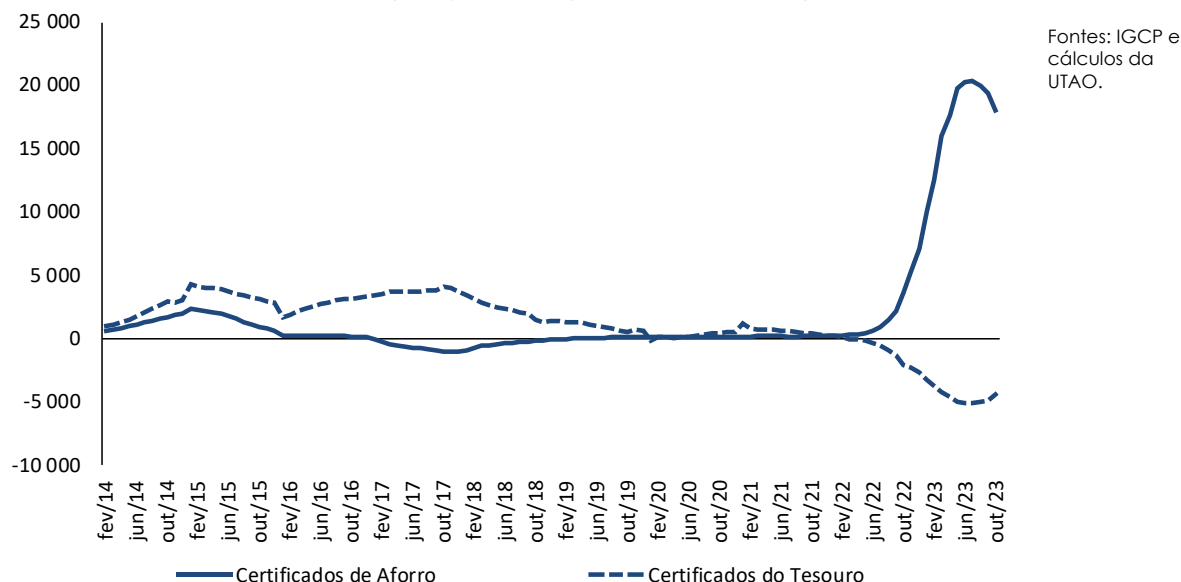
**27. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 34 072 M€ em outubro de 2023, refletindo uma subida homóloga de 18 051 M€ (Gráfico 7, Gráfico 8 e Gráfico 9).** Desde abril de 2020 que se regista uma série contínua de emissões líquidas positivas de Certificados de Aforro. A interrupção ocorrida em 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. No período mais recente, em particular entre junho de 2022 e maio de 2023, 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. Entre junho e outubro de 2023, as emissões brutas de CA mantiveram-se positivas, mas num registo decrescente, tornando-se inferiores ao volume de amortizações em outubro de 2023. Nesta data, as emissões líquidas de CA foram negativas (– 20 M€), sendo este o primeiro mês com registo negativo desde abril de 2020. Assim, em outubro de 2023 o stock vivo de Certificados de Aforro refletia um acréscimo homólogo de 18 051 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 de 2,5%, um prazo de 15 anos e um limite de subscrição de 50 000 unidades, por conta aforro.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> 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)



**Gráfico 9 – Variação homóloga dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro**  
(variação homóloga, em milhões de euros)



**28.** Ainda que o stock vivo de CT apresente uma trajetória descendente nos últimos 24 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. Até há poucos meses, os depósitos a prazo no sistema bancário português não acompanharam a subida das taxas Euribor. 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 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 aos níveis observadas em 2019 (período pré-pandémico) e no pico da pandemia COVID-19.<sup>9</sup> Os produtos emitidos pelo IGCP (em nome e em representação da República Portuguesa) revelaram-se atrativos, em termos históricos, conseguido 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, parece estar a induzir uma alteração nas escolhas dos aforradores. 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 (até um ano).

**29. As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro foram efetuadas em setembro de 2023 e 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 aconteceram em julho e setembro de 2023, 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 1 109 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				
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
<b>Taxa média (%)</b>	<b>3,383</b>	<b>3,632</b>	<b>3,284</b>	<b>3,533</b>
<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.

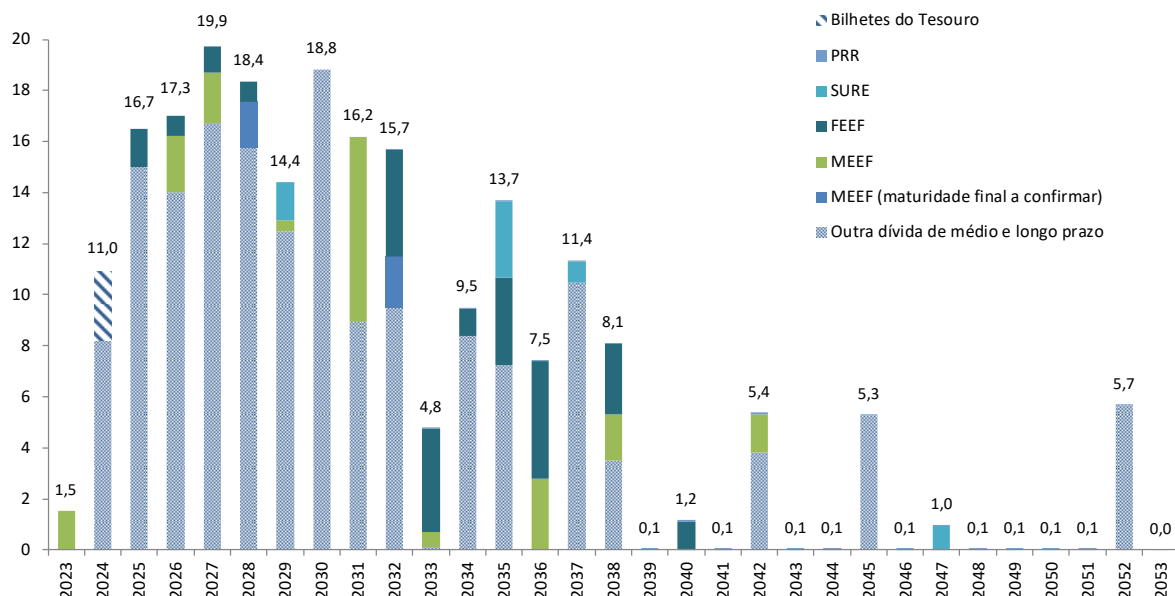
**30. O perfil de amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os próximos dez anos, mantém-se elevado, exigindo um grande volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá, necessariamente, em futuras operações de refinanciamento da dívida pública.** Tendo por referência o stock de dívida pública de títulos de médio e longo prazos, em 15 de dezembro de 2023, e o

<sup>9</sup> Cf. Secção 4.1, parágrafo 51, do [Relatório UTAO n.º 14/2023](#), publicado em 10 de outubro. 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.

perfil de amortização para o período até 2053, os maiores volumes de reembolsos concentram-se, sobretudo, nos anos 2024 a 2038 (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 15 de dezembro de 2023, o *stock* total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2024 e 2038 ascendia a 200 mil M€. De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 15 de dezembro de 2023, na próxima década será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos nos seguintes montantes anuais: 8,2 mil M€ em 2024, 16,5 mil M€ em 2025, 17,0 mil M€ em 2026, 19,7 mil M€ em 2027, 18,4 mil M€ em 2028, 14,4 mil M€ em 2029, 18,8 mil M€ em 2030, 16,2 mil M€ em 2031, 15,7 mil M€ em 2032 e 4,9 mil M€ em 2033.<sup>10</sup> O quinquénio seguinte (2034 – 2038) exigirá a amortização de títulos em cerca de 50 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.<sup>11</sup> A primeira *tranche* do empréstimo SURE, recebida em dezembro de 2020, no montante de 3000 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

(valores nominais em milhares de milhão de euros, atualizado a 15 de dezembro de 2023)



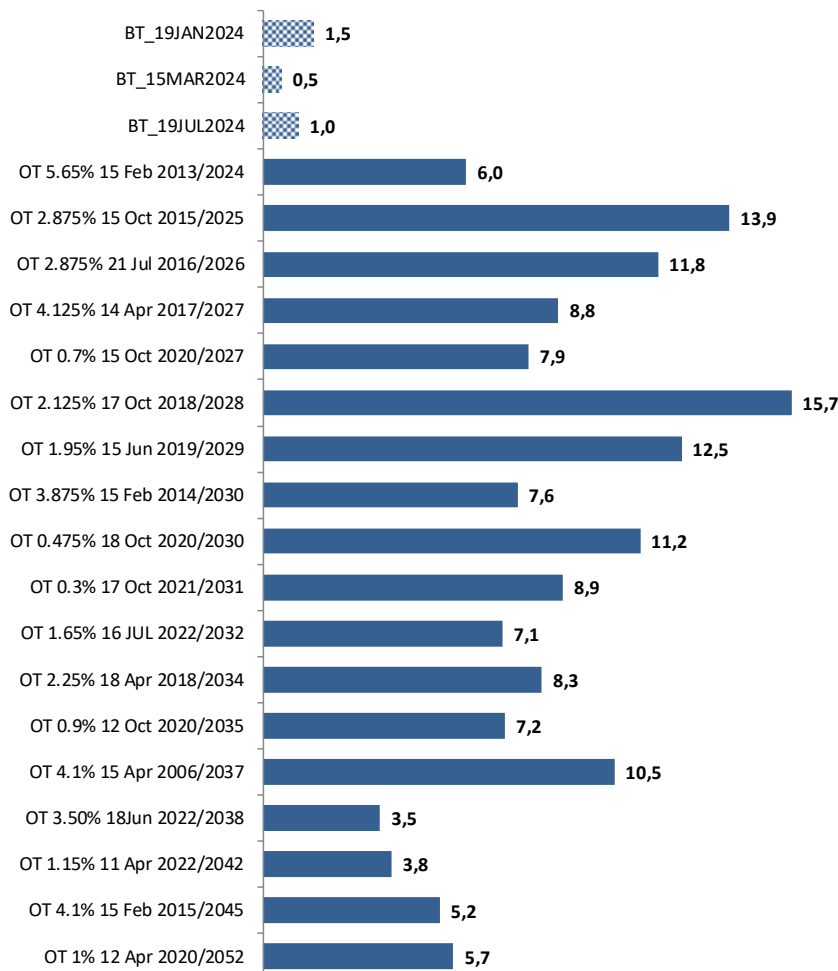
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: (i) significado da legenda: PRR — Plano de Recuperação e Resiliência; SURE — acrónimo da designação inglesa para o instrumento europeu de Apoio temporário para Mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*); FEEF — Fundo Europeu de Estabilização Financeira; MEEF — Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira. (ii) “Outra dívida de médio e longo prazos” — as emissões de Obrigações do Tesouro (de taxa fixa) dominam este agregado, que inclui ainda os demais passivos transacionáveis — Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), Notas de Médio Prazo e Obrigações de Retalho. (iii) As amortizações estão expressas em termos nominais e a preços correntes. Como o gráfico exibe valores monetários de anos tão distantes entre si como 2023 e 2053, poderá perguntar-se por que é que os valores não são corrigidos pela erosão monetária nem pelo custo de oportunidade do dinheiro. Não se apresenta essa dupla correção (tecnicamente, desconto de valores para um dado ano-base) por, com exceção de 2023, todos os demais anos serem futuros. Logo, há enorme incerteza sobre os valores descontados das amortizações futuras, tanto maior quando mais distante de 2023 ocorrer a amortização. Não se conhece uma boa metodologia para prever deflatores e taxas de juro para um futuro tão longo.

<sup>10</sup> A estes montantes, acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, no montante de 2,73 mil M€ em 2024.

<sup>11</sup> Nos anos 2034 a 2038 os valores de dívida pública a amortizar anualmente situam-se no intervalo [7,5 ; 13,7] mil M€.

### Gráfico 11 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro

(valores nominais das emissões em milhares de milhão de euros, atualizado a 15 de dezembro de 2023)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Nota: (i) os títulos de dívida pública (BT e OT) encontram-se ordenados por ordem crescente de maturidade; (ii) BT — Bilhetes do Tesouro (barras com fundo quadriculado); (iii) OT — Obrigações do Tesouro (barras com fundo liso escuro).

**31. A dívida a médio e longo prazo emitida até final de outubro de 2023 apresenta uma maturidade média superior à emitida em anos anteriores. Em contrapartida, a maturidade média residual da dívida direta do Estado declina desde 2016.** No final de outubro, a maturidade média da dívida de médio e longo prazos emitida no próprio ano era de 15,6 anos, um valor superior ao registado em anos precedentes (por exemplo, em outubro de 2013, era cerca de seis anos). No entanto, a maturidade residual da dívida direta do Estado<sup>12</sup> apresenta um declínio desde 2016, ascendendo a 7,7 anos em outubro de 2023. A maturidade residual dos empréstimos PAEF é de 8,0 e 10,1 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 7,4 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, no decorrer do 1.º semestre de 2023 foram efetuados leilões de troca/recompra de Obrigações do Tesouro a 1 de março, 29 de março, 10 de maio e 28 de junho. Já no decorrer do 2.º semestre de 2023 decorreram os seguintes leilões de troca/recompra de Obrigações do Tesouro:

- No dia 10 de outubro de 2023 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
  - OT 5,650% 15Fev2024: recompra de 250 M€, com taxa média de colocação de 3,728% e preço médio de colocação de 100,624%;

<sup>12</sup> A maturidade residual em outubro do ano  $t$  é a esperança média de vida do stock total de dívida por pagar (*outstanding debt*) nesse momento.



- OT 2,875% 15Out2025: recompra de 295 M€, com taxa média de colocação de 3,153% e preço médio de colocação de 99,467%;
  - OT 4,125% 14Abr2027: recompra, 96 M€ com taxa média de colocação de 3,185% e preço médio de colocação de 103,056%;
  - OT 0,700% 15Out2027: venda, 280 M€ com taxa média de colocação de 3,072% e preço médio de colocação de 91,180%;
  - OT 3,875% 15Fev2030: venda, 361 M€ com taxa média de colocação de 3,276 e preço médio de colocação de 103,370%.
- No dia 30 de novembro de 2023 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
- OT 5,650% 15Fev2024: recompra de 50 M€, com taxa média de colocação de 3,577% e preço médio de colocação de 100,390%;
  - OT 2,875% 15Out2025: recompra de 198 M€, com taxa média de colocação de 2,761% e preço médio de colocação de 100,199%;
  - OT 2,875% 21Jul2026: recompra, 249 M€ com taxa média de colocação de 2,612% e preço médio de colocação de 100,650%;
  - OT 4,125% 14Abr2027: recompra, 150 M€ com taxa média de colocação de 2,705% e preço médio de colocação de 104,490%;
- No dia 7 de dezembro de 2023 foi realizado um leilão de troca (recompra) do seguinte instrumento:
- OT 5,125% 15Out2024 (USD): recompra, 51 milhões de USD com taxa média de colocação de 5,178 e preço médio de colocação de 99,950%.

### 3.3 Dívida pública na definição de *Maastricht*

**33. A presente secção incide sobre a informação mais recente divulgada pelas autoridades estatísticas nacionais Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística.** Nos países da UE é utilizada uma definição comum para o conceito de dívida pública: definição de *Maastricht*.<sup>13</sup> A dívida pública é uma variável *stock* observável no final de cada período: mês, trimestre ou ano. Contudo, esta secção utiliza períodos distintos devido à disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (estimativa do Banco de Portugal para setembro de 2023), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (outubro de 2023) e valor nominal desagregado por subsector (setembro de 2023). Relativamente à decomposição por credores da dívida pública portuguesa, a informação tem por referência setembro de 2023.

**34. O rácio entre a dívida pública na ótica de *Maastricht* e o PIB nominal diminuiu para 107,5% no final do 3.º trimestre de 2023, sendo 10,9 p.p. do PIB abaixo do observado no final do trimestre homólogo.**<sup>14</sup> Esta redução homóloga resulta do contributo do efeito denominador decorrente do crescimento nominal do PIB (- 11,0 p.p.), sendo marginalmente atenuado pela subida da dívida pública em valor nominal (+ 0,1 p.p.). Excluindo a dívida pública que se encontra aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública caiu para 96,5% do PIB no final de setembro de 2023, sendo 9,5 p.p., inferior ao verificado no final do 3.º trimestre de 2022. Consequentemente, o peso dos depósitos desceu de 12,4% do PIB no 3.º trimestre de 2022 para 11,0% do PIB no 3.º trimestre de 2023.

<sup>13</sup> A “dívida pública na ótica de *Maastricht*” é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito “dívida direta do Estado” em várias dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo subsector Estado através do IGCP, enquanto a dívida de *Maastricht* inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector institucional das Administrações Públicas; ii) efeitos de consolidação — a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de *Maastricht* é consolidada entre subsectores das Administrações Públicas. Os passivos incluídos no conceito de dívida de *Maastricht* são registados pelo seu valor nominal. De notar que a dívida a fornecedores não entra em nenhum destes dois conceitos de dívida. O Eurostat efetuou em agosto de 2019 uma alteração metodológica nas estatísticas da dívida pública. Incidiu sobre o tratamento dos juros dos Certificados de Aforro. O valor capitalizado dos juros passou então a integrar o *stock* de dívida pública de *Maastricht*, enquanto no passado os juros deste instrumento não eram contabilizados como dívida, mas sim como encargos da dívida. Mais detalhes em [Relatório UTAO n.º 14/2019, “Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019”](#).

<sup>14</sup> O rácio 107,5% foi publicado pelo Banco de Portugal, sendo que inclui uma estimativa para o PIB nominal do 3.º trimestre de 2023 visto que a autoridade estatística INE apenas publicará o valor do PIB nominal do 3.º trimestre em 22 de dezembro de 2023.

**35. No final de outubro de 2023, o montante nominal da dívida pública na ótica de Maastricht foi de 270,4 mil M€.** Traduz uma redução homóloga de 3,0 mil M€ e uma descida mensal de 9,5 mil M€. Para esta variação mensal de outubro, contribuiu, essencialmente, o reembolso da Obrigação do Tesouro OT 4,95% 25Out2023 no montante de 9,4 mil M€.

**36. Excluindo os ativos das AP sob a forma de depósitos, a dívida de Maastricht foi de 252,6 mil M€ no final de outubro de 2023, o que reflete uma descida homóloga de 1155 M€.** Consequentemente, o montante total de ativos em depósitos das Administrações Públicas (Tabela 7), os quais são incluídos na dívida pública na ótica de Maastricht, diminuiu 1866 M€ em termos homólogos, situando-se em 17,8 mil M€. Normalmente, o stock de depósitos evidencia uma redução mensal significativa no mês de amortização de uma linha de Obrigações do Tesouro que atinja a maturidade. Assim sucedeu, uma vez mais, em outubro de 2023: a linha OT 4,95% 25Out2023 atingiu a maturidade, tendo o reembolso sido de 9,4 mil M€.

**37. Quanto aos passivos, observa-se em 2023 uma subida do peso do instrumento “numerário e depósitos” por contrapartida da descida do peso do instrumento “títulos”.** Contudo, o instrumento “títulos” permanece como o principal instrumento do financiamento da dívida pública de Portugal. Esta evolução reflete uma alteração na composição dos instrumentos da dívida. O instrumento “numerário e depósitos” cresceu para 49,9 mil M€ (+ 13,2 mil M€ em termos homólogos), devido ao contributo dos Certificados de Aforro. O montante da dívida pública sob a forma de títulos ascendeu a 150,5 mil M€, o que representa uma descida homóloga de 15,7 mil M€ devido aos contributos de títulos de longo prazo (10,9 mil M€) e curto prazo (4,8 mil M€) — Tabela 7. Relativamente à dívida pública contraída sob a forma de empréstimos, esta equivalia a 25,9% do total no final de outubro de 2023, cerca de 70,1 mil M€. Este stock inclui os empréstimos SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e PRR (Plano de Recuperação e Resiliência) obtidos junto de instituições da União Europeia. O montante total em dívida é cerca de 6,2 mil M€ no SURE e 1,1 mil M€ no PRR. Além disso, o instrumento “empréstimos” engloba ainda o financiamento contraído no âmbito do PAEF que permanece em dívida (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) = [(2) - (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
set-2023	279 926	50 117	70 252	159 558	251 239	17,9	25,1	57,0	107,5	11,0
out-2023	270 422	49 850	70 077	150 495	252 649	18,4	25,9	55,7		

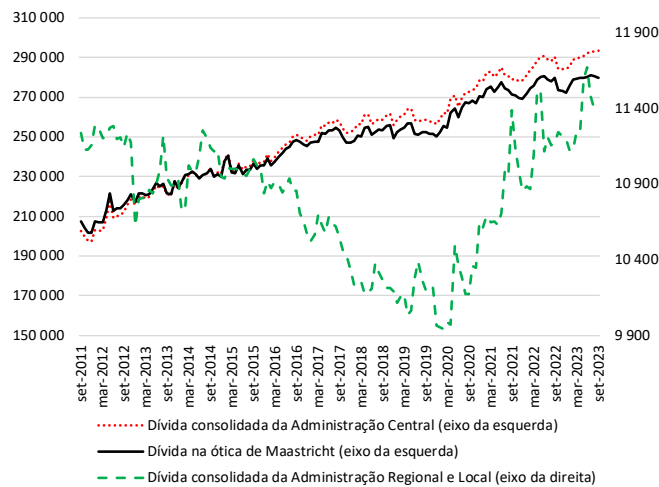
Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: A coluna 2 mostra o montante de dívida contraída sob a forma mais líquida, sendo os instrumentos mais representativos desta categoria os Certificados do Tesouro e os Certificados de Aforro. A coluna 10 mostra a parcela da dívida bruta que está aplicada 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 aferido no final de setembro de 2023 foi justificado, essencialmente, pelo contributo da Administração Central.<sup>15</sup>** No final de setembro de 2023, o valor da dívida bruta consolidada dentro da Administração Central na ótica de Maastricht situou-se em 293,3 mil M€ (Gráfico 12), o que representa uma subida homóloga de 3,2 mil M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o stock da dívida de Maastricht no final de setembro de 2023 (11,4 mil M€) foi superior em 228 M€ face ao observado no final do mês homólogo. Tendo como referência um horizonte temporal mais alargado, verificou-se uma redução da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local desde 2011 (Gráfico 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 subiu para níveis mais elevados, situando-se em 11,4 mil M€ em setembro de 2023. Adicionalmente, é de salientar que o fator de consolidação entre subsectores, que é objeto de

<sup>15</sup> 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).

eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de *Maastricht* das Administrações Públicas, subiu para 24,8 mil M€ no final de setembro de 2023 (máximo da série). Tipicamente, a Administração Central é 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.

**39. As mudanças na estrutura de detentores da dívida pública têm efeito na transmissão de choques com origem no Resto do Mundo e na liquidez dos títulos de dívida pública nos mercados financeiros.** A dívida pública detida por agentes económicos não residentes está incluída na dívida externa de Portugal. Tudo o resto constante, quanto mais elevado for o stock de dívida externa sob a forma de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro detida por sociedades financeiras não residentes, maior é a exposição da economia nacional aos canais de transmissão de crises e aos choques externos.<sup>16</sup> Em 2020, o montante de dívida pública portuguesa detido por residentes passou a ser superior ao stock detido por não residentes (Gráfico 13). No final de setembro de 2023, a dívida pública portuguesa desagregava-se entre 162,4 M€ detidos por agentes económicos residentes e 117,6 M€ por não residentes. Entre a dívida pública detida por não residentes, destaca-se o stock de 49,1 mil M€ no âmbito do PAEF e o montante de 7,3 mil M€ dos empréstimos SURE e PRR. O restante é detido, essencialmente, por sociedades financeiras não residentes que compraram títulos de dívida pública portuguesa nos mercados financeiros primário e secundário.

**40. O Banco de Portugal é detentor de 72,5 mil M€ de dívida pública portuguesa adquirida no âmbito do programa de compras de ativos, e o nível de envolvimento do banco central é determinado pelas decisões de política monetária do BCE.**<sup>17</sup> O Banco de Portugal detinha no final de setembro de 2023 o montante de 72,5 mil M€ da 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.<sup>18</sup> Esta aquisição de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal ajuda a explicar por que é que, ao longo dos anos mais recentes, o sector residente passou a deter mais dívida pública do que o sector Resto do Mundo (Gráfico 13). No âmbito da execução da política de "quantitative easing" do BCE, o Banco de Portugal adquiriu no mercado secundário Obrigações do Tesouro que antes estariam nas carteiras de instituições financeiras não residentes. Em 30/09/2023, o stock detido pelo Banco de Portugal (72,5 mil M€) representava

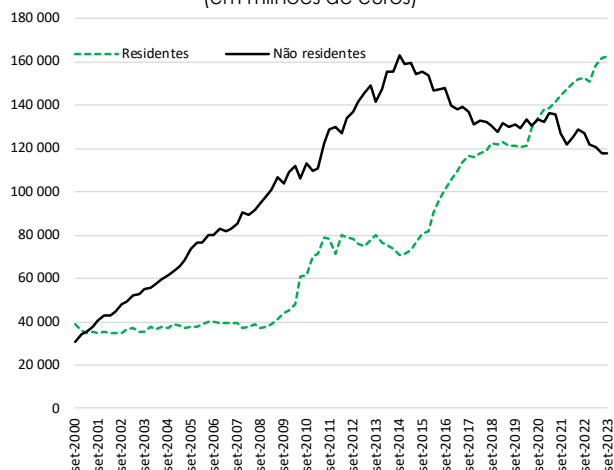
<sup>16</sup> A dívida pública elevada e totalmente detida por não residentes (designadamente, por outras sociedades financeiras não residentes) determinaria uma exposição muito elevada a choques externos. Contudo, a dívida pública elevada e totalmente detida por agentes económicos residentes poderia também ter riscos para os residentes credores devido à não diversificação dos investimentos pelos investidores nacionais. Em caso de incumprimento do devedor Estado, os restantes sectores institucionais residentes seriam afetados com perdas significativas, o que seria prejudicial para o conjunto da economia nacional como um todo. A título de exemplo, se houver um incumprimento nos reembolsos da dívida pública por parte do Estado (*hair cut*), então as famílias perderiam a poupança acumulada sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro e o FEFS perderia uma parte muito significativa da carteira de aplicações em títulos da dívida pública portuguesa, ou seja, os portugueses perderiam o aforro nacional para fazer face às necessidades de pagamento de pensões futuras.

<sup>17</sup> PSPP - Public Sector Purchase Programme.

<sup>18</sup> O máximo da série foi registado no final de setembro de 2022 com o montante total em stock de 73,9 mil M€.

25,9% da dívida pública de *Maastricht* de Portugal e 45,4% do *stock* da dívida de *Maastricht* sob a forma de títulos. Entre os agentes residentes, o sector institucional Famílias é o segundo maior; atingiu em setembro de 2023 46,7 mil M€, detendo os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro. O sector Outras Sociedades Financeiras Residentes detinha 32,2 mil M€ no final de setembro de 2023.

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



Fontes: Banco de Portugal.

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

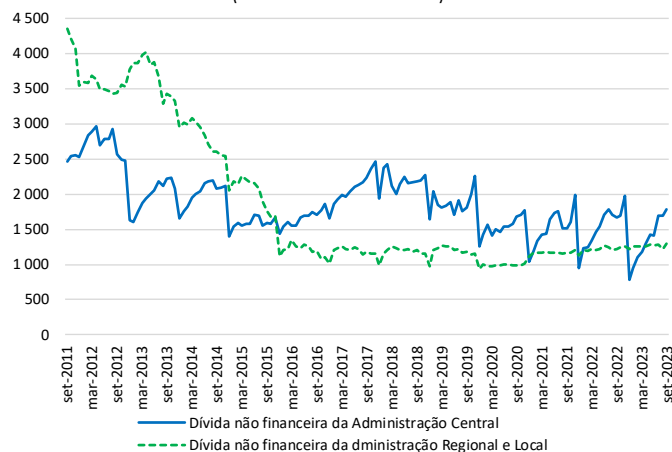


Fontes: Banco de Portugal.

### 3.4 Dívida não financeira

**41. O *stock* da dívida comercial das Administrações Públicas no final de setembro de 2023 foi superior ao verificado no final do mês homólogo.** A presente secção recai sobre a categoria designada como “dívida comercial” que, resumidamente, abrange as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o crescimento do *stock* de passivos comerciais num determinado ano é registado no saldo orçamental desse ano, visto que refletem compromissos assumidos com a aquisição de bens e serviços. No entanto, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores originam um ajustamento défice-dívida, visto que a dívida comercial não é incluída no conceito de dívida pública na ótica de *Maastricht*. No final de setembro de 2023, as Administrações Públicas registaram um *stock* de dívida comercial de 3090 M€ (Gráfico 15), o que corresponde a uma variação homóloga de 195 M€. A dívida comercial no final de setembro de 2023 foi equivalente a 1,1% da dívida pública de *Maastricht*, peso marginalmente superior ao registado no final do mês homólogo (1,0%). Por subsectores, assistiu-se a uma subida homóloga (119 M€) deste *stock* na Administração Central para 1789 M€, bem como a um acréscimo (75 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1300 M€ no final de setembro de 2023).

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



Fontes: Banco de Portugal.

## 4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

**42. A dívida externa, a dívida pública e a dívida do sector privado são variáveis macroeconómicas que se influenciam reciprocamente ao longo do tempo.** A dívida externa de Portugal inclui a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais da economia portuguesa contraíram junto do exterior. O sector institucional Administrações Públicas é o principal emissor da dívida externa de Portugal. Com efeito, 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, calculados pela soma da balança corrente com a balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução na Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII) de um país.** Os detalhes encontram-se explicados na Caixa 2. O montante da PLII pode ser decomposto segundo diversas categorias: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é apurado pela diferença entre ativos e passivos. Quanto aos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se inserem os empréstimos entre o sector financeiro e os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e pelos Estados soberanos. A dívida externa bruta da economia portuguesa reflete os instrumentos de dívida presentes nos passivos das seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Consequentemente, a dívida externa líquida é calculada através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

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

**45. Em termos genéricos, no caso de um país que acumulou necessidades líquidas de financiamento face ao resto do mundo (i.e. tem PLII com valor negativo), os instrumentos de capital são considerados mais benéficos do que os instrumentos de dívida, uma vez que os de capital tendem a ser pró-cíclicos com a atividade económica, pois as perdas num contexto de recessão serão partilhadas com os credores.** A primeira ideia na frase anterior explica-se da seguinte forma. Uma PLII muito negativa (como é o caso de Portugal, cuja PLII representa – 74,3% do PIB em 30/09/2023) irá determinar 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 os 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.<sup>19</sup> Além disso, os instrumentos de capital que se encontram dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas, em contraste com a categoria “investimento de carteira” que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. Relativamente aos instrumentos de dívida, estes têm de ser reembolsados independentemente do ciclo económico (desde que o devedor não seja insolvente), pelo que as perdas de uma recessão são imputadas ao devedor. Adicionalmente, os instrumentos de dívida incluídos na categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se por uma maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento direto”.

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

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

**47.** No momento de publicação do presente relatório, os dados relativos às contas nacionais trimestrais por sector institucional do 3.º trimestre de 2023 ainda não foram publicados. O INE irá publicá-los em 22 de dezembro de 2023. Com efeito, os dados disponíveis referem-se ao 2.º trimestre de 2023, tendo a UTAO efetuado a análise da capacidade/necessidade de financiamento da economia portuguesa na Secção 4.1 do [Relatório UTAO n.º 14/2023](#), publicado em 10 de outubro. Portanto, sem informação de base nova, esse texto mantém a sua atualidade à data de fecho deste relatório.

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

**48. Os dados estatísticos da PLII e da dívida externa são divulgados trimestralmente pelo Banco de Portugal nos meses de fevereiro, maio, agosto e novembro relativamente ao final do trimestre anterior.** O PIB nominal não ajustado de sazonalidade é apurado e divulgado pelo INE trimestralmente em março, junho, setembro e dezembro. Na presente análise utilizou-se a estimativa do PIB nominal do 3.º trimestre de 2023 implícito à publicação do Banco de Portugal da PLII, visto que o INE irá publicar o PIB nominal do 3.º trimestre em 22 de dezembro de 2023.

**49. Entre o final do 3.º trimestre de 2022 e o final do 3.º trimestre de 2023, observou-se uma redução da dívida externa em valor nominal, o que teve efeitos na melhoria da PLII. A variação em percentagem do PIB beneficiou do efeito numerador (descida do valor nominal da dívida externa) e do efeito denominador (crescimento do PIB nominal).** A dívida externa líquida representa o principal subconjunto da PLII no caso da economia portuguesa, sendo que os instrumentos de dívida encontram-se dentro das

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

categorias funcionais "investimento de carteira", "investimento direto" e "outro investimento".<sup>20</sup> O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 70,6% do PIB no final do 3.º trimestre de 2022 para 57,3% no final do 3.º trimestre de 2023 (Gráfico 16). Esta redução foi determinada, essencialmente, pela redução da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 9,2 p.p. do PIB, caindo para 41,7% do PIB no final do 3.º trimestre de 2023.<sup>21</sup> Quanto aos restantes sectores institucionais, estes desceram para 15,6% do PIB a exposição face aos credores não residentes em 4,2 p.p. do PIB. Em valor nominal, o montante líquido da dívida externa de Portugal passou de 166,9 mil M€ para 149,2 mil M€ entre o final do 3.º trimestre de 2022 e o do 3.º trimestre de 2023. A queda da dívida externa das Administrações Públicas (de 120,1 mil M€ para 108,5 mil M€) foi acompanhada pela descida nominal nos restantes sectores institucionais (de 46,8 mil M€ para 40,7 mil M€).

**50. É de referir que no âmbito da execução da política monetária, o Banco de Portugal comprou títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo dos programas APP e PSPP. Os títulos de dívida pública foram adquiridos pelo Banco de Portugal a credores residentes e a credores não residentes.** Posteriormente, os títulos detidos pelo Banco de Portugal são considerados dívida pública detida por sector institucional residente (Gráfico 16 e Gráfico 17). No entanto, uma descida da dívida externa devido à aquisição de compras pelo banco central nacional e devido ao efeito da desvalorização dos títulos de dívida nos mercados financeiros não reflete um desempenho favorável da economia nacional.

**51. Para a melhoria da dívida externa de Portugal contribuiu o aumento das taxas de juro implícitas à dívida pública portuguesa ao longo do último ano, visto que a subida de taxas de juro implícitas determina descida do preço dos títulos sob a forma de obrigações.** Como o valor da dívida externa é contabilizado ao valor de mercado, então a descida do preço das obrigações determina a descida do valor da dívida externa de Portugal, apesar do montante nominal a amortizar na maturidade das obrigações se manter constante. Este efeito explica a diferença entre o valor nominal da dívida pública detida por não residentes (117,6 mil M€ no parágrafo 39) e o valor da dívida externa do sector das Administrações Públicas portuguesas (108,5 mil M€ no parágrafo 49).

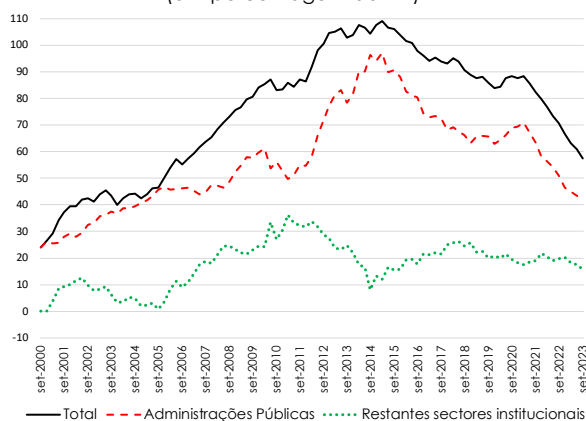
**52. Consequentemente, verificou-se melhoria da PLII em valor nominal e em percentagem do PIB, embora continue fortemente negativa, passando de – 84,8% do PIB no final do 3.º trimestre de 2022 para – 74,3% do PIB no final do 3.º trimestre de 2023.**<sup>22</sup> O sector das Administrações Públicas, que representa a posição negativa mais significativa (Gráfico 17), aumentou o montante nominal de – 108,8 mil M€ para – 95,9 mil M€. No entanto, esta evolução foi parcialmente contrariada pela deterioração nos restantes sectores institucionais (de – 91,6 mil M€ para – 97,6 mil M€). O peso da PLII no PIB permanece em níveis próximos dos observados no período anterior à crise financeira de 2008.

<sup>20</sup> A PLII desagrega-se através das seguintes categorias funcionais: "investimento de carteira", "investimento direto", "outro investimento", "ativos de reserva" e "derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados".

<sup>21</sup> Contudo, é de salientar que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que, por sua vez, é direcionado para o financiamento do sector institucional das Administrações Públicas.

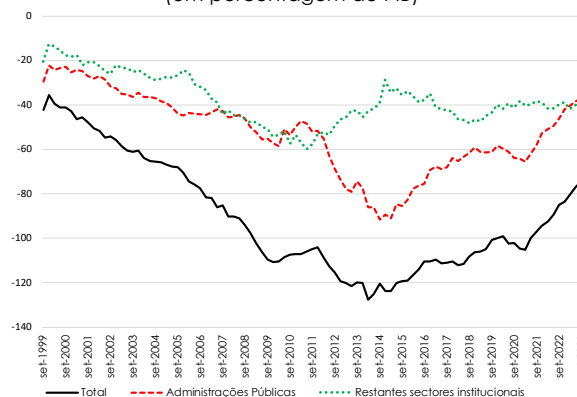
<sup>22</sup> É de referir que os valores da PLII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado. Contudo, na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

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



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

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



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

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

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

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

A capacidade ou necessidade de financiamento da economia nacional num determinado ano traduz a situação da mesma face ao exterior, *i.e.*, perante o resto do mundo, em termos de fluxos financeiros. Matematicamente, calcula-se somando o saldo da balança corrente com o da balança de capital — equação (3); o lado direito mostra as origens da capacidade (ou necessidade) de financiamento. Por sua vez, o saldo da balança corrente decompõe-se na soma dos saldos das balanças de bens e serviços, rendimentos primários e rendimentos secundários do mesmo ano — equação (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 (do resto do mundo). Estes movimentos de contrapartida financeira no ano  $t$  constituem a balança financeira nesse ano. Assim,

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

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

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

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

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

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

Os fluxos acumulados, ao longo dos anos, na capacidade (necessidade) de financiamento ou balança financeira são o principal fator explicativo da PLII de um país. Adicionalmente, o valor da PLII pode ser desagregado, quer por categoria funcional, quer por sector institucional, quer por moeda de denominação. O saldo para cada



categoria funcional, sector ou moeda é obtido pela diferença entre ativos e passivos.

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

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







## UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

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

[https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO\\_UnidadeTecnicaDeApoioOrçamental.aspx](https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO_UnidadeTecnicaDeApoioOrçamental.aspx)