

Relatório UTAO n.º 9/2023

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

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

23 de junho 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: junho de 2023

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 8/2023

Data de publicação: 23 de junho de 2023

Data-limite para incorporação de informação: 19 de junho de 2023

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

Índice geral

Índice geral	i
Índice de Gráficos	i
Índice de Caixas	i
Índice de Tabelas	ii
Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos	ii
Sumário	1
1 Introdução	5
2 Dívida soberana na Área do Euro	6
2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana	6
2.2 Decisões de política monetária do BCE	9
3 Evolução da dívida pública	11
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros	11
3.2 Dívida direta do Estado	14
3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i>	24
3.4 Dívida não financeira	27
4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa	28
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)	29
4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (<i>stock</i>)	31

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal.	7
Gráfico 2 – Evolução diária em junho de 2023 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa	8
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa	8
Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: maio de 1999 a maio de 2023	10
Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro: maio de 1999 a maio de 2023	10
Gráfico 6 – <i>Stock</i> conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro	17
Gráfico 7 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro	18
Gráfico 8 – Variação homóloga dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro	19
Gráfico 9 – Comparação dos encargos líquidos do Estado acumulados no final de cada trimestre por 100 euros de financiamento: Certificados de Aforro (Séries E e F) e Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos	20
Gráfico 10 – Perfis anuais de amortização	22
Gráfico 11 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro	23
Gráfico 12 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i>	26
Gráfico 13 – Dívida pública portuguesa detida por credores residentes e por não residentes	27
Gráfico 14 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes	27
Gráfico 15 – Dívida pública detida por credores não residentes	27
Gráfico 16 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas	28
Gráfico 17 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado	30
Gráfico 18 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado	30
Gráfico 19 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias	31
Gráfico 20 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo	31
Gráfico 21 – Dívida externa líquida	32
Gráfico 22 – Posição de investimento internacional	32

Índice de Caixas

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental	11
Caixa 2 – Custo de financiamento do Estado: Certificados de Aforro versus Obrigações do Tesouro	19
Caixa 3 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo	32

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) para títulos com maturidade a 10 anos.....	6
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos	8
Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública	13
Tabela 4 – Dívida direta do Estado	15
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida	16
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro	21
Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de <i>Maastricht</i> por instrumento.....	25

Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

Sigla/abreviatura	Designação
APP	<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	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E.
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
INE	Instituto Nacional de Estatística
IPT/TPI	Instrumento de Proteção da Transmissão <i>Transmission Protection Instrument</i>
M€	Milhão(ões) de euros
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
OE/2022	Orçamento do Estado para 2022
ORPA/TLTRO	Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado <i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>
OT	Obrigações do Tesouro
p.	Página
p.b.	Ponto(s) base
p.p.	Ponto(s) percentual(ais)
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PEPP/PCEP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> Programa de Compras de Emergência Pandémica
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição de Investimento Internacional
PRR	Plano de Recuperação e Resiliência
RAA	Região Autónoma dos Açores
RAM	Região Autónoma da Madeira
SURE	<i>Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency</i> Apoio para mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência
TFUE	Tratado de Funcionamento da União Europeia
UE	União Europeia
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental

Sumário

Em termos históricos, tem-se registado uma subida das taxas de rentabilidade dos títulos da dívida pública desde o final de 2021. De entre os oito países seguidos nesta coleção, Grécia e Itália foram os países que enfrentaram os maiores acréscimos. Mais recentemente, entre 1 de janeiro e 13 de junho de 2023, o mesmo conjunto de países registou uma queda nas taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos. No entanto, nos primeiros 13 dias de junho de 2023 assistiu-se a uma ligeira subida das taxas de rentabilidade destes títulos, com exceção dos da Grécia e Itália.

Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos, medidos pelo diferencial de rentabilidade face ao título alemão, diminuíram no decurso do 1.º semestre de 2023, até 13 de junho de 2023. Nesta data, os oito países elencados registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2022, com exceção da Bélgica que registava um valor ligeiramente superior. Entre 1 de janeiro e 13 de junho de 2023, Portugal registou uma diminuição do prémio de risco de 35,5 p.b., sendo a terceira maior descida de entre os oito países acompanhados.

Em 13 de junho de 2023, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se abaixo da do final de 2022.

As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em março de 2023 registaram um aumento da taxa de juro nas maturidades a nove e 13 anos. Relativamente às maturidades mais curtas, também as emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas no mesmo período, 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 15 de junho de 2023, destacando-se o aumento em 25 p.b. das 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 serão aumentadas para 4,00%, 4,25% e 3,50%, respetivamente, com efeitos a partir de 21 de junho de 2023. No que respeita ao programa de compra de ativos (Asset Purchase Programme — APP) o valor da carteira está a diminuir, uma vez que o Eurosistema já não reinveste a totalidade dos pagamentos de capital dos títulos vencidos 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 vencidos até, pelo menos, final de 2024.

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 43 meses. Com o eclodir da crise financeira de 2008, a volatilidade da inflação tornou-se muito mais acentuada. Mais recentemente, a inflação da Área do Euro apresentou uma trajetória de crescimento acentuado, até fevereiro de 2023, altura em que registou um máximo. Desde março de 2023, regista ligeiras contrações, mantendo-se, contudo, elevada.

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

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado, no primeiro quadrimestre de 2023 as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria) diminuíram face ao período homólogo de 2022. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada no período janeiro a abril de 2023 foi menor do que no período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 598 M€, montante que foi inferior, em 141 M€, ao despendido em igual período de 2022.

Nos primeiros quatro meses de 2023, a grande maioria da despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino as EPR, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos. Com efeito, o total de despesa efetuada em dotações de capital (516 M€) destinou-se a EPR, com a seguinte distribuição por entidade: Infraestruturas de Portugal, S.A. (511,1 M€) e EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. (4,5 M€). No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros quatro meses de 2023 ascendeu a 73 M€.

Face aos valores orçamentados no OE/2023, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros quatro meses de 2023 o Estado financiou-se num montante correspondente a 23,3% do previsto para o conjunto do ano. Para o conjunto do ano 2023, o OE aprovado prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, acima da execução de 2022, prevendo-se uma ligeira deterioração do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros significativamente superior.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de abril 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 abril de 2022 também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sobretudo sob a forma de dívida não titulada.

No primeiro quadrimestre de 2023, registou-se um aumento na despesa bruta com juros e outros encargos da dívida, mas uma redução em termos líquidos. As comissões pagas neste período foram mais expressivas do que no período homólogo (33 M€ no período jan.-abr. de 2022 e 77 M€ entre jan.-abr. de 2023), tendo sido este facto

que determinou o acréscimo homólogo dos juros e outros encargos com a dívida pública. Em termos líquidos, ou seja, descontando o efeito de juros recebidos de aplicações financeiras, registou-se uma diminuição homóloga desta despesa, uma vez que os juros recebidos pelo Estado de aplicações financeiras foi maior em 2023.

Em abril de 2023, o stock de dívida pública portuguesa devido pelas famílias registou um crescimento face ao mês homólogo, alcançando um novo máximo histórico nesse mesmo mês, mas com uma composição diferente. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 30 324 M€ em abril de 2023, refletindo uma subida homóloga de 17 126 M€. O stock vivo de Certificados do Tesouro apresenta uma trajetória descendente nos dezoito últimos meses (desde novembro de 2021), mas, em termos globais regista-se uma tendência de crescimento no montante de dívida pública portuguesa detida pelo sector institucional das famílias. Esta evolução foi o reflexo das taxas de juro mais atrativas que estes instrumentos apresentavam, face a outros instrumentos de poupança existentes no mercado com nível de risco idêntico.

A Caixa 2 é uma inovação justificada pelo interesse público na extinção da Série E de Certificados de Aforro ocorrida no dia 2 de junho de 2023. Compara o custo da dívida para o Estado, líquido de impostos a receber, entre as séries E e F deste produto e Obrigações do Tesouro a 10 anos. Estas são as mais caras e a série F a mais barata. As primeiras enfrentam, de momento, um risco de encargos ascendente, enquanto que ambas as séries de Certificados de Aforro apresentam um risco descendente. Estas e outras conclusões são robustas à consideração de uma taxa de desconto intertemporal.

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 elevado grande de reembolsos, cujo impacto se repercutirá necessariamente nas futuras operações de refinanciamento da dívida pública.

A dívida pública na ótica de "Maastricht" situou-se em 114,0% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023, o que corresponde a uma descida de 10,6 p.p. em comparação com o final do trimestre homólogo. Esta variação é o resultado de dois contributos em sentido oposto: o contributo do efeito denominador (- 12,0 p.p.) decorrente da recuperação do PIB nominal, o qual foi atenuado parcialmente pelo efeito numerador (1,4 p.p.) devido ao acréscimo nominal da dívida pública. É de referir que o máximo da série estatística foi registado no 1.º trimestre de 2021 (138,2% do PIB nominal) na sequência da recessão económica decorrente da pandemia COVID-19.

Excluindo os depósitos na dívida de "Maastricht", o rácio da dívida pública desceu para 104,5% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023, abaixo do observado no final do trimestre homólogo (114,6%). Esta variação é determinada pela melhoria do denominador (PIB nominal), a qual foi atenuada pela subida do numerador (dívida pública líquida de depósitos).

Em valor nominal, a dívida pública atingiu 280,0 mil M€ no final de abril de 2023, o que reflete um aumento homólogo de 919 M€. Além disso, a dívida pública de "Maastricht" líquida de depósitos subiu entre o final de abril de 2022 (256,0 mil M€) e o final de abril de 2023 (256,9 mil M€), refletindo um aumento de 884 M€. Os ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas ascenderam a 23,1 mil M€ no final de abril de 2023, o que corresponde a uma variação de 35 M€.

Ao longo do último ano verificou-se um aumento do peso do instrumento "numerário e depósitos" (de 12,3% do total da dívida pública para 17,0%) decorrente da subscrição de Certificados de Aforro, por contrapartida da redução do peso do instrumento "títulos". Apesar desta alteração homóloga, o instrumento "títulos" permanece como o principal instrumento de financiamento da dívida pública portuguesa (tendo passado de 62,6% para 57,9% da dívida pública total).

O Resto do Mundo tem perdido peso como credor da República Portuguesa desde 2014, representando 44,7% no final de 2022 e 43,1% um trimestre depois. Na média da área do Euro (União Europeia), aquele sector detinha 49,5% (45,3%) das dívidas soberanas deste espaço. O determinante mais importante desta alteração estrutural foi a orientação da política monetária seguida desde então, levando a parquear no Banco de Portugal cerca de 28% da dívida emitida pela República no final de março de 2023.

Relativamente à dívida comercial, este passivo das Administrações Públicas situou-se em 2415 M€ no final de março de 2023, equivalendo a 0,9% da dívida de "Maastricht". Em termos homólogos, verificou-se uma descida de 145 M€.

Em 2022, a economia portuguesa apresentou uma necessidade de financiamento de 0,6% do PIB, sendo o pior registo anual desde 2011. Este resultado desagrega-se entre a necessidade de financiamento do sector institucional das Administrações Públicas (-0,4% do PIB) e a do sector privado (-0,2% do PIB), tendo o sector privado registado o pior resultado anual desde 2008.

A taxa de poupança do sector institucional Famílias, aferida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, ficou em 6,1% em 2022, o que reflete uma redução face às taxas observadas durante o pico da pandemia COVID-19, bem como um nível inferior ao observado no ano 2019 (7,2%) imediatamente anterior ao início da pandemia.

A dívida externa líquida em valor nominal diminuiu entre o final do 1.º trimestre de 2022 (171,9 mil M€) e o final do 1.º trimestre de 2023 (158,1 mil M€), o que determinou uma melhoria da Posição de Investimento Internacional (PII) para o mesmo período. Em percentagem do PIB, a evolução foi favorável devido ao efeito numerador (valor nominal da dívida externa) e ao efeito denominador (PIB nominal). Em cadeia trimestral, refira-se que o principal contributo favorável decorre do efeito preço dos ativos/passivos implícitos à PII.

Com efeito, o rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB diminuiu de 77,6% no final do 1.º trimestre de 2022 para 64,6% no final do 1.º trimestre de 2023. Este resultado foi determinado, essencialmente, pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 11,3 p.p. do PIB, ficando em 45,6% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023. É de salientar que a dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurosystema não é considerada dívida externa. O stock de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal subiu de 70,0 mil M€ em março de 2022 para 71,9 mil M€ em março de 2023.

Consequentemente, verificou-se um aumento da PII em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa, passando de - 92,6% do PIB no final do 1.º trimestre de 2022 para - 81,0% no final do 1.º trimestre de 2023. A dívida externa líquida de Portugal continua como principal fonte de financiamento da economia portuguesa visto que é a principal componente da PII.

1 Introdução

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

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

3. Sempre que apropriado, a variação dos agregados financeiros em 2023 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2022 e com os valores previstos para o conjunto do ano 2023 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/2023). Em casos justificados, a informação estatística dos últimos meses é comparada com a de anos mais recuados para melhor contextualizar os desenvolvimentos de curto prazo (taxas de rendibilidade de dívida soberana, emissões de Certificados de Aforro e do Tesouro e dívida de *Maastricht*, por exemplo).

4. O horizonte temporal desta análise abrange o período janeiro a junho 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 junho de 2022, 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 13 de junho 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 15 de junho de 2023. Esta secção mostra as taxas de inflação na Área do Euro, tendo a última extração de dados ocorrido em 19 de junho 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 o primeiro quadrimestre de 2023, quer para a evolução da dívida direta do Estado quer para a despesa com juros; para as análises que respeitam às operações de emissão e amortização de dívida pública, foi possível incorporar informação disponibilizada até 16 de junho de 2023. Nas Secções 3.3 e 3.6, 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 — março de 2023, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — abril de 2023 e o valor nominal desagregado por subsector emissor e detentor institucional — março de 2023. Por fim, no Capítulo 4 foram utilizados dados das contas nacionais trimestrais mais recentes por sector institucional, divulgadas pelo INE em 24 de março de 2023 (4.º trimestre de 2022), e da Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa (1.º trimestre de 2023) divulgadas em 22 de maio de 2023 pelo Banco de Portugal.

5. O relatório encontra-se estruturado em quatro capítulos. O Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com destaque para a evolução mais recente, ou seja, a que aconteceu até 13 de junho 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. Dada a atualidade do tema, contém uma caixa comparando o custo de financiamento entre a extinta Série E de Certificados de Aforro, a nova Série F e emissões de Obrigações do Tesouro. 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. O presente capítulo encontra-se organizado em duas secções. A Secção 2.1 apresenta indicadores de rentabilidade e prémio de risco da dívida pública portuguesa e de uma seleção de Estados-Membros (EM) da união monetária europeia. A Secção 2.2 dá conta das mais recentes decisões de política monetária tomadas pelo Eurossistema até à data de fecho do presente relatório.

2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

7. Em termos históricos, os países emitentes elencados na Tabela 1 registaram uma subida das taxas de rentabilidade dos títulos da dívida pública desde o final de 2021. Grécia e Itália foram os países que enfrentaram os maiores acréscimos. Mais recentemente, entre 1 de janeiro e 13 de junho de 2023, o mesmo conjunto de países registou uma queda nas taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos. No entanto, nos primeiros 13 dias de junho de 2023 assistiu-se a uma ligeira subida das taxas de rentabilidade destes títulos, com exceção dos da Grécia e Itália. Em 13 de junho de 2023, Portugal, Grécia, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha registavam taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos inferiores às que haviam sido alcançadas no final de dezembro de 2022: Portugal (-0,50 p.p.), Grécia (-0,88 p.p.), Itália (-0,65 p.p.), Espanha (-0,28 p.p.), Irlanda (-0,30 p.p.), Bélgica (-0,13 p.p.), França (-0,16 p.p.) e Alemanha (-0,14 p.p.). Contudo, nos primeiros 13 dias de junho de 2023, a generalidade dos países elencados na Tabela 1 registou subidas nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos, sendo as maiores subidas alcançadas pela Alemanha (+0,14 p.p.), Bélgica (+0,11 p.p.) e França (+0,10 p.p.); neste período, apenas dois dos países listados na Tabela 1 registaram reduções das taxas de rentabilidade dos seus títulos a 10 anos: Grécia (-0,06 p.p.) e Itália (-0,03 p.p.). A 13 de junho, três dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rentabilidade superiores aos 3,08% dos títulos portugueses. Nessa data, encontravam-se nesta condição os títulos da Itália (4,05%), da Grécia (3,69%) e da Espanha (3,37%). A Bélgica registava uma taxa de rentabilidade idêntica à portuguesa (3,08%).

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

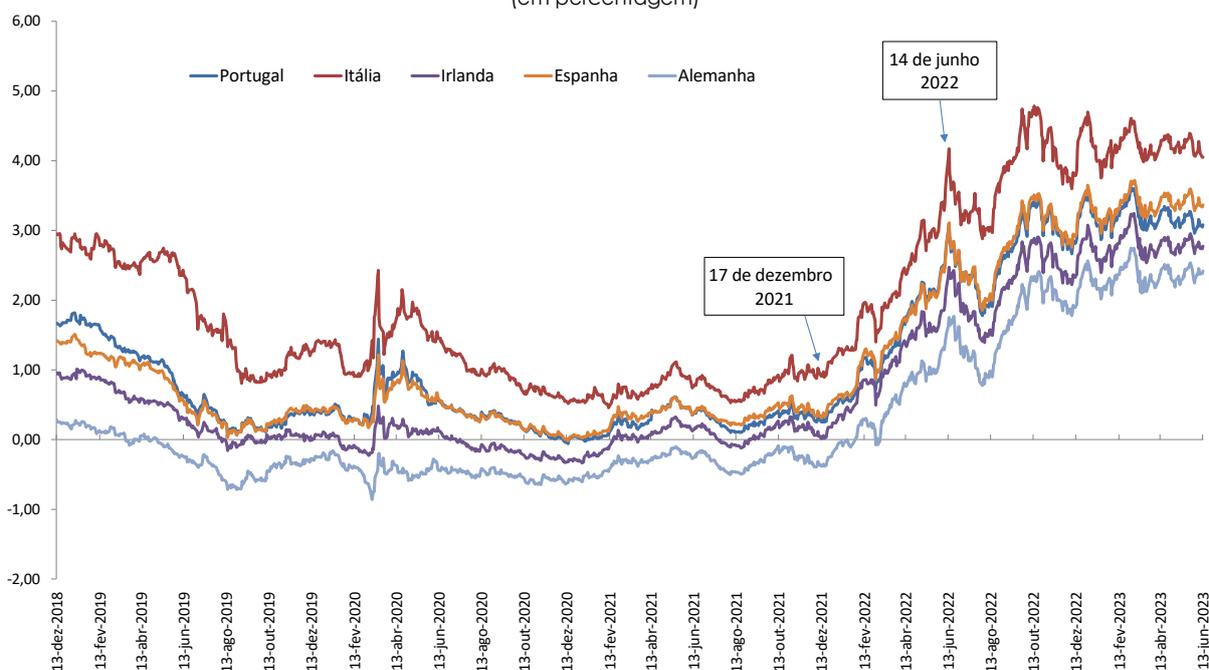
	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	31 dez. 2020	30 dez. 2021	30 dez. 2022	31 mai. 2023	13 jun. 2023	Varição entre 31/mai. e 13/jun. (em p.p.)	Varição desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,50	3,75	1,91	1,71	0,43	0,03	0,46	3,58	3,01	3,08	0,07	-0,50
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,62	1,31	4,57	3,75	3,69	-0,06	-0,88
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,54	1,17	4,70	4,08	4,05	-0,03	-0,65
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	3,33	3,37	0,04	-0,28
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,29	0,24	3,08	2,72	2,77	0,05	-0,30
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,39	0,18	3,21	2,97	3,08	0,11	-0,13
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,34	0,19	3,11	2,85	2,94	0,10	-0,16
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,56	2,28	2,42	0,14	-0,14

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

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

a Alemanha mantinha taxas de rendibilidade negativas para os títulos soberanos a 10 anos (Tabela 1). O primeiro semestre de 2022 (até 14 de junho) caracterizou-se por uma tendência de crescimento das taxas de juro das dívidas soberanas. No dia 15 de junho de 2022, realizou-se uma reunião extraordinária do Conselho do BCE, face ao agravamento dos juros das dívidas soberanas dos países da Área do Euro. No dia 14 de junho de 2022, a Alemanha registou uma *yield* de 1,75% para os seus títulos a 10 anos, o que representou um novo máximo desde 22 de janeiro de 2014. No caso de Portugal, em 14 de junho de 2022 a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendeu a 3,10%, sendo necessário recuar até 14 de julho de 2017 para encontrar um nível superior. Na sequência da reunião *ad hoc* do Conselho do BCE, ocorrida a 15 de junho de 2022, assistiu-se a um movimento de redução das *yields* a 10 anos, tal como ilustrado no Gráfico 1 abaixo. Este movimento foi interrompido no início de agosto de 2022, iniciando-se um período de subida acentuada das taxas de rendibilidade que durou até 7 de novembro de 2022, altura em que se registou um máximo. Após esta data, as taxas de rendibilidade têm-se mantido relativamente elevadas, oscilando em torno dos valores atingidos nesta data. Assim, a 13 de junho de 2023 a Alemanha registou uma *yield* de 2,42% para os seus títulos a 10 anos, o que representa uma subida de 0,67 p.p. desde 14 de junho de 2022. De igual forma, os restantes países elencados na Tabela 1 e no Gráfico 1 abaixo acompanharam esta evolução. No caso de Portugal, em 13 de junho de 2023 a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendia a 3,08%, registando uma pequena oscilação de -0,02 p.p. desde 14 de junho de 2022.

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 decurso do 1.º semestre de 2023, até 13 de junho de 2023. Nesta data, os países elencados na Tabela 2 registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2022, com exceção da Bélgica que registava um valor ligeiramente superior. Os prémios de risco da dívida soberana, medidos através da diferença de rendibilidade do instrumento de um país face ao título alemão com a mesma maturidade, diminuíram no período 1/janeiro – 13/junho de 2023, para a generalidade dos EM em análise. Os países listados na Tabela 2, com exceção da Bélgica, apresentaram uma redução dos seus prémios de risco face ao nível registado no início de 2023. Grécia, Itália, Portugal, Irlanda e Espanha registavam, em 13 de junho, as reduções mais significativas nos prémios de risco, face ao início do ano: -73,5, -50,4, -35,5, -15,7 e -13,9 p.b., respetivamente. França e Bélgica apresentavam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana próximos dos registados no início do ano (-2,0 e +1,5 p.b., respetivamente). Em termos relativos, no final de 2015 Portugal detinha o segundo nível mais elevado, de entre as sete dívidas observadas, com 188 p.b., posição que mantinha no final de 2016, com 354 p.b.. Nos anos seguintes, o

prémio de risco da dívida italiana ultrapassou o da dívida portuguesa. No final de 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 13 de junho de 2023, Portugal registou uma diminuição do prémio de risco de 35,5 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 13 de junho de 2023 o prémio de risco da dívida portuguesa valia 66 p.b., um valor inferior ao de Espanha (95 p.b.), e muito inferior aos de Itália (163 p.b.) e Grécia (127 p.b.) — Ver Tabela 2.

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

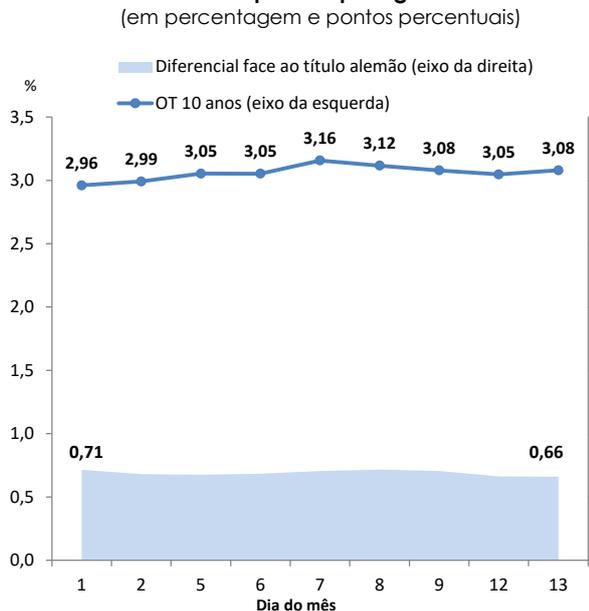
	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	31 dez. 2020	30 dez. 2021	30 dez. 2022	31 mai. 2023	13 jun. 2023	Varição entre 31/mai. e 13/jun. (em p.b.)	Varição desde o início do ano (em p.b.)
Portugal	188	354	149	148	62	60	64	101	73	66	-7,1	-35,5
Grécia	766	690	369	416	161	119	150	200	147	127	-20,3	-73,5
Itália	97	161	158	250	160	111	135	213	180	163	-16,8	-50,4
Espanha	114	118	113	117	65	62	74	108	105	95	-10,4	-13,9
Irlanda	52	54	24	66	30	28	42	51	44	35	-9,0	-15,7
França	36	48	36	47	30	23	38	54	57	52	-4,5	-2,0
Bélgica	34	32	20	53	27	18	36	64	69	66	-2,8	1,5

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

10. Em 13 de junho de 2023, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se abaixo da do final de 2022.

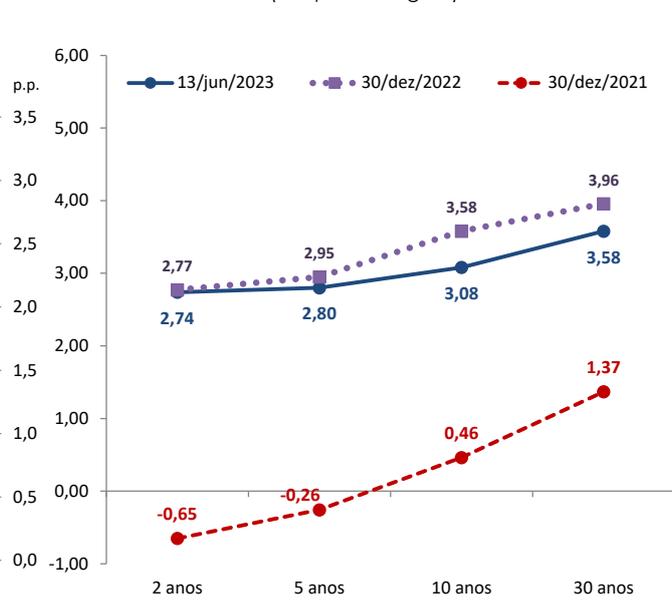
Em 13 de junho de 2023, a posição da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se abaixo da curva de rendimentos verificada no final de 2022, mas acima da registada no final de 2021 (Gráfico 3). No período compreendido entre 31 de dezembro de 2022 e 13 de junho de 2023, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se para baixo, em todas as maturidades, refletindo uma ligeira diminuição das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa neste período. Tendo como perspetiva um período mais alargado, é de referir que a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa registada atualmente é muito superior à do final de 2021. No final de 2021 os títulos da dívida portuguesa com maturidade a dois e a cinco anos registavam taxas de rendibilidade negativas (-0,65% e -0,26%, respetivamente), facto que já não se verifica atualmente. Nas maturidades a cinco e a dois anos, as taxas de rendibilidade da dívida portuguesa passaram a registar valores positivos a partir de 3 de fevereiro e 6 de abril de 2022, respetivamente.

Gráfico 2 – Evolução diária em junho 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.

2.2 Decisões de política monetária do BCE

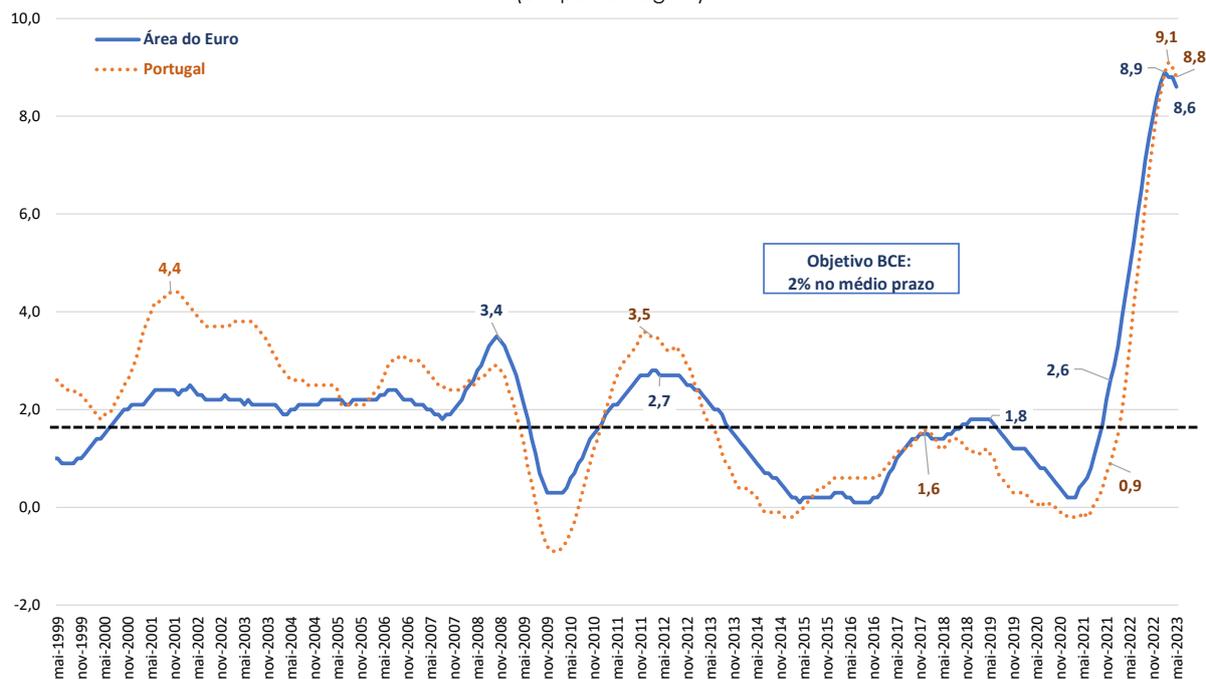
11. As mais recentes decisões de política monetária, tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE), ocorreram a 15 de junho de 2023, destacando-se o aumento em 25 p.b. das três taxas de juro diretoras do BCE. As decisões de política monetária são tomadas tendo em conta o mandato atribuído ao BCE e a manutenção da estabilidade de preços, cujo objetivo se traduz numa inflação de 2% no médio prazo. Assim, assinalam-se, de seguida, as decisões do Conselho do BCE norteadoras da política monetária prosseguida pela instituição:

- **Aumento das três taxas de juro diretoras do BCE em 25 p.b..** A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito serão aumentadas para 4,00%, 4,25% e 3,50%, respetivamente, com efeitos a partir de 21 de junho de 2023;
- **A carteira do programa de compra de ativos (*Asset Purchase Programme* — APP) está a diminuir.** O Eurosistema já não reinveste a totalidade dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos — APP. O ritmo de diminuição é de 15 mil M€, em média, por mês até ao final de junho de 2023. Os reinvestimentos ao abrigo do programa APP serão descontinuados a partir de julho de 2023;
- **Prosseguimento de compras líquidas no âmbito do PEPP até, pelo menos, final de 2024.** Relativamente às aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme* — PEPP), com uma dotação total de 1850 mil M€, o Conselho do BCE tenciona reinvestir os pagamentos de capital e de títulos vencidos adquiridos no âmbito do PEPP, pelo menos até ao final de 2024, sinalizando que “a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada”.

12. As anteriores decisões de Política Monetária do Conselho do BCE, com os sucessivos aumentos das taxas de juro, estão a repercutir-se nas condições de financiamento e na economia da Área do Euro. O custo de endividamento aumentou, as condições de financiamento são mais restritivas e o crescimento dos empréstimos abrandou, o que contribui para conter a procura. As projeções macroeconómicas dos especialistas do Eurosistema, elaboradas em junho de 2023, indicam que a *inflação subjacente* deverá situar-se em 5,4% em 2023, 3,0% em 2024 e 2,2% em 2025. A *inflação subjacente* exclui os produtos com os preços tipicamente mais voláteis, a saber, os produtos energéticos e os produtos alimentares não-processados. Projetam que a *inflação* total deverá ascender a 5,1% em 2023, 3,0% em 2024 e 2,3% em 2025. No que respeita ao crescimento económico, os especialistas do Eurosistema reduziram ligeiramente as suas projeções para 2023 e 2024, na Área do Euro, para os seguintes valores: 0,9% em 2023, 1,5% em 2024 e 1,6% em 2025.

13. 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 43 meses. Com o eclodir da crise financeira de 2008, a volatilidade da inflação tornou-se muito mais acentuada. Mais recentemente, a inflação da Área do Euro apresentou uma trajetória de crescimento acentuado, até fevereiro de 2023, altura em que registou um máximo. Desde março de 2023, regista ligeiras contrações, mantendo-se, contudo, elevada. Em termos históricos, a taxa de inflação da Área do Euro tem-se mantido, globalmente, próxima ou abaixo do objetivo de médio prazo para a inflação (2%). Apenas em três períodos bem definidos 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 (18 meses). Em todos os outros momentos, este indicador manteve-se abaixo de 2,5%, nunca tendo registado valores negativos. Merece também destaque o facto de terem registado valores próximos de zero (abaixo de 0,5%) no início da crise financeira (novembro de 2009 a abril de 2010), entre dezembro de 2014 e janeiro 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 tornou-se mais elevada. Nos meses mais recentes, designadamente a partir de abril de 2021, a inflação da Área do Euro, medida pela taxa de variação da média móvel a doze meses, iniciou uma trajetória de crescimento acentuado, alcançando 2,6% em dezembro de 2021, 8,4% em dezembro de 2022, 8,9% em fevereiro de 2023 (máximo desta série) e 8,6% em maio de 2023 — Gráfico 4 e Gráfico 5.

Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: maio de 1999 a maio de 2023
(em percentagem)



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

$$\pi_t = \left\{ \left[\frac{\left(\sum_{i=t-11}^t \text{IHPC}_i \right) / 12}{\left(\sum_{i=t-28}^{t-12} \text{IHPC}_i \right) / 12} \right] - 1 \right\} \times 100$$

Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro: maio de 1999 a maio 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 , π'_t , é calculada da seguinte forma:

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

3 Evolução da dívida pública

14. Este capítulo apresenta 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.¹ É também analisada a despesa com juros e outros encargos da dívida pública. As novas emissões de dívida pública, as condições em que foram efetuadas e o perfil de amortização a curto, médio e longo prazos concluem esta secção. Esta secção inclui, ainda, uma caixa que compara o custo líquido para o Estado, em termos nominiais e em valor atualizado, de se financiar através de três instrumentos de dívida alternativos: séries E e F de Certificados de Aforro e Obrigações do Tesouro. 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. Compara ainda Portugal com os outros Estados-Membros europeus quanto ao peso dos sectores residentes na posse de dívida pública. Por fim, na Secção 36 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até março de 2023.

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

15. A restrição de tesouraria do subsector Estado, calculada na ótica da contabilidade pública, encontra-se espelhada na Tabela 3, evidenciando-se: as execuções anuais (CGE) de 2018–2022, a execução mensal em 2023 (de janeiro a abril), em termos mensais e acumulados, a previsão para o ano completo de 2023 (OE/2023) e a variação entre a execução de 2022 e a de 2023. A primeira linha ("Receita líquida proveniente de passivos financeiros") identifica a diferença entre a receita obtida em operações com passivos financeiros e a despesa paga em operações com passivos financeiros do subsector Estado. Por definição contabilística, esta grandeza é igual à diferença entre duas parcelas. A primeira é a soma do saldo total com a "despesa líquida em ativos financeiros"; a segunda é a soma do saldo global com o saldo da gerência anterior. A Caixa 1 abaixo explicita o apuramento da restrição de tesouraria do Estado que se encontra quantificada na Tabela 3.²

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:

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

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 ($S_{GerênciaAnterior}$).

¹ 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.

² A partir da publicação do [Relatório n.º 35/2018](#), divulgado em 28 de novembro de 2018, a UTAO alterou a designação na linha 1 desta tabela para evitar confundir o leitor com um conceito consagrado na literatura económica e estatística das contas nacionais. Com efeito, neste domínio usa-se a expressão "capacidade (necessidade) líquida de financiamento" do Estado como sinónimo de saldo (défice) orçamental na perspetiva contabilística das contas nacionais. A receita líquida de passivos financeiros na Tabela 3 usa outra perspetiva contabilística e mede uma variável diferente, razões que determinaram a mudança na designação da linha 1. Por um lado, os seus fluxos são gerados pela contabilidade pública orçamental. Por outro, esta linha capta a diferença entre receita e despesa do Estado com os seus passivos financeiros, o que não se confunde com o saldo orçamental em contabilidade pública. No primeiro caso, a "capacidade (necessidade) líquida de financiamento" do Estado indica o valor do financiamento líquido que o subsector Estado concede ao (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.

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.

16. No primeiro quadrimestre de 2023 as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria) diminuíram face ao período homólogo de 2022. No período janeiro a abril de 2023 o Estado arrecadou uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 2 963 M€, um valor que se situa 663 M€ abaixo do registado em igual período de 2022. A necessidade de obter esta receita líquida adveio, em primeiro lugar, da execução orçamental, cujo défice global registado até abril de 2023 absorveu 2438 M€ desses recursos (menos 589 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 525 M€, menos 75 M€ do que no período homólogo.

17. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada no período janeiro a abril de 2023 foi menor do que no período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 598 M€, montante que foi inferior, em 141 M€, ao despendido em igual período de 2022. Em 2023, estas verbas foram destinadas, na sua grande maioria, a Entidades Públicas Reclassificadas (EPR), sob a forma de dotações de capital (516 M€), concessão de empréstimos de médio e longo prazos (30 M€) e a curto prazo (35 M€).³ Neste capítulo, a execução entre janeiro e abril de 2023 exigiu do Estado um menor esforço financeiro, face ao período homólogo de 2022, relativamente a empréstimos a médio e longo prazos (-137 M€) — os empréstimos a curto prazo encontram-se englobados na parcela “3.3 Outros” e a sua execução diminuiu 30 M€ face ao período homólogo — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros, efetuado pelo Estado, no período janeiro a abril de 2023.

³ Registaram-se ainda outras despesas do Estado com ativos financeiros relacionadas com a execução de garantias (14,8 M€) e participações em organizações internacionais (1,8 M€).

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 - abril			Referenciais anuais	
						Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	2022	2023	Δ 2022/23	OE 2023	Δ 2022/23
1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6)	7 339	9 499	16 790	13 773	9 251	-281	908	452	1 884	3 626	2 963	-663	12 694	3 443
2. Saldo global	-3 666	-3 940	-12 204	-9 471	-5 781	224	-481	-340	-1 841	-3 026	-2 438	589	-5 926	-144
3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)	4 778	6 357	4 741	4 945	4 062	2	427	126	43,2	739	598	-141	10 885	6 823
3.1 Empréstimos médio/longo prazo	2 679	3 020	2 595	911	1 059	0	0	0	30	168	30	-137	6 611	5 552
3.2 Dotações de Capital	1 537	3 276	1 984	3 998	2 866	0	427	89	0	504	516	11	4 077	1 211
3.3 Outros	562	62	163	36	137	2	0	37	13	67	52	-15	197	60
4. Receita de ativos financeiros	1 105	798	156	644	593	59	0,1	14	0	139	73	-66	4 117	3 524
5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)	3 673	5 559	4 585	4 301	3 469	-57	427	112	43	599	525	-75	6 768	3 299
6. Saldo da gerência anterior	0	0	-2	-7	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
7. Saldo Total	0	0	-2	-7	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	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.

18. Nos primeiros quatro meses 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.

No período compreendido entre janeiro e abril de 2023, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 598 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (516 M€) e empréstimos a médio e longo prazos (30 M€). Em ambas as tipologias, a grande maioria desta despesa teve como destino o financiamento das EPR. Com efeito, o total de despesa efetuada em **dotações de capital** (516 M€) destinou-se a EPR, com a seguinte distribuição por entidade:

- Infraestruturas de Portugal, S.A. 511,1 M€;
- EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. 4,5 M€.

Os 30 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de **empréstimos a médio e longo prazos** tiveram como destino o Instituto da Habitação e da Reabilitação Urbana, I.P. (IHRU).

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

19. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros quatro meses de 2023 foi relativamente diminuto, tendo ascendido a 73 M€. A grande maioria desta receita decorreu da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 65 M€, dos quais:

- 29 M€ pela Região Autónoma da Madeira, no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira da RAM;
- 17,7 M€ pela CP – Comboios de Portugal, E.P.E.;
- 14,3 M€ pela Administração Local (AdL).

Os restantes cerca de 8 M€ dizem respeito a receita de outros ativos financeiros, onde se inclui a recuperação de créditos garantidos (1,9 M€) e a receita com outros ativos financeiros não especificados (6 M€).

20. Face aos valores orçamentados no OE/2023, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros quatro meses de 2023 o Estado financiou-se num montante correspondente a 23,3% do previsto para o conjunto do ano. Entre janeiro e abril de 2023 a receita líquida proveniente de passivos financeiros ascendeu a 2963 M€, 9731 M€ aquém do total previsto para o ano completo de 2023 (grau de execução de 23,3%).

Para este resultado concorreu, por um lado, o facto de se ter alcançado, no período janeiro a abril de 2023, um défice global do subsector Estado de 2438 M€, que se situou 3488 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 abril de 2023, ter ascendido a 525 M€, um valor que se situou 6243 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 7,8%) — linha 5 da Tabela 3.

21. Para o conjunto do ano 2023, o OE aprovado prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, acima da execução de 2022, prevendo-se uma ligeira deterioração do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros significativamente superior. De acordo com os valores constantes do OE/2023, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 12 694 M€, mais 3443 M€ do que a execução de 2022. A previsão para 2023 tem implícita um ligeiro agravamento do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para – 5926 M€ (144 M€ abaixo do défice do subsector Estado registado em 2022), e um aumento substancial da despesa bruta em ativos financeiros para 10 885 M€ (6823 M€ acima da execução de 2022). Naturalmente, a execução acumulada nos primeiros quatro meses de 2023, compilada na Tabela 3, encontra-se ainda muito afastada das previsões orçamentais para o conjunto do ano. Contudo, o défice global alcançado até abril deste ano regista uma melhoria homóloga de 589 M€ e representa pouco mais de um terço (41,1%) do previsto para o ano completo de 2023.

3.2 Dívida direta do Estado

22. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de abril 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 abril de 2022 também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sobretudo sob a forma de dívida não titulada. 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 abril de 2023, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 289 995 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 1393 M€ em cadeia mensal resultante, sobretudo, do aumento da dívida não titulada, nomeadamente certificados de aforro (+1 682 M€) e de dívida titulada de curto prazo (+228 M€). A parcela de dívida não titulada composta por Certificados do Tesouro registou um decréscimo mensal de 379 M€. As contas margem registaram um decréscimo mensal de 84 M€. O acréscimo mensal da dívida titulada de curto prazo ficou a dever-se ao aumento do saldo de CEDIC (Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo) em 228 M€.⁴ Tendo por referência o final do mês homólogo de 2022, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 10 875 M€, em resultado do aumento, da dívida não titulada (+13 071 M€) e dos empréstimos oficiais SURE (300 M€) e PRR (+718 M€). Em sentido contrário, registaram-se diminuições homólogas na dívida titulada (– 3088 M€) e nas contas margem (– 125 M€). No que respeita à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo do stock de Certificados de Aforro em 17 626 M€ (+138,8%) e uma redução nos Certificados do Tesouro de 4550 M€ (– 25,9%). Relativamente 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€, num total de 6234 M€ contratualizados com a Comissão Europeia. Relativamente aos empréstimos ao abrigo do PRR, Portugal recebeu 1069 M€ a título de empréstimos, dos quais: 351 M€ em agosto de 2021, 609 M€ em maio de 2022 e 109 M€ em fevereiro de 2023. O parágrafo 28 detalha o perfil de amortização dos empréstimos SURE e PRR.

⁴ CEDIC (Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo) são valores escriturais representativos de empréstimos internos de curto prazo, denominados em moeda nacional. Os CEDIC são colocados junto de entidades das Administrações Públicas como forma de aplicação dos respetivos excedentes de tesouraria; são emitidos por prazos até 12 meses e amortizados na respetiva data de vencimento ou antecipadamente, nas condições que forem acordadas entre o IGCP, E.P.E. e a entidade tomadora.

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

	abr/2022	mar/2023	abr/2023	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	abr/2022	abr/2023
Titulada	189 045	185 756	185 957	202	-3 088	0,1	-1,6	67,7	64,1
Curto prazo	17 889	16 838	17 066	228	- 822	1,4	-4,6	6,4	5,9
Médio e longo prazo	171 156	168 917	168 891	- 26	-2 265	0,0	-1,3	61,3	58,2
Não titulada	34 005	45 800	47 075	1 276	13 071	2,8	38,4	12,2	16,2
Cert. Aforro	12 698	28 642	30 324	1 682	17 626	5,9	138,8	4,5	10,5
Cert. do Tesouro	17 579	13 408	13 029	- 379	-4 550	-2,8	-25,9	6,3	4,5
Outra - ML prazo	3 728	3 750	3 722	- 27	- 5	-0,7	-0,1	1,3	1,3
Contas margem	657	616	532	- 84	- 125	-13,6	-19,1	0,2	0,2
Empréstimos Oficiais	55 413	56 431	56 431	0	1 018	0,0	1,8	19,9	19,5
Empréstimos SURE (UE)	5 934	6 234	6 234	0	300	0,0	5,1	2,1	2,1
Empréstimos PRR (UE)	351	1 069	1 069	0	718	0,0	-	0,1	0,4
Assistência Financeira	49 128	49 128	49 128	0	0	0,0	0,0	17,6	16,9
Total	279 120	288 602	289 995	1 393	10 875	0,5	3,9	100,0	100,0

Por memória:

Transaccionável	180 534	175 206	175 180	- 26	-5 354	0,0	-3,0	64,7	60,4
Não Transaccionável	99 243	114 012	115 347	1 336	16 104	1,2	16,2	35,6	39,8
Euro	275 925	285 890	287 310	1 420	11 385	0,5	4,1	98,9	99,1
Não euro	3 195	2 712	2 686	- 26	- 509	-1,0	-15,9	1,1	0,9
Contas margem	657	616	532	-84	-125	-13,6	-19,1	0,2	0,2

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

23. No primeiro quadrimestre de 2023, registou-se um aumento na despesa bruta com juros e outros encargos da dívida, mas uma redução em termos líquidos. As comissões pagas neste período foram mais expressivas do que no período homólogo (33 M€ no período jan.-abr. de 2022 e 77 M€ entre jan.-abr. de 2023), tendo sido este facto que determinou o acréscimo homólogo dos juros e outros encargos com a dívida pública. Em termos líquidos, isto é, descontando o efeito de juros recebidos de aplicações financeiras, registou-se uma diminuição homóloga desta despesa, uma vez que os juros recebidos pelo Estado de aplicações financeiras foi maior em 2023.⁵ Entre janeiro e abril de 2023, a despesa com juros e outros encargos da dívida pública ascendeu a 2764 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 5), refletindo um aumento de 0,9% (+24 M€) quando comparada com igual período do ano anterior, sendo esta subida inferior à prevista no OE/2023 para o conjunto do ano (+11,3%; +692 M€). Este acréscimo foi determinado, sobretudo, pelo aumento homólogo, em 198,8% (+48 M€), no montante despendido em comissões com empréstimos obtidos, com exceção das relativas aos empréstimos oficiais (PAEF, SURE e PRR) que, neste contexto, registaram uma redução homóloga. Os juros de Obrigações do Tesouro (OT) diminuiram 2,3% (- 48 M€). No tocante aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros manteve-se negativo no período compreendido entre janeiro e abril de 2023 (- 18 M€), evidenciando o peso das emissões a taxa negativa até ao leilão de 20/04/2022.⁶ 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 quatro meses de 2023, foi de 325 M€, refletindo um acréscimo de 102 M€ (+45,8%) face ao período homólogo do ano anterior — Tabela 5. No final do período em análise (janeiro a abril de 2023), o montante de dívida pública financiada através destes dois produtos, destinados ao

⁵ No período janeiro a abril de 2022, o Estado pagou cerca de 1,2 M€ de juros de aplicações financeiras, contrariamente ao ocorrido em igual período de 2023, em que o Estado recebeu 64,2 M€ de juros de aplicações financeiras.

⁶ Dados nos ficheiros Excel com os resultados leilões de BT em 2022 e 2023, descarregáveis a partir do [sítio do IGCP](#).

sector das Famílias (CA e CT), registava um acréscimo significativo que ascendeu a 13 076 M€ M€, verificando-se uma alteração na sua composição, um aumento no peso dos Certificados de Aforro (+17 626 M€) e uma diminuição no peso dos Certificados do Tesouro (- 4550 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 Jan. – Abr. (M€)			OE 2023 (M€)	Grau de execução Jan. – Abr. (%)	
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	2022	2023	Tvh (%)		2022	2023
Juros da dívida pública	6 041	85	1 058	107	1 437	2 707	2 687	-0,7	6 699	44,8	40,1
Bilhetes do Tesouro	-40	-12	0	-6	0	-17	-18	4,0	63	42,7	-28,3
Obrigações do Tesouro	4 382	0	903	18	1 105	2 074	2 026	-2,3	4 505	47,3	45,0
Empréstimos PAEF	626	0	24	0	190	290	214	-26,2	623	46,3	34,4
Empréstimos SURE	0	7	0	0	0	0	7	-	22	-	30,7
Empréstimos PRR	0	0	0	0	0	0	0	-	15	0,0	0,0
Certif. Aforro e Tesouro	739	77	71	81	96	223	325	45,8	948	30,2	34,3
CEDIC / CEDIM	12	4	0	4	3	3	12	321,8	205	22,2	5,6
Outros	322	9	60	9	43	135	122	-9,7	318	42,0	38,4
Comissões	65	18	12	15	32	33	77	134,4	100	50,4	76,8
Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR)	9	5	0	0	0	9	5	-42,2	5	100,0	95,7
Outros	56	13	12	15	32	24	72	198,8	95	42,8	75,7
Juros e outros encargos pagos	6 106	103	1 070	121	1 469	2 740	2 764	0,9	6 799	44,9	40,7
Tvh (%)	-3,8	38,7	-11,4	-63,2	30,3	-	-	-	11,3%	-	-

Por memória:

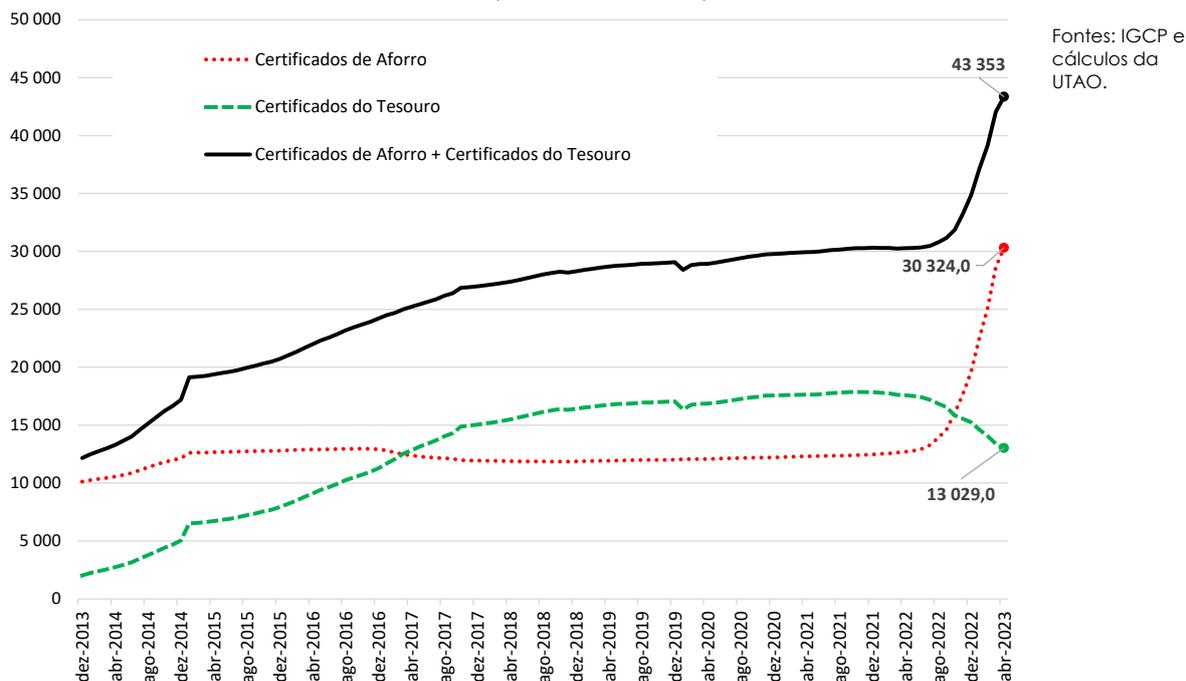
Juros recebidos de aplicações	-13	-8,6	-8,2	-18,5	-28,9	1	-64,2	-	-15	-9,8	423,2
Juros e outros encargos líquidos	6 094	94	1 062	103	1 440	2 741	2 700	-1,5	6 783	45,0	39,8
Tvh (%)	-4,2	27,7	-12,1	-68,8	27,6	-	-	-	11,3%	-	-

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

24. Em abril de 2023, o stock de dívida pública portuguesa devido pelas famílias registou um crescimento face ao mês homólogo, alcançando um novo máximo histórico nesse mesmo mês, mas com uma composição diferente. O stock total de dívida pública detida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro registou uma tendência de crescimento acentuado, atingindo um novo máximo em abril de 2023 — Gráfico 6. 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 muito significativa, sem paralelo em anos anteriores. Com efeito, o valor registado em abril de 2023 (43 353 M€) situou-se 13 010 M€ acima do alcançado no final de junho de 2022 (30 343 M€). No entanto, a evolução da série de Certificados do Tesouro (CT) foi decrescente. No final de abril de 2022, o montante de CT ascendeu a 13 029 M€, um valor 4371 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 abril de 2022 (variação de - 4836 M€ no conjunto destes 18 meses). Em sentido contrário, o stock de Certificados de Aforro apresentou uma recuperação, que foi muito mais expressiva nos meses mais recentes, permitindo mais do que compensar o decréscimo ao nível dos Certificados de Tesouro: no final de abril de 2023, o montante de Certificados de Aforro ascendeu a 30 324 M€, um valor 17 381 M€ acima do alcançado no final de junho de 2022 (12 943 M€). O Gráfico 7 apresenta as subscrições brutas mensais de CA e CT e o Gráfico 8 as correspondentes variações homólogas nos stocks de CA e CT.

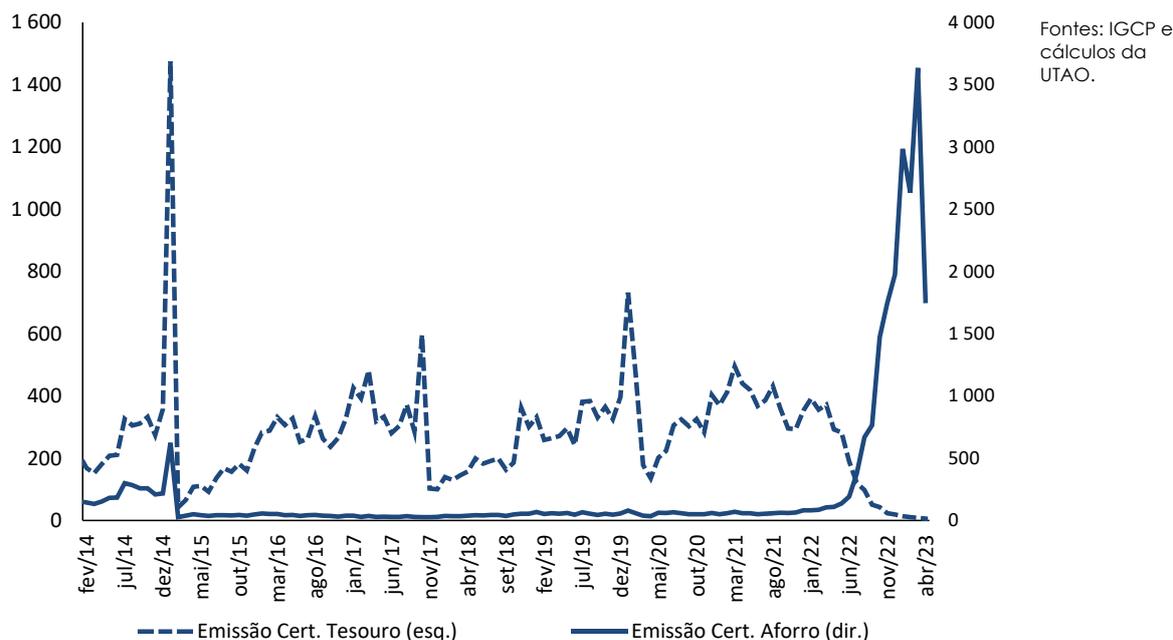
Gráfico 6 – Stock conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro

(em milhões de euros)



25. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 30 324 M€ em abril de 2023, refletindo uma subida homóloga de 17 126 M€ (Gráfico 6, Gráfico 7 e Gráfico 8). Desde abril de 2020 que se regista uma série contínua de emissões líquidas positivas de Certificados de Aforro. A interrupção ocorrida em março de 2020 refletiu um movimento pontual, de dimensão relativamente reduzida, uma vez que o valor nominal de amortizações superou o de emissões em apenas 8,3 M€. Após esta data, a emissão bruta de CA (e também a emissão líquida) retomou uma tendência de recuperação suave, que se manteve até ao final do 1.º semestre de 2022. Nos meses mais recentes, em particular após junho de 2022, as emissões brutas de Certificados de Aforro aumentaram de forma muito mais expressiva, de forma quase "exponencial", contribuindo para o crescimento do stock de Certificados de Aforro. Com efeito, em abril de 2023 o stock vivo de Certificados de Aforro refletia um acréscimo homólogo de 17 126 M€, dos quais 14 304 M€ foram alcançados nos últimos seis meses. 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, tem sido a motivação principal da elevada procura por este produto de poupança das famílias, sem paralelo em instrumentos alternativos com risco comparável.

Gráfico 7 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro
(em milhões de euros)

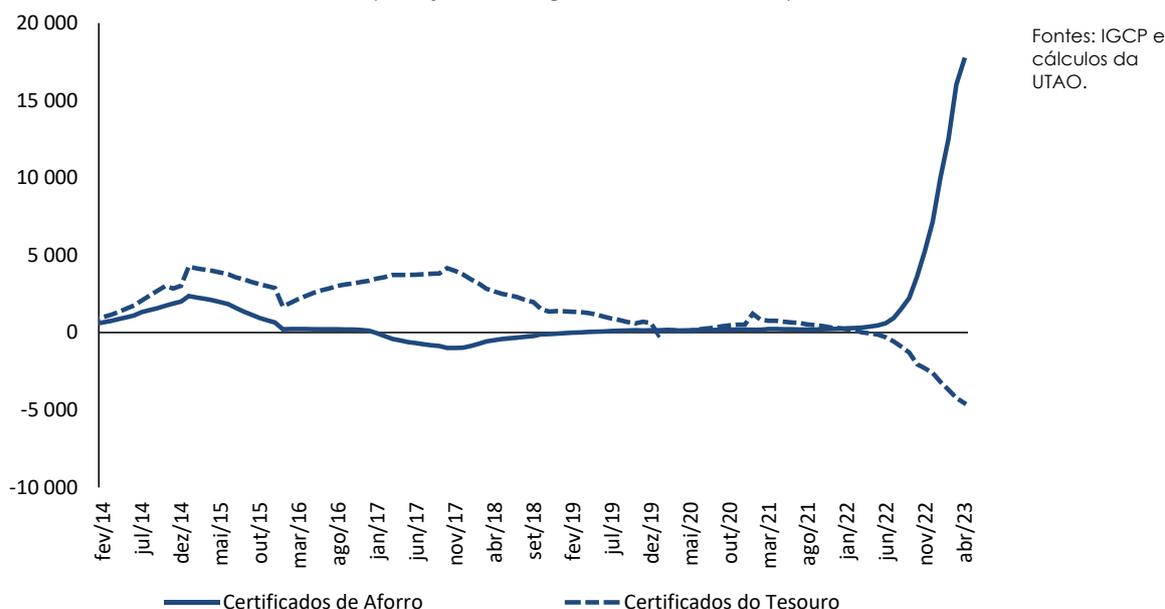


26. Ainda que o stock vivo de CT apresente uma trajetória descendente nos dezoito últimos meses (desde novembro de 2021), em termos globais regista-se uma tendência de crescimento no montante de dívida pública portuguesa detida pelo sector institucional das famílias, sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro. Esta evolução foi o reflexo das taxas de juro mais atrativas que estes instrumentos apresentavam, face a outros instrumentos de poupança existentes no mercado com nível de risco idêntico — Gráfico 6. Os depósitos a prazo no sistema bancário não acompanharam a subida nas taxas Euribor até abril de 2023. As suas taxas de remuneração quedaram-se substancialmente abaixo das oferecidas pela Série E de CA e um pouco abaixo das praticadas pelo Estado nos CT (série Valor, disponível desde setembro de 2021). Os aforradores familiares percecionam como semelhantes os níveis de risco de todos estes instrumentos de poupança concorrentes. No tocante à poupança das famílias, o período pandémico caracterizou-se por um acréscimo substancial do nível de poupança, em termos agregados, cujo nível máximo foi atingido no final do 1.º trimestre de 2021 (14,3%). Em 2022, a taxa de poupança situou-se em 6,1%, uma redução face às taxas de poupança observadas em 2019 (período pré-pandémico) e no pico da pandemia COVID-19.⁷ Os produtos emitidos pelo IGCP (em nome e em representação da República Portuguesa) têm-se revelado atrativos, em termos históricos, conseguindo captar uma parcela substancial da poupança acumulada pelas famílias. A mais recente alteração à política de remunerações dos Certificados de Aforro, traduzida pelo fim de emissão da Série E e o início da Série F, com diferentes condições de remuneração, deverá induzir uma alteração nas escolhas dos aforradores nos próximos tempos. A este respeito, a Caixa 2 apresenta aos leitores uma comparação do custo de financiamento para o Estado entre as duas séries de CA e uma linha relevante de OT a 10 anos.

⁷ A evidência sobre esta afirmação encontra-se descrita no parágrafo 48 abaixo. A taxa de poupança do sector institucional das famílias (medida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível) atingiu o valor máximo no final do 1.º trimestre de 2021 (14,3%).

Gráfico 8 – Variação homóloga dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

(variação homóloga, em milhões de euros)



Caixa 2 – Custo de financiamento do Estado: Certificados de Aforro versus Obrigações do Tesouro

A presente análise efetua uma comparação entre o custo para o Estado do financiamento obtido através de Obrigações do Tesouro (OT), em comparação com o financiamento obtido através de Certificados de Aforro (CA). São também feitas referências aos Bilhetes do Tesouro (BT).

Esta análise é motivada pela alteração introduzida no início desse mês às condições de remuneração dos CA. A Série E vigorou entre 30/10/2017 e 02/02/2023, e foi substituída pela Série F com subscrições desde 05/06/2023.

A remuneração base dos CA está indexada à taxa Euribor a três meses, com um teto fixado administrativamente. No caso da Série E, o limite era 3,5%. À taxa-base, acresce um prémio de permanência consoante a maturidade, sendo diferente entre as Séries E e F. Os juros são adicionados ao capital no final de cada trimestre (juro composto), pelo que o capital em dívida vai subindo todos os trimestres. As OT e os BT são instrumentos de taxa fixa e juro simples.

A principal limitação para a comparação encontra-se na maturidade dos instrumentos. No caso de BT e OT, o financiamento encontra-se assegurado até à maturidade do título, pelo que o IGCP só tem de garantir liquidez para o reembolso no dia da maturidade. No caso dos CA, a situação é diferente; o particular pode pedir o reembolso em qualquer dia após os três meses iniciais, ou seja, há uma incerteza decorrente do facto de o IGCP ter de assegurar liquidez suficiente para fazer face a pedidos de regaste que podem ocorrer em qualquer momento, após os 3 meses iniciais. Numa situação limite de corrida aos resgates do CA, o IGCP teria de assegurar elevados montantes de liquidez em poucos dias. Ao invés, o Estado paga juros das OT no final de cada ano e apenas paga o juro acumulado nos CA aquando do resgate ou da amortização na maturidade (10 anos na Série E e 15 anos na Série F).

Os instrumentos OT e BT correspondem a dívida titulada, pelo que podem ser transacionados em mercado secundário. Em sentido oposto, os CA correspondem a dívida pública não titulada, pelo que o seu detentor não pode transacionar esta dívida em mercado secundário.

Relativamente ao regime fiscal aplicável, no caso dos CA aplica-se uma taxa liberatória na fonte de 28% de IRS à taxa de juro vigente em cada trimestre, a qual é uma receita imediata do Estado, pelo que a taxa de juro líquida a que o capital inicial e os juros capitalizam é inferior à bruta. Quanto às OT e BT, estas não são objeto de tributação no momento de pagamento do juro. Mais, os montantes devidos por não residentes não pagam imposto ao Estado português. Com efeito, a fiscalidade aplicável a OT e BT leva a que o juro pago a instituições financeiras não residentes esteja isento de IRS e IRC, e o juro pago a instituições residentes não tem retenção na fonte, embora fique sujeito a englobamento em sede de IRC — várias sociedades financeiras, na prática, não pagam IRC sobre estes rendimentos quando beneficiam da dedução de prejuízos passados (ativos por impostos diferidos).

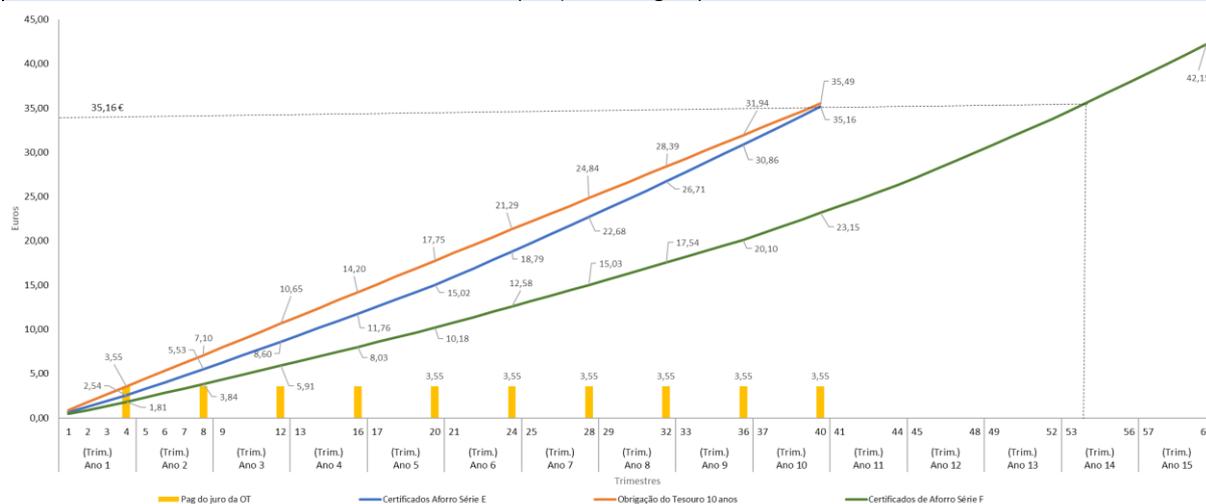
A comparação que se vai fazer tem os resultados principais visíveis no Gráfico 9. Ela visa comparar, na perspetiva do emitente, os juros acumulados por cada um dos três instrumentos até ao final de cada trimestre. Para as Séries E e F de CA, é usada a taxa de juro líquida de IRS e assume-se que o indexante, Euribor a três meses, é, pelo menos, igual a 2,5% ao longo dos 60 trimestres considerados no gráfico. Idealmente, a comparação deveria ser feita com uma linha de OT a 10 ou 15 anos emitida o mais próxima possível de 02/06/2023, data em que o IGCP encerrou a subscrição da Série E.. Das três emissões de OT em 2023, até àquele dia, a linha mais próxima da ideal é a que foi leiloadada em 08/03/2023 com maturidade de 9 anos e 4 meses. A taxa de juro implícita que a República Portuguesa

assumiu nesta linha é 3,549%, cf. dados na Tabela 6. O gráfico usa esta taxa como proxy da de uma OT a 10 anos. Repare-se, portanto, que a taxa de juro a que os encargos são acumulados ao longo da vida é constante. O mesmo não se passa no caso das séries de CA, e por duas razões: primeira, porque à taxa-base são agregados prémios de permanência; segunda, porque os juros são capitalizados.

A comparação assume as seguintes hipóteses: i) os detentores de CA mantêm o seu investimento durante o prazo máximo fixado em portaria (10 anos na série E e 15 na F); ii) a taxa Euribor a três meses, o indexante destes passivos públicos, é $\geq 2,5\%$ durante este prazo; iii) o rendimento entregue a agentes residentes detentores de OT não paga IRC; iv) a taxa média de juro a que foi colocada a linha "OT 1,65% 16Jul2032", leiloadada em 08/03/2023, é usada como a taxa de juro OT a 10 anos (3,549%) para efeitos da comparação com as duas séries de CA.

Interpretação do gráfico: o eixo vertical mostra, para cada curva, o valor em euros dos compromissos (líquido de IRS no caso dos CA) que o Estado assumiu para servir o passivo respetivo (ignoram-se eventuais comissões pagas a intermediários financeiros e o imposto arrecadado sobre tais comissões). Trata-se do conjunto dos compromissos assumidos por cada 100 euros de capital inicial até final do período considerado no eixo horizontal. Por exemplo, até final do 8.º trimestre (4.º trimestre do ano 2), por cada 100 € de capital recebido do aforrador no trimestre 0, o Estado acumulou o custo de 7,10 € na linha de OT, 5,53 € na Série E e 3,84 € na Série F de CA.

Gráfico 9 – Comparação dos encargos líquidos do Estado acumulados no final de cada trimestre por 100 euros de financiamento: Certificados de Aforo (Séries E e F) e Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos (em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: (i) aplicam-se as quatro hipóteses enunciadas num parágrafo acima deste gráfico.

Emergem algumas conclusões sobre o custo da dívida pública, considerando válidos os pressupostos acima indicados. **Primeira**, as OT são a opção mais cara para o Estado em cada trimestre dos 10 anos da sua vida. O serviço da dívida cresce linearmente ao longo dos 40 trimestres. **Segunda**, a Série F é a opção de financiamento mais barata em cada trimestre até meados do 53.º trimestre de vida. No final deste período, o juro acumulado desde o início é 35,80 € por cada 100€ de capital inicial. A Série E e as OT chegam ao fim da vida no 40.º trimestre com um encargo líquido acumulado de 35,16 € e 35,9 €, respetivamente. A trajetória dos encargos das duas séries é ligeiramente exponencial por a taxa de juro assumir níveis crescentes ao longo das suas vidas. **Terceira**, sob hipótese de manutenção dos investimentos pelos prazos máximos possíveis, a Série F é a que atribui ao aforrador de 100 € iniciais um valor nominal mais elevado: 42,15 € contra 35,49 € da OT e 35,16 € da Série E.

É também interessante analisar os três passivos do ponto de vista da tesouraria do Estado (que é o simétrico da tesouraria dos investidores). Note-se, então, que a linha de OT paga o juro simples ao titular no final de cada ano (trimestres 4, 12, até 40) no Gráfico 9). Por cada 100 € de empréstimo ao Estado no momento zero, o titular recebe 3,55 € de quatro em quatro trimestres (altura das barras amarelas). O capital inicial é amortizado integralmente na maturidade, o 40.º trimestre. Já no caso dos CA, tanto o capital como todos os juros são pagos de uma única vez no final do prazo (trimestres 40.º na Série E e 60.º na F). A comparação entre fluxos de caixa a acontecer em períodos diferentes e num contexto com tantos períodos tem, forçosamente, que tomar uma **taxa de desconto intertemporal**. Na perspetiva do emitente, pode usar-se a mesma taxa de desconto para comparar os três passivos. Teoricamente, deverá refletir o custo de oportunidade do Estado em mobilizar um euro de capital. Essa mobilização poderá advir do sacrifício de um euro de despesa (aumento do saldo orçamental nesse valor) ou do sacrifício (por amortização antecipada) de dívida acumulada. Crê-se que a taxa de juro implícita na dívida de Maastricht esperada pelo Ministério das Finanças no final de 2023 serve este propósito — em rigor, qualquer nível de desconto é bom para o propósito desta comparação, desde que igual para os três passivos; o nível escolhido tem a vantagem de não ser arbitrário e ter algum fundamento racional. Segundo o Programa de Estabilidade mais recente (abril de 2023), a taxa de juro implícita esperada no final de 2023 é 2,1628%.

Nestas condições, fazendo as contas em termos de valor presente dos fluxos de caixa (i.e., descontando-os para o trimestre zero), emergem mais três resultados. **Quarto**, a linha de OT a 10 anos é o passivo mais caro para o emitente. O custo do empréstimo ao Estado de 100 € no fim do trimestre zero tem um valor presente de 112,18 € (80,60 € da amortização do capital no final do 40.º trimestre, acrescido do valor presente de cada um dos 3,55

euros desembolsados no final dos trimestres 4, 8, ... 40. Já o valor atualizado para o momento zero das Séries E e F são 108,93 € e 102,86 €, respetivamente. **Quinto**, na perspetiva intertemporal do aforrador, o que importa é o valor atualizado do seu investimento e não o valor nominal (juros e capital) que irá receber no final dos 40.º (Série E) e 60.º trimestres (Série F). Por isso, ele ficaria melhor com a Série E do que com a Série F. **Sexto e último resultado**, se, porventura, o aforrado da Série F resgatasse a sua aplicação no final do 10.º ano (trimestre 40), o valor atualizado do seu investimento seria de apenas 99,26 €, manifestamente inferior à remuneração líquida proporcionada pela Série no final dos seus 40 trimestres de vida (108,93 €).

A terminar, fazem-se duas observações sobre o risco de taxa de juro para o devedor soberano que saem com naturalidade do gráfico acima. **i)** A previsível continuação da subida das taxas de juro na Europa irá encarecer as próximas emissões de OT e BT, não tendo impacto no custo de financiamento para o Estado através dos CA (séries E, F e anteriores) em virtude do teto administrativo que existe na taxa de juro destes instrumentos virados para as Famílias. **ii)** As curvas azul e verde podem ser interpretadas como a fronteira, o limite superior do risco de taxa de juro para o emitente das séries E e F de CA. Por mais que a Euribor a três meses suba até final da vida máxima destes passivos, o encargo líquido para o Estado não aumentará. **iii)** Ao invés, a previsível subida das taxas de referência para a formação dos leilões de futuras linhas de OT portuguesas, pelo menos até final de 2023, faz da curva vermelha o lugar geométrico do custo mínimo de financiamento marginal através desse tipo de produto.

27. As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em março de 2023 registaram um aumento da taxa de juro nas maturidades a nove e 13 anos. De igual modo, as emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas no mesmo período, foram asseguradas a taxas de juro superiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior. As últimas emissões tituladas em 2023 aconteceram em março, tanto em OT como em BT. No dia 8 de março de 2023, foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a nove e 13 anos (Obrigações do Tesouro), respetivamente, no montante global de 1046 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 1,65% 16Jul2032, com taxa de rentabilidade de 3,549%, e OT 0,9% 12Oct2035, com taxa de rentabilidade de 3,744%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em 8 de fevereiro de 2023 e 13 de janeiro de 2021, observou-se uma subida de 0,377 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a nove anos e de 3,425 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 13 anos. Refira-se que este diferencial reflete, no primeiro caso (maturidade a 9 anos), a evolução ocorrida entre fevereiro e março de 2023, e, no segundo caso (maturidade a 13 anos), entre janeiro de 2021 e março de 2023 (Tabela 6). Relativamente às emissões de BT efetuadas em março de 2023, estas foram asseguradas com taxas de juro superiores às verificadas em leilões anteriores para títulos com as mesmas maturidades. Efetivamente, 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 +0,476 p.p. e +0,250 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	22-set-2023	15-mar-2024
Maturidade				
Data do leilão	8-mar-2023	8-mar-2023	15-mar-2023	15-mar-2023
Prazo	9 anos	13 anos	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	443	603	572	402
Montante de Procura (M€)	1 023	1 178	1 126	918
Taxa média (%)	3,549	3,744	2,893	2,975
<i>Por memória:</i>				
Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %)	8-fev-2023 3,172	13-jan-2021 0,319	18-jan-2023 2,417	18-jan-2023 2,725

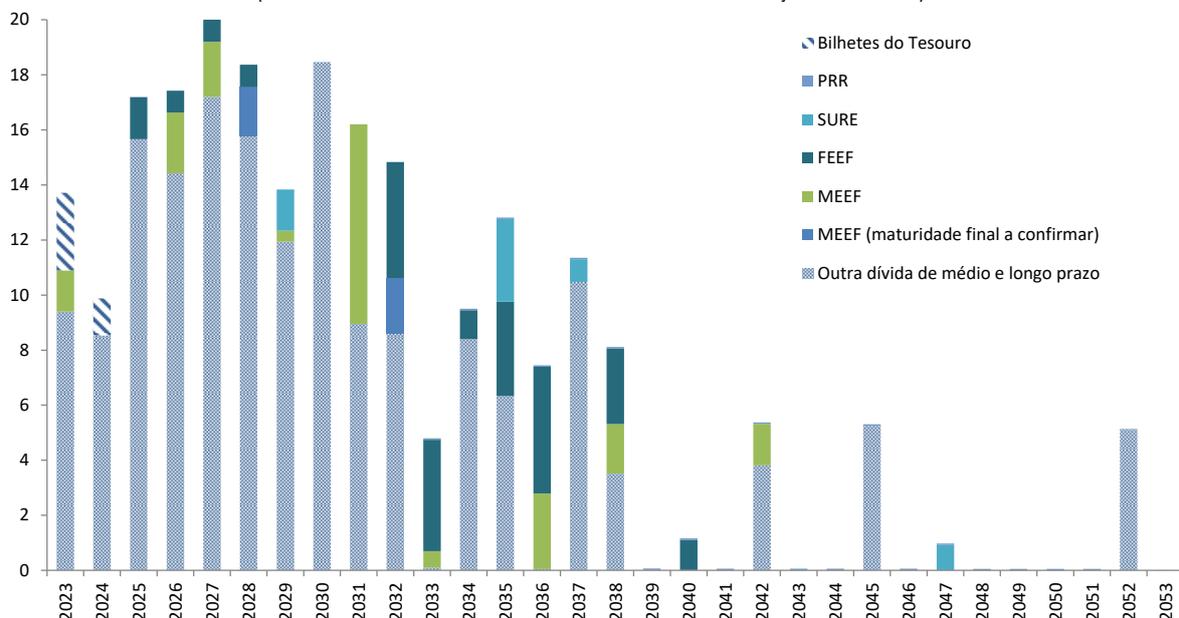
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: (i) Os montantes colocados referem-se à dívida emitida nas fases competitiva e não competitiva dos respetivos leilões. (ii) A linha "taxa média" indica a média ponderada das taxas que o Estado prometeu pagar nos diferentes lotes colocados na mesma sessão de leilão.

28. 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 re-

percutirá necessariamente nas futuras operações de refinanciamento da dívida pública. Tendo por referência o *stock* de dívida pública de títulos de médio e longo prazos, em 16 de junho de 2023, e o perfil de amortização para o período até 2053, os maiores volumes de reembolsos concentram-se, sobretudo, nos anos 2023 a 2037 (Gráfico 10 e Gráfico 11). Excetuam-se os anos 2033 e 2036, nos quais a amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos é relativamente diminuta. À data de 16 de junho de 2023, o *stock* total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2023 e 2037 ascendia a 202 mil M€, um valor próximo do registado em 22 de julho de 2022 para o mesmo período (201 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 16 de junho de 2023, na próxima década será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos nos seguintes montantes anuais: 10,9 mil M€ em 2023, 8,5 mil M€ em 2024, 17,2 mil M€ em 2025, 17,4 mil M€ em 2026, 20,2 mil M€ em 2027, 18,4 mil M€ em 2028, 13,8 mil M€ em 2029, 18,5 mil M€ em 2030, 16,2 mil M€ em 2031 e 14,8 mil M€ em 2032.⁸ O quinquénio seguinte (2033 – 2037) será também muito exigente, exigindo a amortização de títulos em cerca de 46 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.⁹ A primeira *tranche* do empréstimo SURE, recebida em dezembro de 2020, no montante de 3 mil M€ tem maturidade de 15 anos, devendo ser amortizada em 2035, ano em que o volume de amortizações de dívida a médio e longo prazos apresenta um novo máximo local (12,2 mil M€). 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 2046 (911 M€). A terceira e quarta parcelas dos empréstimos SURE, recebidas em março e dezembro de 2022, nos montantes de 523 e 300 M€, respetivamente, deverão ser amortizadas em 2037. No tocante aos empréstimos PRR, Portugal recebeu 351 M€ em agosto de 2021, 609 M€ em maio de 2022 e 109 M€ em fevereiro de 2023, estando prevista a sua amortização ao longo de um período de 22 anos (2032 a 2053) ao ritmo de 53,4 M€ por ano, com exceção dos dois primeiros e dois últimos anos desta série em que os valores amortizados serão de 17,5, 48,0, 35,9 e 5,4 M€, respetivamente. Relativamente aos empréstimos do PAEF, encontram-se por reembolsar 49 128 M€, os quais se desagregam em 23 800 M€ do MEEF e 25 328 M€ do FEEF. As amortizações relativas a estes dois empréstimos encontram-se distribuídas ao longo de um período alargado (2023 – 2042), estando evidenciadas no Gráfico 10.

Gráfico 10 – Perfis anuais de amortização

(em milhares de milhões de euros, atualizado a 16 de junho de 2023)

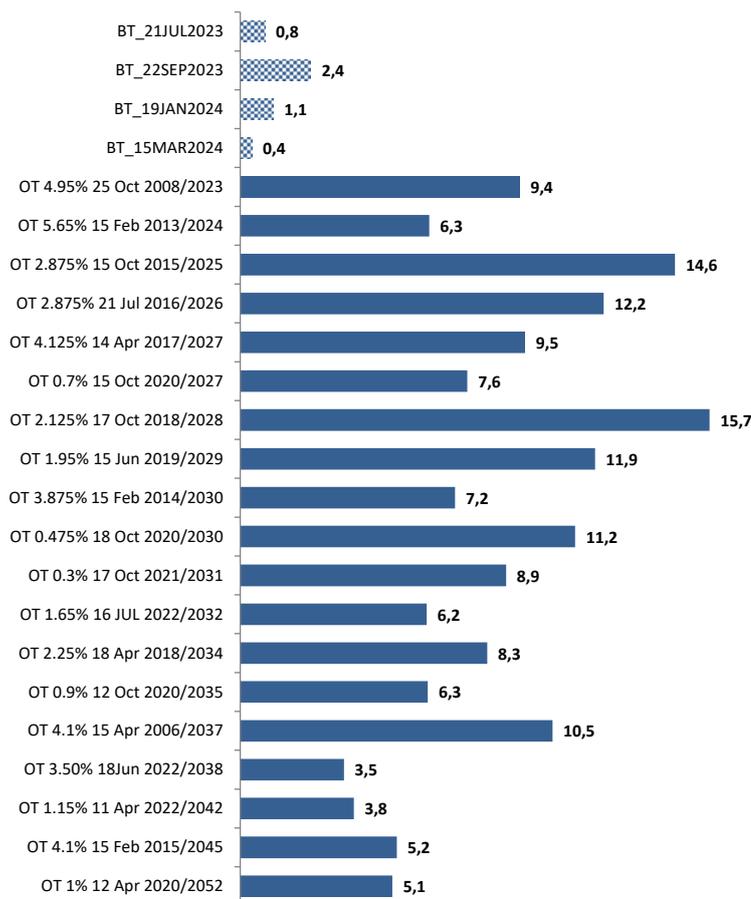


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: significado da legenda: PRR — Plano de Recuperação e Resiliência; SURE — acrónimo da designação inglesa para o instrumento europeu de Apoio temporário para Mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*);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

⁸ A estes montantes, acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 2,82 mil M€ em 2023 e 1,34 mil M€ em 2024.

⁹ Nos anos 2033 a 2037 os valores de dívida pública a amortizar situam-se no intervalo [4,8 ; 12,8] mil M€.

Gráfico 11 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro
(em milhares de milhões de euros, atualizado a 16 de junho de 2023)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

29. 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, estas operações tiveram como resultado a recompra de Obrigações do Tesouro com maturidades mais curtas e a venda de Obrigações do Tesouro com maturidades mais longas. Com efeito, desde o início do ano foram efetuadas os seguintes leilões de troca/recompra de Obrigações do Tesouro:

- No dia 1 de março de 2023 foram realizados dois leilões de recompra, no valor global de 1 114 M€, dos seguintes instrumentos:
 - OT 4,95% 25Out2023: recompra de 322 M€, com taxa média de colocação de 3,192% e preço médio de colocação de 101,09%;
 - OT 5,65% 15Fev2024: recompra de 792 M€, com taxa média de colocação de 3,203% e preço médio de colocação de 102,27%;
- No dia 29 de março de 2023 foram realizados dois leilões de recompra, no valor global de 840 M€, dos seguintes instrumentos:
 - OT 4,95% 25Out2023: recompra de 340 M€, com taxa média de colocação de 2,979% e preço médio de colocação de 101,08%;
 - OT 5,65% 15Fev2024: recompra de 500 M€, com taxa média de colocação de 2,816% e preço médio de colocação de 102,42%;
- No dia 10 de maio de 2023 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
 - OT 5,65% 15Fev2024: recompra de 353 M€, com taxa média de colocação de 3,083% e preço médio de colocação de 101,895%;
 - OT 4,125% 14Abr2027: recompra, 522 M€ com taxa média de colocação de 2,685% e preço médio de colocação de 105,291%;
 - OT 1,65% 16Jul2032: venda, 466 M€ com taxa média de colocação de 3,200% e preço médio de colocação de 87,850%;
 - OT 1,15% 11Abr2042: venda, 409 M€ com taxa média de colocação de 3,656 e preço médio de colocação de 66,210%.

3.3 Dívida pública na definição de *Maastricht*¹⁰

30. A presente secção incide sobre a informação mais recente divulgada pelas autoridades estatísticas nacionais Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística. A dívida pública é uma variável *stock* observável no final de cada período: mês, trimestre ou ano. Contudo, esta secção utiliza dois momentos distintos devido à disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (março de 2023), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (abril de 2023) e valor nominal desagregado por subsector (março de 2023).¹¹ Relativamente à decomposição por credores da dívida pública portuguesa, a informação tem por referência março de 2023. Quanto ao peso da dívida pública devida por agentes económicos não residentes, a informação mais recente disponível para comparação entre Estados-Membros da União Europeia refere-se ao ano de 2022 e foi divulgada pelo Eurostat.

31. O rácio entre a dívida pública na ótica de *Maastricht* e o PIB nominal desceu para 114,0% no final do 1.º trimestre de 2023, menos 10,6 p.p. do PIB face ao final do período homólogo. Esta redução homóloga resulta dos contributos do efeito denominador do PIB (- 12,0 p.p.), sendo em parte atenuada pelo efeito numerador (1,4 p.p.). Excluindo a dívida pública que se encontra aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública desceu para 104,5% do PIB no final de março de 2023, ficando 10,1 p.p. abaixo do verificado no final do trimestre homólogo. Consequentemente, o peso dos depósitos diminuiu de 10,0% do PIB no 1.º trimestre de 2022 para 9,5% do PIB no 1.º trimestre de 2023.

32. No final de abril de 2023, o *stock* nominal da dívida pública na ótica de *Maastricht* atingiu 280,0 mil M€, refletindo um acréscimo de 919 M€ em relação ao observado no final do mês homólogo e uma subida de 671 M€ face ao mês de março de 2023.

33. Excluindo os ativos das AP aplicados em depósitos, a dívida de *Maastricht* atingiu 256,9 mil M€ no final de abril de 2023 (Tabela 7), o que corresponde um acréscimo homólogo de 884 M€. Consequentemente, o *stock* total de ativos em depósitos das Administrações Públicas, os quais são registados na dívida pública na ótica de *Maastricht*, aumentou 35 M€ em termos homólogos, situando-se em 21,1 mil M€. Merece referência o facto de, tipicamente, o montante de depósitos apresentar uma descida mensal significativa no mês de amortização de uma linha de Obrigações do Tesouro que atinga a maturidade. No futuro próximo, está a linha OT 4,95% 25Out2023, que atingirá a maturidade em outubro de 2023, sendo o montante em dívida desta linha no final de abril de 2023 de 9,4 mil M€.

34. Quanto aos passivos, verificou-se um aumento do peso do instrumento “numerário e depósitos” por contrapartida da redução do peso do instrumento “títulos”. Apesar desta alteração homóloga, o instrumento “títulos” permanece como o principal instrumento do financiamento da dívida pública portuguesa. Este resultado reflete uma alteração do peso de alguns instrumentos da dívida: uma subida homóloga do instrumento “numerário e depósitos” em 13,3 mil M€, para 47,6 mil M€ em abril de 2023, justificado pelo contributo dos Certificados de Aforro. O *stock* da dívida pública sob a forma de títulos situou-se em 162,0 mil M€, o que corresponde a uma queda homóloga de 12,7 mil M€ devido aos contributos de títulos de longo prazo (4,6 mil M€) e de curto prazo (8,1 mil M€) — composição da dívida, segunda a natureza do instrumento financeiro (Tabela 7). Relativamente à dívida pública contraída sob a forma de

¹⁰ A “dívida pública na ótica de *Maastricht*” é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito “dívida direta do Estado” nas seguintes dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo subsector Estado através do IGCP, enquanto a dívida de *Maastricht* inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector institucional das Administrações Públicas; ii) efeitos de consolidação — a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de *Maastricht* é consolidada entre subsectores das Administrações Públicas. Os passivos incluídos no conceito de dívida de *Maastricht* são registados pelo seu valor nominal. Note-se que a dívida a fornecedores não entra em nenhum destes dois conceitos de dívida. O Eurostat efetuou em agosto de 2019 uma alteração metodológica nas estatísticas da dívida pública. Incidiu sobre o tratamento a dar aos juros dos Certificados de Aforro (instrumento de dívida pública devida pelo sector institucional Famílias). O valor capitalizado dos juros passou então a integrar o *stock* de dívida pública de *Maastricht*, enquanto no passado os juros deste instrumento não eram contabilizados como dívida, mas sim como encargos da dívida. Mais detalhes em [Relatório UTAO n.º 14/2019, “Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019”](#).

¹¹ Na presente análise utiliza-se o PIB implícito à estimativa do Banco de Portugal aquando da divulgação do rácio da dívida pública em percentagem do PIB em 02/05/2023 visto que o PIB nominal não ajustado de sazonalidade será publicado pela autoridade estatística nacional INE em 23/06/2023.

empréstimos, esta valia 25,2% do total no final de abril de 2023, cerca de 70,4 mil M€ (70,1 mil M€ no final do mês homólogo). 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, decorrentes das medidas associadas à pandemia de COVID-19. O valor total em dívida foi cerca de 6,2 mil M€ no SURE e 1,1 mil M€ no PRR. Além disso, o instrumento “empréstimos” regista ainda o financiamento obtido no âmbito do PAEF que permanece em dívida (cerca de 49,1 mil M€).

Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de Maastricht por instrumento

(milhões de euros e percentagem)

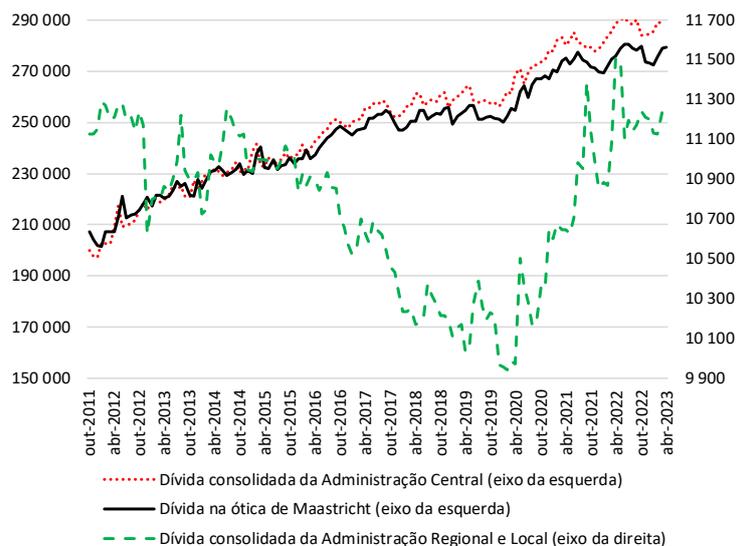
	Dívida de Maastricht (1) = 2 + 3 + 4	Numerário e depósitos (2)	Empréstimos (3)	Títulos (4)	Dívida de Maastricht líquida de depósitos das AP (5)	Numerário e depósitos (6) = (2) / (1)	Empréstimos (7) = (3) / (1)	Títulos (8) = (4) / (1)	Dívida de Maastricht (9) = [(1) / PIB]	Ativos das AP sob a forma de depósitos (10) = [(1) - (5) / PIB]
	em M€				em M€	em % da dívida de Maastricht			em % do PIB	
dez-2014	230 059	18 976	99 606	111 476	208 826	8,2	43,3	48,5	132,9	12,3
dez-2015	235 746	22 815	91 209	121 723	217 556	9,7	38,7	51,6	131,2	10,1
dez-2016	245 245	26 832	85 647	132 766	222 795	10,9	34,9	54,1	131,5	12,0
dez-2017	247 175	29 462	75 561	142 151	227 383	11,9	30,6	57,5	126,1	10,1
dez-2018	249 260	30 798	69 134	149 328	232 675	12,4	27,7	59,9	121,5	8,1
dez-2019	249 977	31 808	66 533	151 636	235 520	12,7	26,6	60,7	116,6	6,7
dez-2020	270 495	33 062	68 188	169 244	246 634	12,2	25,2	62,6	134,9	11,9
dez-2021	269 248	34 441	70 173	164 634	253 734	12,8	26,1	61,1	125,4	7,2
dez-2022	272 586	39 642	70 653	162 291	258 677	14,5	25,9	59,5	113,9	5,8
mar-2023	279 297	46 438	70 545	162 314	255 962	16,6	25,3	58,1	114,0	9,5
abr-2023	279 967	47 558	70 426	161 983	256 878	17,0	25,2	57,9		

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 um ativo das AP.

35. Por subsectores, o acréscimo homólogo da dívida pública de Maastricht no final de março de 2023 foi determinado, essencialmente, pelo contributo da Administração Central.¹² No final de março de 2023, o stock da dívida bruta consolidada dentro da Administração Central na ótica de Maastricht situou-se em 289,3 mil M€ (Gráfico 12), o que reflete um acréscimo homólogo de 3,8 mil M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o valor da dívida de Maastricht no final de março de 2023 (11,2 mil M€) foi superior ao observado no final do mês homólogo (11,1 mil M€). Tendo por referência um horizonte temporal mais alargado, verificou-se uma descida 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. Posteriormente, a dívida subiu para níveis mais elevados, atingindo um máximo em abril de 2022 (11,5 mil M€) e situando-se em 11,2 mil M€ em março de 2023. Adicionalmente, é de salientar que o fator de consolidação entre subsectores, que é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de Maastricht das Administrações Públicas, aumentou de 20,6 mil M€ no final de março de 2022 para 21,2 mil M€ em março de 2023. A Administração Central é sistematicamente credora em relação à Administração Local e à Administração Regional.

¹² Este parágrafo incide sobre a dívida pública por subsector e refere-se à definição de Maastricht, sendo que esta excluiu os créditos comerciais. Em seguida, a Secção 36 apresenta a decomposição subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

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



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

36. Alterações na estrutura de detentores da dívida pública têm efeito na transmissão de impulsos com origem no Resto do Mundo e na liquidez dos títulos de dívida pública nos mercados financeiros. A dívida pública detida por agentes económicos não residentes é uma das componentes da dívida externa de Portugal. Tudo o resto constante, quanto mais elevado for o montante de dívida externa sob a forma de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro detida por sociedades financeiras não residentes, maior é a exposição da economia nacional aos canais de transmissão de crises e choques externos.¹³ Em 2020, o montante de dívida pública portuguesa detida por residentes passou a ser superior ao stock detido por não residentes (Gráfico 13). No final de março de 2023, era esta a repartição da posse de dívida pública portuguesa: 158,4 M€ por agentes económicos residentes e 120,0 M€ por não residentes. Entre a dívida detida por não residentes, destaca-se o montante de cerca de 49,1 mil M€ no âmbito do PAEF e o montante de 7,3 mil M€ dos empréstimos SURE e PRR, sendo o restante, essencialmente, detida por sociedades financeiras não residentes que adquiriram títulos de dívida pública portuguesa nos mercados financeiros.

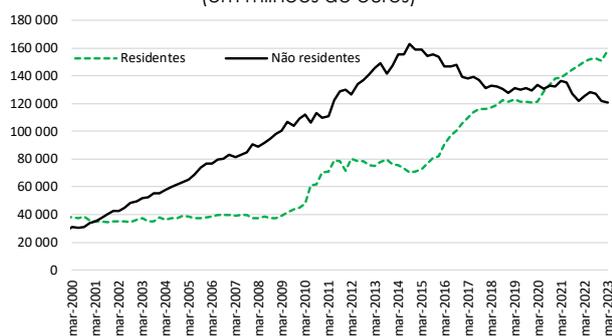
37. A dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito do programa de compras de ativos do sector público (PSPP) é considerada dívida pública detida pelo sector institucional residente, mas o seu nível é determinado pelas decisões de política monetária do BCE.¹⁴ O Banco de Portugal detinha no final de março de 2023 71,9 mil M€ sob a forma de dívida pública portuguesa (Gráfico 14), o que compara com 1,7 mil M€ no final de 2014, ano que antecedeu o início do programa de compras PSPP.¹⁵ Este facto ajuda a compreender por que é que, ao longo dos anos mais recentes, o sector residente passou a deter mais dívida pública do que o sector Resto do Mundo. No âmbito da política de "quantitative easing" do BCE, o Banco de Portugal foi adquirindo no mercado secundário Obrigações do Tesouro que antes estariam nas carteiras de instituições financeiras não residentes. Entre os agentes residentes, o sector institucional Famílias é o segundo maior; atingiu o máximo da série em março de 2023 (43,0 mil M€). Detém os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro. O sector Outras Sociedades Financeiras Residentes detinha 31,8 mil M€ no final de março de 2023.

¹³ A dívida pública elevada e totalmente detida por não residentes (designadamente, por outras sociedades financeiras não residentes) implicaria uma exposição muito elevada a choques externos. Contudo, a dívida pública elevada e totalmente detida por residentes poderia também ter riscos para os residentes devido à não diversificação dos investimentos pelos investidores nacionais. Em caso de incumprimento do devedor, os restantes sectores institucionais residentes seriam afetados com perdas significativas, o que seria prejudicial para o conjunto da economia nacional como um todo. A título de exemplo, se houver um incumprimento nos reembolsos da dívida pública por parte do Estado (*hair cut*), então as famílias perderiam a poupança acumulada sob a forma de Certificados de 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.

¹⁴ PSPP - *Public Sector Purchase Programme*.

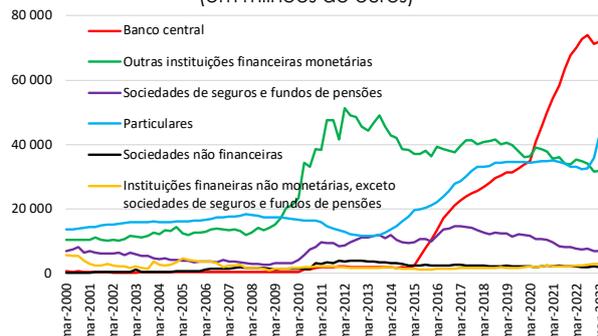
¹⁵ O máximo da série trimestral foi registado no final de setembro de 2022 com o stock total de 73,9 mil M€.

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



Fontes: Banco de Portugal.

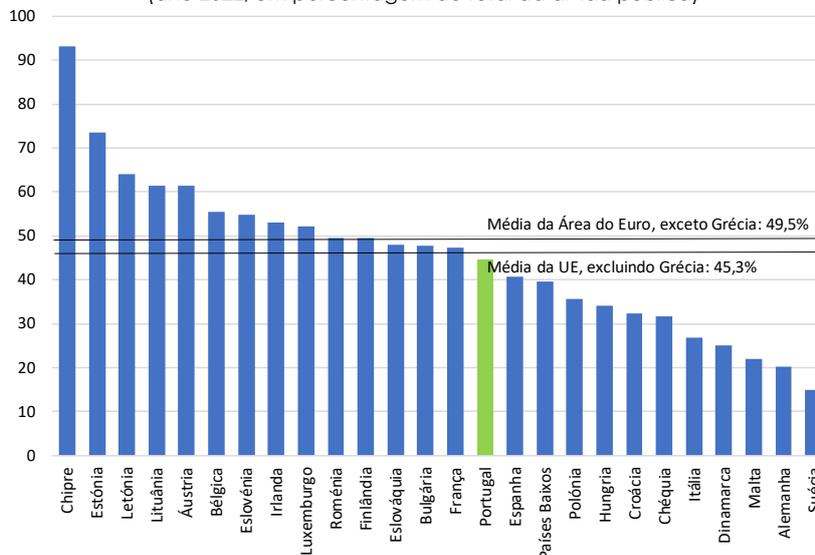
Gráfico 14 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

38. Tendo por comparação o espaço da União Europeia (UE), o peso da dívida pública detida por credores não residentes no total da dívida pública no final de 2022 em Portugal (44,7%) foi próximo do observado na média da UE (45,3%). No entanto, este indicador deve ser interpretado em conjunto com outros indicadores: o peso da dívida pública no PIB, o rácio da dívida externa líquida no PIB, e consequentemente, o peso da PII no PIB. O peso da dívida pública portuguesa detida (Gráfico 15) por credores não residentes (44,7% do PIB no final de 2022) é similar ao de outros países, mas a vulnerabilidade aos mercados financeiros será tanto maior quanto mais elevados forem os rácios de dívida pública e da dívida externa líquida no PIB.

Gráfico 15 – Dívida pública detida por credores não residentes
(ano 2022, em percentagem do total da dívida pública)



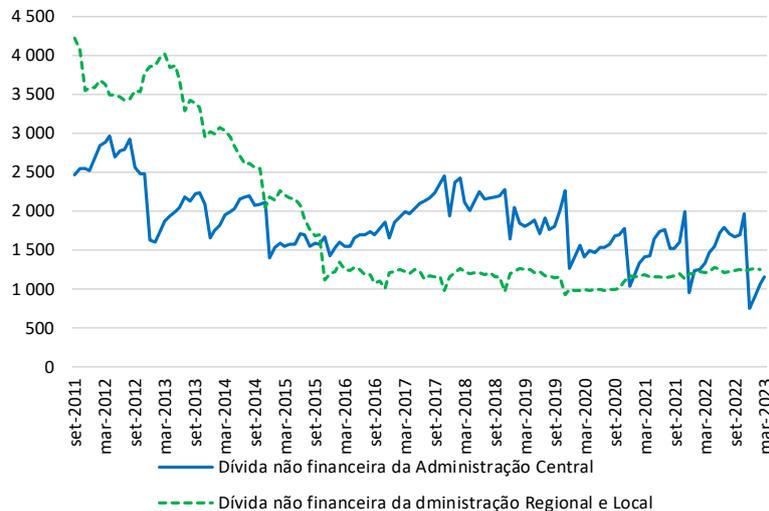
Fontes: Eurostat. | Notas: (i) A Grécia não dispõe de valor.

3.4 Dívida não financeira

39. O valor da dívida comercial das Administrações Públicas no final de março de 2023 foi superior ao observado no final de março de 2022. Esta secção incide sobre a categoria designada como "dívida comercial" que, resumidamente, engloba as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o acréscimo do stock de passivos comerciais num determinado ano é registado no saldo orçamental desse ano, visto que refletem compromissos assumidos. Com efeito, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores originam um ajustamento défice-dívida. No final de março de 2023, as Administrações Públicas registaram um stock de dívida comercial de 2415 M€ (Gráfico 16), o que reflete

uma variação homóloga negativa de 145 M€. A dívida comercial no final de março de 2023 foi equivalente a 0,9% da dívida pública de *Maastricht*, peso idêntico ao verificado no final do mês homólogo. Por subsectores, observou-se uma descida homóloga (181 M€) deste stock na Administração Central para 1148 M€, sendo parcialmente compensado pelo incremento (37 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1257 M€ no final de março de 2023).

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



Fontes: Banco de Portugal.

4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

40. A dívida pública, a dívida do sector privado e a dívida externa são variáveis macroeconómicas que se influenciam mutuamente 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 contraiu a maior proporção 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 3 explica em detalhe os conceitos utilizados neste capítulo.

41. Os fluxos acumulados da capacidade (ou necessidade) de financiamento ao longo dos anos, aferidos pela soma da balança corrente com a balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução na Posição de Investimento Internacional (PII) de um país. Os detalhes encontram-se explicados na Caixa 3. O valor da PII pode ser desagregado segundo diversas perspetivas: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é obtido 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, os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e as obrigações soberanas. A dívida externa bruta da economia portuguesa corresponde aos instrumentos de dívida presentes nos passivos das seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Consequentemente, a dívida externa líquida é calculada através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

42. O peso da dívida externa líquida dentro da PII é elevado no caso da economia portuguesa. A dívida externa é a principal componente da PII visto que o financiamento externo de Portugal é obtido, essencialmente, através de instrumentos de dívida. Em termos genéricos, a PII inclui instrumentos de dívida e de capital. A composição entre instrumentos pode ser alterada ao longo de cada período pelas transações entre detentores destes instrumentos financeiros. No limite, é possível assistir-se a um aumento

(diminuição) do peso dos instrumentos de dívida na PII por contrapartida da diminuição (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PII, mantendo o valor total da PII.

43. Para o caso de um país que necessite de financiamento líquido (i.e. o valor da PII negativo), os instrumentos de capital são considerados mais benéficos do que os instrumentos de dívida, uma vez que os de capital são pró-cíclicos com a atividade económica, pois as perdas num contexto de recessão são partilhadas com os credores. Genericamente, os instrumentos de capital são as ações detidas pelos acionistas das empresas, enquanto os instrumentos de dívida são as obrigações emitidas pelas empresas, os empréstimos e depósitos entre instituições, bem como as obrigações do Tesouro e os bilhetes do Tesouro emitidos pelo 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.¹⁶ Adicionalmente, os instrumentos de capital que se encontram dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas, em contraste com a categoria “investimento de carteira” que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. 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. Além disso, os instrumentos de dívida dentro da categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se por uma maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento direto”.

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

4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

45. A presente secção tem como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 24 de março de 2023 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional. Os dados divulgados encontram-se na ótica das contas nacionais. Contudo, é de referir que esta informação estatística pode apresentar diferenças quando comparada com a publicação do Banco de Portugal no âmbito das balanças corrente e de capital, as quais encontram-se aferidas na ótica da balança de pagamentos.¹⁷

46. No ano 2022, a economia portuguesa apresentou uma necessidade de financiamento de 0,6% do PIB, sendo o pior registo anual desde 2011. Este resultado desagrega-se entre a necessidade de financiamento do sector institucional das Administrações Públicas (- 0,4% do PIB) e a do sector privado (- 0,2% do PIB), tendo o sector privado registado o pior resultado anual desde 2008. O saldo orçamental negativo das Administrações Públicas reflete uma necessidade de financiamento (ou capacidade de financiamento se o saldo orçamental for positivo), o que tem consequências nos recursos gerados pela economia nacional. Em 2022, Portugal evidenciou uma necessidade de financiamento de 1 358 M€ (Gráfico 17), desagregando-se entre a necessidade de financiamento no sector institucional das Administrações Públicas (944 M€) e a do sector privado (413 M€). Em termos homólogos, registou-se uma deterioração do indicador de financiamento da economia nacional como um todo, mas uma evolução divergente entre sectores: melhoria no sector das Administrações Públicas e deterioração no sector privado. Na

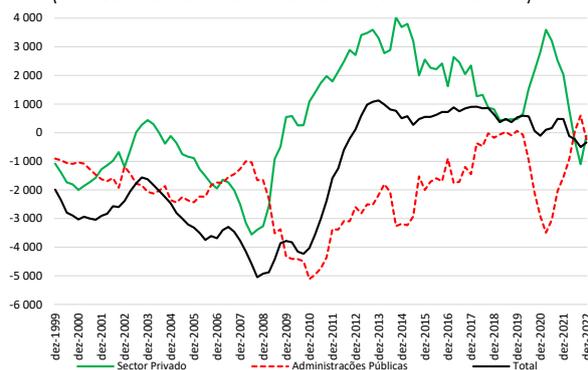
¹⁶ Esta afirmação deve ser interpretada com cautela, visto que o universo dos instrumentos de capital é heterogéneo e há fatores de valorização ou depreciação específicos de alguns sectores de atividade com capacidade de se valorizarem ou desvalorizarem em sentido contracíclico.

¹⁷ A ótica das contas nacionais é utilizada por INE, Comissão Europeia, Eurostat e Ministério das Finanças, enquanto a ótica da balança de pagamentos é usada por Banco de Portugal, BCE, OCDE e FMI.

presente análise, considera-se que o sector privado corresponde aos sectores institucionais Famílias, Sociedades Financeiras e Sociedades Não Financeiras.

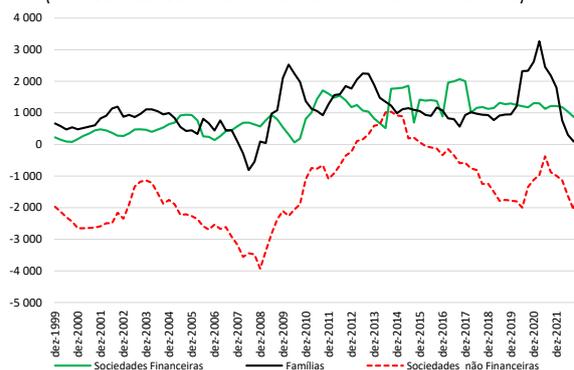
47. Todos os sectores institucionais privados registaram uma degradação do indicador de financiamento em 2022. O sector institucional Famílias evidenciou em 2022 uma capacidade de financiamento (Gráfico 18) no montante de 1,2 mil M€, o que reflete uma redução homóloga de 6,0 mil M€. Quanto às Sociedades Não Financeiras, este sector institucional evidenciou uma necessidade de financiamento no montante de 5,1 mil M€, o que reflete uma deterioração 1,1 mil M€. Relativamente à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta situou-se em 3,4 mil M€ em 2022, o que corresponde a uma deterioração homóloga de 1,4 mil M€.

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



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

Gráfico 18 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado
(milhões de euros em média móvel a 4 trimestres)

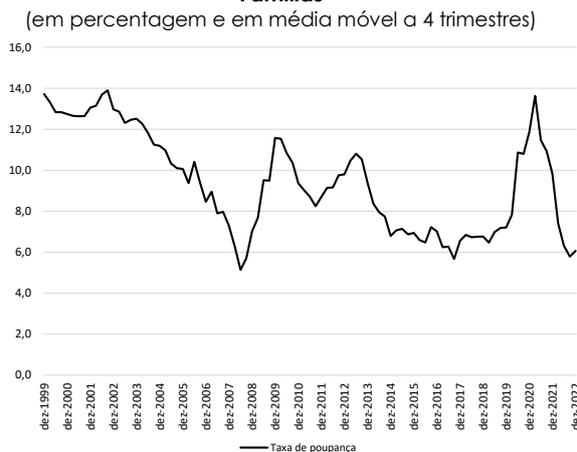


Fontes: INE e cálculos da UTAO. | Nota: valor positivo (negativo) traduz capacidade (necessidade).

48. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, aferida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, ficou em 6,1% em 2022, o que reflete uma redução face às taxas observadas durante o pico da pandemia COVID-19, bem como um nível inferior ao observado no ano 2019 (7,2%), ano imediatamente anterior ao início da pandemia. É de referir que a taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 19) apresentava níveis baixos durante os anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,8% no período 2015–2019. Tendo por referência um horizonte mais alargado (Gráfico 19), encontra-se evidência de que a taxa de poupança das Famílias tende a subir em períodos de crise económica, anos 2009–2010, 2012–2013 e 2020–2021.

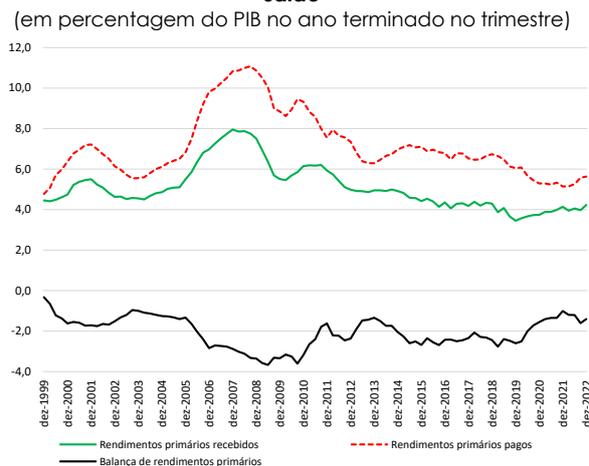
49. O PIB nominal de Portugal tem ficado ano após ano acima do rendimento nacional bruto, o que resulta do saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (resto do mundo). Este saldo negativo resulta do facto da PII de Portugal ser significativamente negativa ao longo dos anos. Em 2022, o saldo da balança de rendimentos primários situou-se em – 1,4% do PIB. A diferença entre o PIB nominal e o rendimento nacional bruto corresponde ao saldo da balança de rendimentos primários. Em termos genéricos, os rendimentos primários registam a remuneração dos fatores produtivos detidos por não residentes, bem como a remuneração de fatores produtivos localizados fora de Portugal mas detidos por residentes em Portugal. Estes rendimentos referem-se à remuneração do trabalho, “terra” e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. É de referir que os fluxos de rendimentos pagos ao exterior abrangem os juros da dívida externa portuguesa pública e privada, os quais beneficiaram do contexto internacional de baixo nível das taxas de juro anterior a 2022 (Gráfico 20). Com efeito, as novas emissões de dívida pública e privada com taxas de juro fixas mais elevadas desde 2022 acabarão por se refletir na balança de rendimentos primários, nos anos seguintes à medida que se vai substituindo dívida que chega à maturidade por novas emissões de dívida.

Gráfico 19 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias



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

Gráfico 20 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (stock)

50. A informação estatística sobre a PII e a dívida externa é divulgada 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. No entanto, como este indicador do PIB do 1.º trimestre de 2023 apenas será divulgado em 23/06/2023, a presente análise utiliza o PIB implícito à estimativa do Banco de Portugal aquando da divulgação do rácio da dívida externa líquida em percentagem do PIB em 22/05/2023.

51. Entre o final do 1.º trimestre de 2022 e o final do 1.º trimestre de 2023, observou-se uma redução da dívida externa em valor nominal, o que teve efeitos na melhoria da PII no período em análise. Com efeito, a evolução em percentagem do PIB foi favorável quer devido ao efeito numerador (descida do valor nominal da dívida externa), quer devido ao efeito denominador (aumento do PIB nominal). A dívida externa líquida é o principal subconjunto da PII no caso da economia portuguesa, sendo que os instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais "investimento de carteira", "investimento direto" e "outro investimento".¹⁸ O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 77,6% do PIB no final do 1.º trimestre de 2022 para 64,6% no final do 1.º trimestre de 2023 (Gráfico 21). Esta trajetória foi determinada, essencialmente, pela redução da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 11,3 p.p. do PIB, descendo para 45,6% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023.¹⁹ Quanto aos restantes sectores institucionais, estes diminuíram para 19,0% do PIB a exposição face aos credores não residentes em 1,8 p.p. do PIB.²⁰ Em valor nominal, o valor líquido da dívida externa de Portugal passou de 171,9 mil M€ para 158,1 mil M€ entre o final do 1.º trimestre de 2022 e o do 1.º trimestre de 2023. A redução da dívida externa das Administrações Públicas (de 125,9 mil M€ para 111,7 mil M€) foi parcialmente atenuada pela subida nominal nos restantes sectores institucionais (de 45,9 mil M€ para 46,4 mil M€).

¹⁸ A PII encontra-se desagregada pelas seguintes categorias funcionais: "investimento de carteira", "investimento direto", "outro investimento", "ativos de reserva" e "derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados".

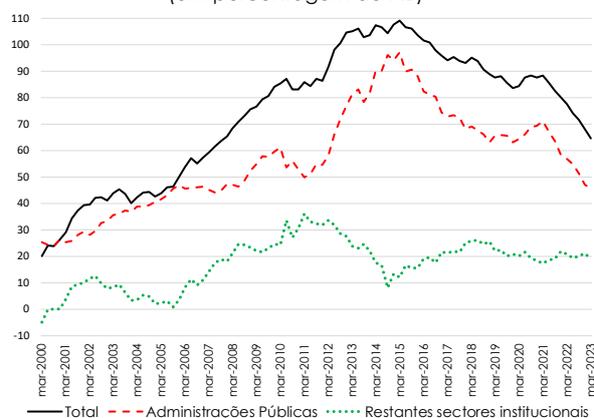
¹⁹ Contudo, importa referir que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que, por sua vez, é direcionado para o financiamento do sector institucional das Administrações Públicas.

²⁰ É de salientar que no âmbito da execução da política monetária, o Banco de Portugal comprou títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo dos programas APP e PEPP. Os títulos de dívida pública podem ser adquiridos pelo Banco de Portugal a residentes e a não residentes. Posteriormente, os títulos detidos pelo Banco de Portugal são considerados dívida pública detida por residentes (Gráfico 21 e Gráfico 22). O montante de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal subiu de 70,0 mil M€ em março de 2022 para 71,9 mil M€ em março de 2023.

52. Com efeito, verificou-se uma recuperação da PII em valor nominal e em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa, passando de – 92,6% do PIB no final do 1.º trimestre de 2022 para – 81,0% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023.²¹ O sector das Administrações Públicas, que regista a posição negativa mais significativa (Gráfico 22), aumentou o valor nominal de – 113,8 mil M€ para – 100,3 mil M€. No entanto, esta evolução foi em parte atenuada pela descida nos restantes sectores institucionais (de – 91,1 M€ para – 98,0 mil M€). A PII de Portugal permanece, em percentagem do PIB, em níveis próximos aos registados no período anterior à crise financeira de 2008.

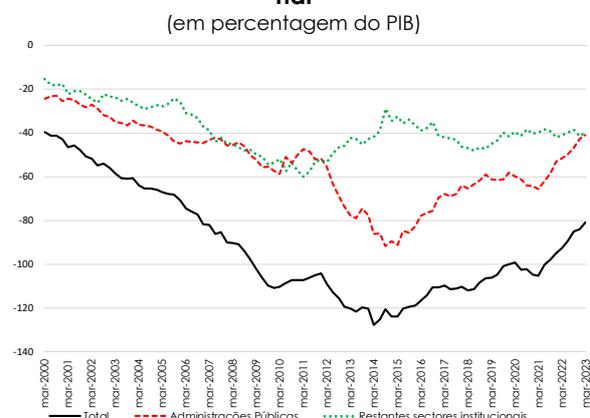
53. O valor da PII da economia portuguesa beneficiou da subida das taxas de juro implícitas à dívida pública portuguesa e da consequente perda de valor das Obrigações de Tesouro. É de referir que a PII encontra-se a preços de mercado, pelo que a subida das taxas de juro em mercado secundário para a dívida pública portuguesa de taxa fixa contribui para a descida do valor desses títulos de dívida pública. De acordo com o Banco de Portugal, o efeito preço foi de 2089 M€ entre o final do ano 2022 e o final de março de 2023.

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



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Gráfico 22 – Posição de investimento internacional
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Caixa 3 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de stock e variáveis de fluxo

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

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

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

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

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

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

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

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

²¹ É de salientar que os valores da PII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado. No entanto, na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

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

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 de Investimento Internacional (PII) no momento presente. A PII mede a posição patrimonial da economia nacional face ao resto do mundo. Por outras palavras, o seu valor a 31 de dezembro do ano t resulta, fundamentalmente, da acumulação histórica de ativos e passivos sobre o exterior, secundariamente, de variações nos valores daqueles stocks determinadas por alterações cambiais e nos preços dos ativos e passivos, e marginalmente, de outros ajustamentos (erros e omissões). Aritmeticamente,

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

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

A dívida externa bruta da economia portuguesa é dada pela soma 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_UnidadeTecnicaApoioOrçamental.aspx