

**Relatório UTAO n.º 16/2021**

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

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento  
da economia

29 de julho de 2021

### **Ficha técnica**

---

A análise efetuada é da exclusiva responsabilidade da Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO) da Assembleia da República. Nos termos da [Lei n.º 13/2010, de 19 de julho](#), a UTAO é uma unidade especializada que funciona sob orientação da comissão parlamentar permanente com competência em matéria orçamental e financeira, prestando-lhe assessoria técnica especializada através da elaboração de estudos e documentos de trabalho técnico sobre gestão orçamental e financeira pública.

Este estudo, orientado e revisto por Rui Nuno Baleiras, foi elaborado por António Antunes e Jorge Faria Silva.

**Título:** Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: julho de 2021

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

**Relatório UTAO N.º 16/2021**

**Data de publicação:** 29 de julho de 2021

**Data-limite para incorporação de informação:** 26 de julho de 2021

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

---

## Índice geral

<b>Índice geral</b> .....	<b>i</b>
<b>Índice de Gráficos</b> .....	<b>i</b>
<b>Índice de Caixas</b> .....	<b>i</b>
<b>Índice de Tabelas</b> .....	<b>ii</b>
<b>Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos</b> .....	<b>ii</b>
<b>Sumário</b> .....	<b>1</b>
<b>1 Introdução</b> .....	<b>3</b>
<b>2 Dívida soberana na área do euro</b> .....	<b>3</b>
2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana.....	4
2.2 A nova estratégia de política monetária do BCE.....	6
2.3 Decisões de política monetária do BCE .....	8
<b>3 Evolução da dívida pública</b> .....	<b>10</b>
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros .....	10
3.2 Dívida direta do Estado.....	13
3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i> .....	20
3.4 Dívida não financeira .....	22
<b>4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa</b> .....	<b>22</b>
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo) .....	23
4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa ( <i>stock</i> ).....	25

## Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal.....	5
Gráfico 2 – Evolução diária em julho de 2021 da taxa de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos da dívida pública portuguesa .....	6
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa .....	6
Gráfico 4 – Inflação: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) da Área do Euro.....	7
Gráfico 5 – <i>Stock</i> conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro .....	16
Gráfico 6 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro .....	16
Gráfico 7 – Variação homóloga dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro .....	17
Gráfico 8 – Perfis anuais de amortização.....	19
Gráfico 9 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro .....	19
Gráfico 10 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> .....	21
Gráfico 11 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas .....	22
Gráfico 12 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado .....	24
Gráfico 13 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado .....	24
Gráfico 14 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias .....	25
Gráfico 15 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo .....	25

## Índice de Caixas

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental .....	10
Caixa 2 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo.....	25

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade ( <i>yield</i> ) para títulos com maturidade a 10 anos .....	4
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos .....	6
Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública .....	12
Tabela 4 – Dívida direta do Estado .....	14
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida .....	15
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro .....	18
Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de <i>Maastricht</i> por instrumento .....	21

## Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

Sigla/abreviatura	Designação
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>   Programa de Compra de Ativos
B€	Bilião(ões) de euro(s)
BCE	Banco Central Europeu
BT	Bilhetes do Tesouro
CA	Certificados de Aforo
CT	Certificados do Tesouro
DGO	Direção-Geral do Orçamento
E.P.E.	Entidade Pública Empresarial
EM	Estado(s)-Membro(s)
EPR	Entidade Pública Reclassificada
EUA	Estados Unidos da América
FEEF	Fundo Europeu de Estabilização Financeira
FMI	Fundo Monetário Internacional
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E.
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
INE	Instituto Nacional de Estatística
M€	Milhão(ões) de euros
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
mM€	Mil milhões de euros
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
OE/2021	Orçamento do Estado para 2021
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
RAA	Região Autónoma dos Açores
SURE	<i>Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency</i>   Apoio para mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência
UE	União Europeia
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental

## Sumário

Na primeira quinzena de julho assistiu-se a um movimento de contração das taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos para Portugal, Grécia, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha. Contudo, à data de 16 de julho de 2021, todos os países analisados apresentavam taxas de rentabilidade superiores às alcançadas no final de 2020. A taxa de rendibilidade da dívida grega a 10 anos foi a que registou o menor acréscimo.

Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos, medidos pelo diferencial de rendibilidade face ao título alemão, aumentaram ligeiramente na primeira quinzena de julho, com exceção da Bélgica, que manteve, e da Irlanda, com uma ligeira redução face ao final de junho. Dos países analisados, apenas a Grécia e a Itália registaram uma queda do prémio de risco face ao nível verificado no final de 2020.

Em meados de julho de 2021, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2020, mas abaixo da verificada no final de 2019. O prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos aumentou 1,2 pontos base (p.b.) na primeira metade de julho, e 1,1 p.b. desde o início do ano, fixando-se nos 61 p.b. em 16 de julho de 2021.

A evolução no mercado secundário de dívida pública tenderá a gerar um impacto ascendente no custo de financiamento dos países. Com efeito, duas das mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro, efetuadas em junho e julho de 2021, registaram um aumento da taxa de juro nas maturidades a 10 e a 14 anos. Relativamente às maturidades mais curtas, as emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em junho e julho foram asseguradas a taxas de juro inferiores às registadas em leilões anteriores.

No seguimento do recente reexame da estratégia de política monetária, e tendo em conta o mandato de manutenção da estabilidade de preços, o Conselho do BCE alterou a definição do objetivo quantitativo de estabilidade de preços, para uma meta clara e simétrica de taxa de inflação de 2%, no médio prazo, no sentido de evitar alguma ambiguidade do objetivo anterior, o qual terá contribuído para que alguns agentes económicos tivessem ancorado as suas expectativas de inflação num nível baixo. Os principais pontos da nova estratégia de política monetária adotada pelo BCE encontram-se descritos na Secção 2.2.

Estre outros aspetos, as decisões de política monetária do BCE têm por objetivo manter condições de liquidez favoráveis a uma política monetária persistentemente acomodatória. Na reunião de 22 de julho, o Conselho do Banco Central Europeu decidiu manter a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento, bem como as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito em 0,00%, 0,25% e -0,50%, respetivamente. O Conselho do BCE decidiu continuar com as aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos especificamente criado para enfrentar a emergência pandémica, munido com uma dotação total de 1850 mil M€, pelo menos até ao final de março de 2022, e até que o período de crise do coronavírus tenha terminado, bem como prolongar o horizonte de aquisições líquidas e o plano de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito deste programa, pelo menos até ao final de 2023. As aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos continuarão a um ritmo mensal de 20 mil M€.

Na conferência de imprensa proferida pela presidente e pelo vice-presidente do BCE, de 22 de julho de 2021, foi confirmada a avaliação das condições de financiamento e das perspetivas de inflação subscrita pelo Conselho do BCE em junho de 2021, razão pela qual se espera que as aquisições no âmbito do Programa de Compras de Emergência Pandémica, ao longo do 3.º trimestre, sejam realizadas a um ritmo significativamente mais elevado do que durante os primeiros meses de 2021.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado, no primeiro semestre de 2021 a receita proveniente de emissões de dívida (líquidas de amortizações), na ótica de tesouraria, excedeu largamente a do período homólogo de 2020. No mesmo sentido, a despesa (bruta) em ativos financeiros executada entre janeiro e junho de 2021 foi também maior do que no período homólogo. A grande maioria da despesa em ativos financeiros teve como destino as Empresas Públicas Reclassificadas, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos. A receita de ativos financeiros arrecadada entre janeiro e junho de 2021 foi de 417 M€. Face aos valores orçamentados no OE/2021, e numa ótica de tesouraria, no primeiro semestre de 2021 o Estado teve de se financiar num montante que é cerca de metade do previsto para o conjunto do ano.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de junho de 2021 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2020, maioritariamente em resultado do aumento do "stock" de dívida titulada de médio e longo prazos e dos empréstimos SURE. Este aumento foi parcialmente compensado pela redução das contas margem. Em cadeia, no mês de junho também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao registado em maio. A despesa com juros da dívida pública direta diminuiu no primeiro semestre de 2021, face ao período homólogo. O volume de reembolsos de títulos de dívida pública a médio e longo prazos, previsto para os anos 2022 a 2031, ascende a cerca de 155 mil M€.

O peso da dívida das Administrações Públicas na ótica de "Maastricht" ascendeu no final do 1.º trimestre de 2021 ao rácio mais elevado desde o início da série estatística (137,2% do PIB nominal), o que reflete um acréscimo homólogo de 18,0 p.p. do PIB, decomponível em 10,2 p.p. do efeito numerador e 7,8 p.p. do efeito denominador devido à recessão económica. Em cadeia trimestral, o rácio da dívida pública aumentou 3,5 p.p. do PIB.

Em valor nominal, a dívida pública ascendeu a 274,8 mil M€ no final de maio de 2021, o que corresponde a um incremento homólogo de 10,4 mil M€. Os ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas situaram-se em 20,7 mil M€ no final de maio de 2021, o que corresponde a uma diminuição homóloga de 4,5 mil M€. Para esta redução do montante de depósitos (e subida mais contida da dívida de "Maastricht") contribuiu o facto de em abril de 2021 já ter ocorrido a amortização da Obrigação do Tesouro que vencia no corrente ano, enquanto no ano anterior a amortização foi em junho de 2020. Estas amortizações foram de cerca de 8,0 mil M€ em cada ano.

Quanto à dívida comercial, estes passivos das Administrações Públicas ascenderam a 2389 M€ no final de abril de 2021, o que equivale a 0,9% da dívida de "Maastricht". Em relação ao final do mês homólogo, registou-se uma descida de 92 M€.

A economia portuguesa evidenciou capacidade de financiamento residual (0,1% do PIB) durante o ano terminado no 1.º trimestre de 2021, o que reflete uma deterioração de 1,0 p.p. em relação ao ano anterior. Além disso, observou-se uma alteração significativa na composição entre sectores. O sector privado apresentou capacidade de financiamento (7,0%) no ano terminado no 1.º trimestre de 2021, devido ao contributo do sector institucional Famílias, enquanto o sector institucional das Administrações Públicas registou uma necessidade de financiamento de 6,8% do PIB.

É de salientar o acréscimo da taxa de poupança do sector institucional Famílias para 14,3% do rendimento disponível bruto, o que corresponde ao máximo desde o início da série estatística em 1999. No entanto, este resultado inclui uma heterogeneidade entre agregados familiares: uma parte das famílias manteve os rendimentos do trabalho e de outras fontes de rendimento, enquanto outras famílias enfrentaram descida dos rendimentos.

## 1 Introdução

---

1. **Este relatório insere-se na coleção de publicações periódicas, com periodicidade trimestral, que monitoriza os desenvolvimentos infra-anuais na dívida das Administrações Públicas e na restrição de financiamento da economia portuguesa.**
2. **A Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO) agradece às entidades que produziram as fontes de informação utilizadas neste relatório**, e devidamente identificadas em rodapé dos gráficos e tabelas, bem como à Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) pelo envio mensal da informação sobre a dívida pública direta do Estado.
3. **Sempre que apropriado, a variação dos agregados financeiros em 2021 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2020 e com os valores previstos para o conjunto de 2021 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/2021).** Em casos justificados, a informação estatística dos últimos meses é comparada com a de anos mais recuados para melhor contextualizar os desenvolvimentos de curto prazo (taxas de rendibilidade de dívida soberana, emissões de Certificados de Aforro e do Tesouro e dívida de *Maastricht*, por exemplo).
4. **O horizonte temporal desta análise abrange o período janeiro a julho de 2021, sendo que nem todas as variáveis apresentam a mesma data de corte.** O presente relatório tem como horizonte temporal de referência o primeiro semestre de 2021, apresentando, contudo, dados com data de fecho anterior ou posterior consoante a disponibilidade da informação mais recente à data-limite para incorporação de informação. Assim, no caso do Capítulo 2, na Secção 2.1 que aborda os mercados da dívida soberana, foi utilizada a informação disponível até 16 de julho de 2021 e na Secção 2.3 deu-se conta das mais recentes decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tomadas até à reunião de 22 de julho de 2021. A Secção 2.2 utiliza indicadores sobre a evolução recente dos preços até junho que só ficaram disponíveis no decorrer do presente mês, tendo-se também empregue informação relativa à nova estratégia de política monetária divulgada pelo BCE no início de julho. Relativamente ao Capítulo 3, que versa sobre a restrição de tesouraria do Estado e dívida pública nas duas óticas contabilísticas, o período de referência é o mês de junho de 2021, quer para a evolução da dívida direta do Estado quer para a despesa com juros; para as análises que respeitam às operações de emissão e amortização de dívida pública foi possível incorporar informação disponibilizada até 23 de julho de 2021. Nas Secções 3.3 e 3.4 foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal para o *stock* da dívida pública. A análise nas mesmas tem por referência momentos distintos em função da disponibilidade dos dados: o rácio da dívida pública em percentagem do PIB — março de 2021, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — maio de 2021 e o valor nominal desagregado por subsector — abril de 2021. Por fim, no Capítulo 4 foram utilizadas as contas nacionais trimestrais por sector institucional divulgadas pelo INE e relativas ao 1.º trimestre de 2021.
5. **O relatório encontra-se organizado com a seguinte configuração:** o Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com maior destaque para a evolução mais recente na primeira quinzena de julho de 2021. A dívida pública portuguesa é o objeto de análise no Capítulo 3. Caracteriza os movimentos nos vários instrumentos de financiamento direto do Estado, a evolução da dívida pública na aceção de *Maastricht*, distinguindo as evoluções por subsectores, e apresenta ainda o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços. Por fim, o Capítulo 4 informa sobre o financiamento da economia portuguesa, decomposta entre sectores público e privado. Uma caixa encerra o relatório, para explicar os conceitos de contas externas usados no Capítulo 4.

## 2 Dívida soberana na área do euro

---

6. **O presente capítulo encontra-se organizado em três secções.** A Secção 2.1 apresenta indicadores de rendibilidade e prémio de risco da dívida pública portuguesa e de uma seleção de Estados-Membros

da união monetária europeia. A Secção 2.2 apresenta a nova estratégia de política monetária recentemente aprovada pelo BCE. A Secção 2.3 dá conta das decisões de política monetária tomadas pelo Eurossistema nos meses mais recentes, até à data de fecho deste relatório.

## 2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

**7. Na primeira metade de julho assistiu-se a uma contração das taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos para todos os emitentes listados na Tabela 1. Contudo, comparando com o final de 2020, verifica-se uma subida das taxas de rentabilidade para o mesmo conjunto de países, sendo que a Grécia registou o acréscimo menos expressivo.** Em meados de julho, Portugal, Grécia, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha registaram taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos inferiores às que haviam sido alcançadas no final de junho: Portugal (-0,13 p.p.), Grécia (-0,15 p.p.), Itália (-0,11 p.p.), Espanha (-0,13 p.p.), Irlanda (-0,15 p.p.), Bélgica (-0,15 p.p.), França (-0,14 p.p.) e Alemanha (-0,15 p.p.). No entanto, todos os países elencados na Tabela 1 registaram uma subida nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos desde o final de 2020, sendo as maiores subidas alcançadas pela Bélgica (+0,33 p.p.), pela França (+0,31 p.p.) e pela Irlanda (+0,31 p.p.). A Grécia registou uma subida na taxa de rentabilidade dos títulos a 10 anos, desde o final de 2020, mais moderada (+0,05 p.p.). Por ordem decrescente, em meados de julho, três dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rentabilidade superiores aos 0,25% dos títulos portugueses. São eles os títulos de Itália (0,71%), da Grécia (0,67%) e de Espanha (0,29%).

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

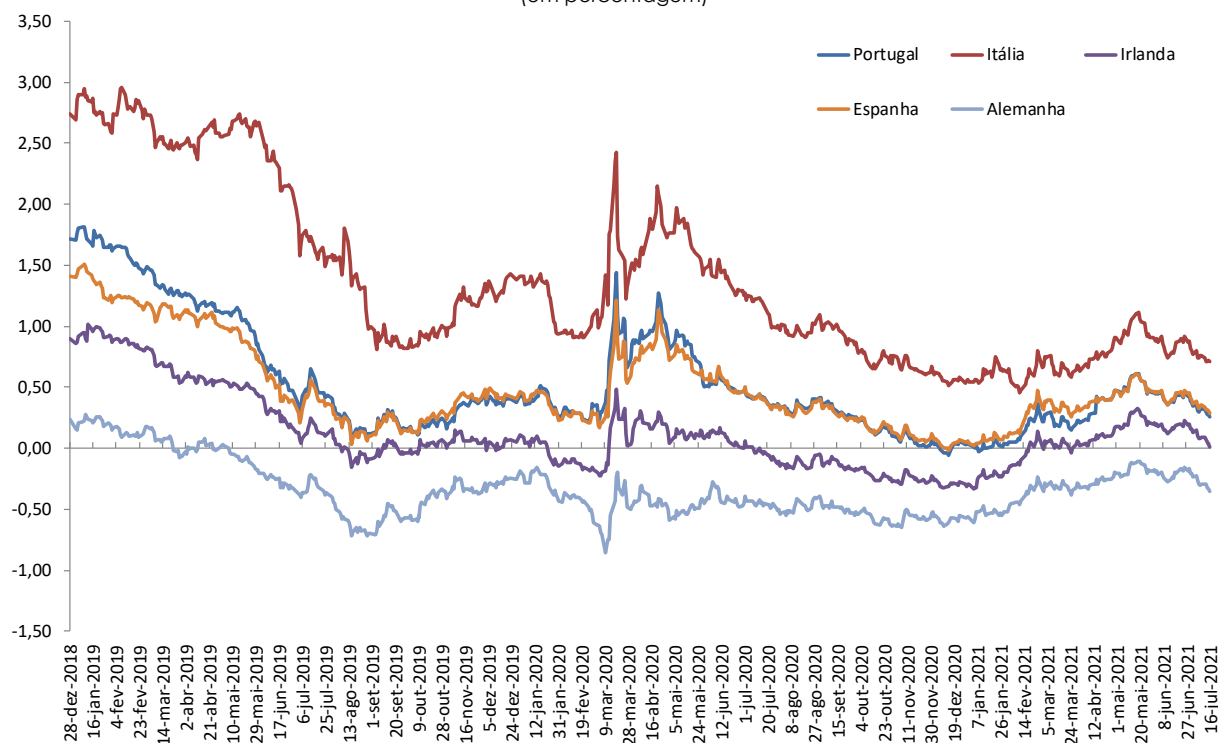
	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	30 dez. 2020	30 jun. 2021	16 jul. 2021	Varição entre 30/jun. e 16/jul. (em p.p.)	Varição desde o início do ano (em p.p.)
<b>Portugal</b>	<b>2,50</b>	<b>3,75</b>	<b>1,91</b>	<b>1,71</b>	<b>0,43</b>	<b>0,04</b>	<b>0,39</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,22</b>
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,62	0,82	0,67	-0,15	0,05
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,56	0,82	0,71	-0,11	0,15
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,06	0,41	0,29	-0,13	0,23
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,29	0,16	0,01	-0,15	0,31
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,38	0,10	-0,05	-0,15	0,33
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,33	0,13	-0,02	-0,14	0,31
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,56	-0,21	-0,35	-0,15	0,20

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**8. Desde o final de maio de 2021 tem-se vindo a registar um movimento de contração nas taxas de rentabilidade da dívida soberana na área do euro.** Após um período de aumento, que abrangeu o primeiro trimestre de 2021 e se manteve até próximo do final de maio, verificou-se de seguida um movimento de descida das taxas de rentabilidade para níveis relativamente baixos, mas que se mantêm ainda superiores aos verificados no final de 2020 (Gráfico 1). De entre os oito países elencados na Tabela 1, três registaram taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos negativas em meados de julho. Embora positiva, a taxa de rentabilidade destes títulos para a Irlanda mantêm-se em níveis muito reduzidos (0,01%). Os títulos de dívida soberana da área do euro podem estar a ser utilizados nos mercados como um ativo de refúgio para os investidores, sobretudo o títulos da dívida alemã, que registou a 16 de julho uma rentabilidade negativa de -0,35%, uma taxa inferior (mais negativa) à verificada no final de 2019, antes do surto pandémico de COVID-19, podendo ser considerada historicamente uma taxa muito baixa, por comparação com a série desde 2015, apresentada na Tabela 1. No final de maio, quatro Estados-Membros da área do euro apresentavam rentabilidades negativas nos seus títulos soberanos a 10 anos (Alemanha, Luxemburgo, Letónia e Países Baixos), este número mantinha-se a 30 de junho, embora com uma composição ligeiramente diferente (Alemanha, Finlândia, Luxemburgo e Países Baixos).



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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**9. Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos aumentaram ligeiramente na primeira quinzena de julho, com exceção da Bélgica, que manteve, e da Irlanda, com uma ligeira redução, face ao registado no final de junho. Dos países elencados na Tabela 2, apenas a Grécia e a Itália registaram uma queda do prémio de risco face ao nível verificado no final de 2020.** 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, aumentaram ligeiramente durante a primeira quinzena de julho para a generalidade dos Estados-Membros. A generalidade dos países listados na Tabela 2 apresenta um agravamento dos seus prémios de risco face ao final de 2020, com exceção de Grécia e Itália que alcançaram uma redução (- 15,5 e - 5,8 p.b., respetivamente). Portugal e Espanha registam, em 16 de julho, ligeiros acréscimos (+ 1,1 e + 2,6 p.b., respetivamente) no prémio de risco da sua dívida soberana, face ao início do ano. Bélgica, França e Irlanda apresentam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana acima do registado no início do ano (+ 12,9, + 10,9 e + 10,3 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 veio a ultrapassar o da dívida portuguesa. No final de 2020, Portugal ocupava o quarto lugar entre os países com maior prémio de risco (60 p.b.), ligeiramente abaixo da Espanha (61 p.b.). Apesar de algumas variações mensais de sinal contrário, no acumulado do período janeiro a 16/julho de 2021, Portugal registou um ligeiro aumento do prémio de risco de 1,1 p.b., uma evolução mais favorável que a alcançada pela Espanha (+ 2,6 p.b.). Assim, em meados de julho o prémio de risco da dívida portuguesa valia 61 p.b., um valor abaixo do de Espanha (64 p.b.) e muito inferior aos de Itália (106 p.b.) e da Grécia (103 p.b.) — Ver Tabela 2.

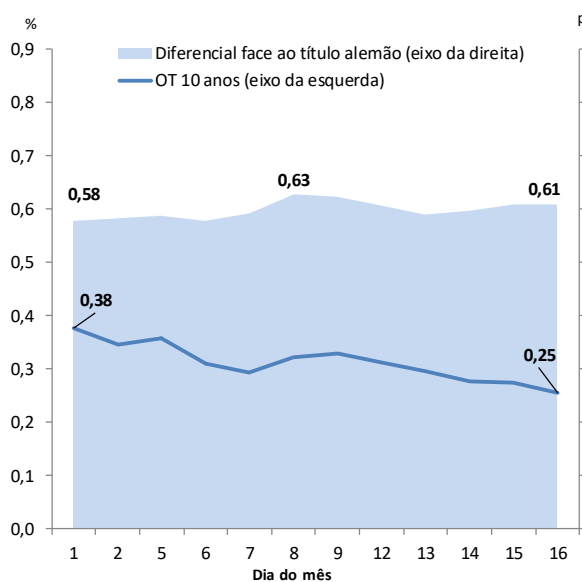
**Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos-base)

	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	30 dez. 2020	30 jun. 2021	16 jul. 2021	Varição entre 30/jun. e 16/jul. (em p.p.)	Varição desde o início do ano (em p.p.)
<b>Portugal</b>	<b>188</b>	<b>354</b>	<b>149</b>	<b>148</b>	<b>62</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
Grécia	766	690	369	416	161	118	103	103	0,1	-15,5
Itália	97	161	158	250	160	112	103	106	3,5	-5,8
Espanha	114	118	113	117	65	61	62	64	2,1	2,6
Irlanda	52	54	24	66	30	26	37	37	0,0	10,3
França	36	48	36	47	30	23	33	34	0,3	10,9
Bélgica	34	32	20	53	27	18	31	31	-0,3	12,9

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

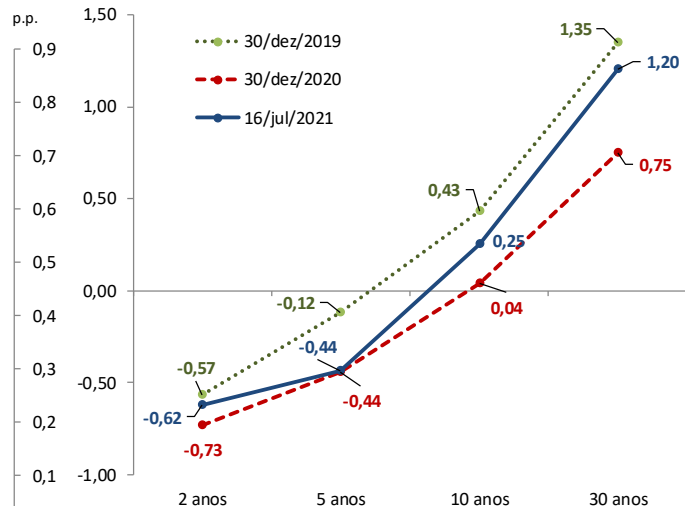
**10. Em meados de julho de 2021, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2020, mas abaixo da que se verificava no final de 2019.** Em 16 de julho de 2021, a posição da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se na região delimitada pelas curvas de rendimentos verificadas no final de 2019 e no final de 2020, com um declive mais aproximado do registado a 30 de dezembro de 2019 (Gráfico 3). No período compreendido entre 1 de janeiro e 16 de julho de 2021, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se para cima, sobretudo nas maturidades mais longas, refletindo um aumento das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa. Excetua-se a maturidade a cinco anos, cuja taxa de rendibilidade é idêntica à alcançada a 30 de dezembro de 2020 (-0,44%). Apesar desta tendência, é de salientar que se mantêm em terreno negativo as taxas de rendibilidade das maturidades mais curtas (a dois e cinco anos); nas maturidades mais longas, as taxas de rendibilidade da dívida portuguesa são positivas, tendo registado um aumento significativo face ao final de 2020.

**Gráfico 2 – Evolução diária em julho de 2021 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 A nova estratégia de política monetária do BCE

**11. As duas recessões económicas mais acentuadas desde o final da Segunda Guerra Mundial aconteceram durante a vida da moeda única europeia, criada em 1999: a crise financeira mundial em 2009 e a pandemia COVID-19 em 2020. Com efeito, o Banco Central Europeu (BCE) passou de um**

**contexto inicial cujo desafio era o controlo dos níveis de inflação elevados no início deste século para um contexto recente de baixa taxa de inflação ou mesmo deflação.** Esta mudança de contexto, entre os anos iniciais do euro e o contexto de taxas de juro próximas de zero desde 2014, determinou a alteração do conjunto de instrumentos utilizados pelo BCE. O nível de taxas de juro próximo de zero tem sido um constrangimento à eficácia da política monetária para fazer face a choques deflacionistas, pelo que foi necessária a adoção de programas de compras de ativos e de operações de refinamento com prazo alargado.

**12. Em 8 de julho de 2021 o Conselho do BCE publicou a sua nova estratégia de política monetária, sendo esta o corolário final de um exame aprofundado lançado em janeiro de 2020.** A nova estratégia de política monetária encontra-se alicerçada nos seguintes pontos:

- Adoção de um novo objetivo simétrico para a inflação a médio prazo, fixado em 2%;
- Continuação da utilização do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) como o indicador apropriado para acompanhar a evolução do nível de preços, mas com a recomendação de nele incluir os custos da habitação ocupada pelo proprietário;
- Aprovação de um plano de ação em matéria de alterações climáticas.

**13. O mandato atribuído ao BCE, pelo Tratado da União Europeia e pelo Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, consiste na manutenção da estabilidade de preços na Área do Euro.** Não colocando em causa este objetivo, o Eurosystema apoia também as políticas económicas gerais da UE em prol da concretização dos objetivos da União, tal como definidos no art.º 3.º do Tratado da União Europeia.

**14. O objetivo quantitativo da taxa de inflação foi alterado para 2%, substituindo a definição anterior da “taxa de inflação abaixo, mas próxima, de 2%”.** O BCE pretende ultrapassar a ambiguidade decorrente do facto do objetivo quantitativo anterior ter sido interpretado por muitos agentes económicos como assimétrico, *i.e.*, como um limite máximo para a taxa de inflação. Deste modo, o novo objetivo quantitativo do BCE pretende evitar essa ambiguidade na interpretação, a qual poderá ter contribuído para um nível baixo de expectativas de inflação. Com efeito, o BCE esclarece que o objetivo é 2% durante o médio prazo, admitindo desvios simétricos no curto prazo. O Gráfico 4 mostra que, ao longo das duas décadas da moeda única, o nível de inflação oscilou entre variações homólogas negativas e um máximo de 4,1%, sendo que a média simples foi de cerca de 1,6% ao longo deste período.

**Gráfico 4 – Inflação: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) da Área do Euro**  
(taxa de variação anual, por referência ao mês do ano anterior, em percentagem)



Fonte: Eurostat, dados extraídos em 27/07/2021, e tratamento da UTAO. | Notas: (i) A série corresponde à Área do Euro com a composição de Estados-Membros (EM) válida em cada período. (ii) A frequência dos dados é mensal.

**15. A anterior revisão da estratégia de Política Monetária havia sido realizada em 2003.** Desde esta data, a economia da Área do Euro e a mundial sofreram alterações estruturais. De acordo com o [discurso de Isabel Schnabel](#), membro da Comissão Executiva do BCE, no passado dia 14, as pressões

descendentes sobre o nível de inflação são devidas a um conjunto de fatores: a digitalização, a globalização, o crescimento mais lento da produtividade, bem como o envelhecimento demográfico, associado ao excesso de poupança acumulada e à redução das taxas de juro reais. Este enquadramento reduziu a margem de ação dos bancos centrais das economias desenvolvidas para alcançarem os seus objetivos de política monetária exclusivamente através da alteração das taxas de juro diretoras. Em paralelo, aspetos como a globalização, a digitalização das economias e a sustentabilidade ambiental acarretam desafios para a condução da política monetária.

**16. O BCE confirmou que o IHPC continua a ser o indicador para avaliar o cumprimento do objetivo da estabilidade de preços. Contudo, considera que a inclusão dos custos da habitação ocupada pelo próprio proprietário no IHPC representa uma medida mais adequada da taxa de inflação relevante para as famílias.** A inclusão dos custos com a habitação ocupada pelo proprietário (*own housing*) no IHPC será um processo plurianual, o que exigirá, em fases iniciais, medidas da inflação que incluem estimativas da variação nos custos da habitação ocupada pelo proprietário.

**17. O objetivo de política monetária é a manutenção da estabilidade de preços, sendo expresso através de um alvo de inflação com o nível de 2% no médio prazo, simétrico.** Este compromisso de simetria significa que o Conselho do BCE valoriza de igual forma os desvios negativos e os desvios positivos face ao objetivo de médio prazo (os 2%). O facto de se considerar como ponto de referência o "médio prazo" permite a ocorrência de desvios de curto prazo na inflação observada, decorrente dos desfasamentos e da incerteza nos canais de transmissão da política monetária à economia e à inflação. A resposta da política monetária a um desvio de inflação (positivo ou negativo) face ao objetivo será determinada pelo contexto específico e dependerá da origem, da magnitude e da persistência desse desvio.

**18. O conjunto de instrumentos convencionais de política monetária do BCE passa a incluir a compra de ativos e as operações de refinanciamento de prazo alargado.** Para assegurar que a taxa de inflação estabiliza no objetivo visado de 2% numa perspetiva de médio prazo, o BCE decide sobre o nível das taxas de juro diretoras. Contudo, este instrumento está sujeito a um limite inferior efetivo, pelo que o Conselho do BCE recorrerá também a outros instrumentos, nomeadamente: i) indicações sobre a orientação futura da política monetária, ii) compras de ativos e, iii) operações de refinanciamento de prazo alargado. Com efeito, os instrumentos usados ao longo dos anos mais recentes (*quantitative easing facilities*), designadamente as compras de ativos e as operações de refinanciamento de prazo alargado, deixam de ser considerados "não convencionais" para serem integrados no arsenal padrão.

**19. As decisões de política monetária do BCE assentam em duas análises técnicas interdependentes: a análise económica e a análise monetária e financeira.** Deste modo, o BCE efetua uma análise integrada de todos os fatores pertinentes. A análise económica incide sobre a evolução económica real e nominal. A análise monetária e financeira centra-se no funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária, bem como nos riscos para a estabilidade de preços a médio prazo que resultem de desequilíbrios financeiros e fatores monetários.

**20. Adicionalmente, o Conselho do BCE considerou que "as alterações climáticas têm implicações profundas na estabilidade de preços através do seu impacto na estrutura e na dinâmica cíclica da economia e do sistema financeiro".** No âmbito do seu mandato, o Conselho do BCE terá em conta, nas suas decisões de política monetária, as implicações das alterações climáticas e da transição para uma economia menos dependente das emissões de dióxido de carbono. Neste sentido, o Conselho do BCE comprometeu-se a integrar plenamente os fatores climáticos nas suas avaliações da política monetária.

**21. Por fim, o BCE informou que pretende proceder a uma avaliação periódica da adequação da sua estratégia de política monetária,** tendo indicado que a próxima se encontra prevista para 2025.

### 2.3 Decisões de política monetária do BCE

**22. As decisões de política monetária mais recentes tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) ocorreram a 22 de julho de 2021 e voltaram a confirmar "uma orientação de**

**política monetária persistentemente acomodatória para alcançar o seu objetivo de inflação**". Desta reunião, resultaram as seguintes decisões de política monetária:

- (i) A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito permanecem inalteradas em 0,00%, 0,25% e - 0,50%, respetivamente. O BCE espera que as taxas diretoras permaneçam nos níveis atuais ou em níveis inferiores, até verificar que o seu objetivo simétrico de inflação de 2% no médio prazo é alcançado, acrescentando que, *"tal pode implicar um período transitório, durante o qual a inflação se situe moderadamente acima do objetivo"*;
- (ii) O Conselho do BCE continuará a realizar aquisições de ativos 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€, no mínimo até final de março de 2022 e, em qualquer caso, até que o período de crise do coronavírus tenha terminado; por outro lado, o BCE reafirmou a vontade de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do PEPP, pelo menos até final de 2023; acrescentando que *"a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada"*;
- (iii) As aquisições líquidas no âmbito do programa de compra de ativos (*Asset Purchase Programme — APP*) prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil M€. Neste sentido, *"o Conselho do BCE pretende (...) continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado, após a data em que comece a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e (...) enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária"*;
- (iv) O Conselho do BCE reafirmou que *"continuará a proporcionar ampla liquidez através das suas operações de refinanciamento"*, estando preparado para ajustar todos os seus instrumentos, conforme apropriado, para garantir que a inflação estabiliza no objetivo de 2% no médio prazo.<sup>1</sup>

**23. O Conselho do BCE considerou que se confirmaram a avaliação das condições de financiamento e as perspetivas de inflação preconizadas na reunião de junho de 2021 sobre a política monetária, pelo que espera que as aquisições no âmbito do PEPP, ao longo do 3.º trimestre de 2021, continuem a ser realizadas a um ritmo significativamente mais elevado do que nos primeiros meses do ano.** Na anterior reunião de Política Monetária, ocorrida a 10 de junho, o Conselho do BCE avaliou as condições de financiamento e as perspetivas de inflação, tendo como expectativa que as aquisições de ativos no âmbito do PEPP, ao longo do 3.º trimestre, fossem conduzidas a um ritmo significativamente superior ao dos primeiros meses de 2021. Com efeito, e de acordo com o comunicado, na reunião de Política Monetária ocorrida a 22 de julho, o Conselho do BCE confirmou a avaliação anteriormente efetuada sobre as condições de financiamento e perspetivas de inflação, mantendo a mesma expectativa anteriormente explicitada.

**24. As medidas de política monetária adotadas pelo Conselho do BCE visam preservar as condições de liquidez favoráveis a uma política monetária acomodatória.** Neste sentido, o BCE anunciou que irá realizar as aquisições ao abrigo do programa PEPP de forma flexível, de acordo com as condições de mercado, procurando criar as condições de financiamento que permitam contrariar o impacto descendente da pandemia na trajetória projetada para a inflação. Em reuniões anteriores, o Conselho do BCE recalibrou os seus instrumentos de política monetária, designadamente as condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA Direcionadas III), tendo

<sup>1</sup> ORPA, designação portuguesa para Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado, corresponde à expressão TLTRO — *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* na língua inglesa. A terceira série de Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado direcionadas (ORPA Direcionadas III) registou uma utilização elevada aos seus fundos. Este financiamento desempenha um papel crucial no apoio à concessão de crédito bancário às empresas e às famílias.

em conta o impacto que a intensificação da pandemia tem tido sobre a economia,<sup>2</sup> bem como um conjunto de outras medidas que visam contribuir para a manutenção de condições de liquidez favoráveis. Na mais recente reunião de Política Monetária, ocorrida a 22 de julho de 2021, o Conselho do BCE referiu que a flexibilidade das aquisições efetuadas ao abrigo do PEPP servirá para continuar a apoiar a transmissão regular da política monetária, e que a sua dotação poderá ser recalibrada, se necessário, para manter condições de financiamento favoráveis, com o objetivo de contrariar o choque negativo provocado pela pandemia na trajetória para a inflação.

### 3 Evolução da dívida pública

**25. Neste capítulo é analisada a restrição de tesouraria do Estado, bem como a 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 analisada a evolução da dívida direta do Estado em termos mensais e face ao período homólogo, com detalhe para os passivos titulados e não titulados e os empréstimos oficiais efetuados ao abrigo do PAEF e da iniciativa europeia SURE.<sup>3</sup> É também analisada a despesa com juros e outros encargos da dívida pública. As novas emissões de dívida pública, as condições em que foram efetuadas e o perfil de amortização a curto, médio e longo prazos concluem esta secção. A Secção 3.3 analisa a dívida pública na definição de *Maastricht* e procede à sua desagregação por subsectores para conhecer os desenvolvimentos consolidados na Administração Central, bem como nas Administrações Regional e Local. Por fim, na Secção 3.4 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até abril de 2021.

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

**26. A restrição de tesouraria do subsector Estado, apurada em contabilidade pública, encontra-se espelhada na Tabela 3, evidenciando-se: as execuções anuais de 2018–2020, a execução mensal em 2021 (de janeiro a junho), em termos mensais e acumulados, a previsão para o ano completo de 2021 (OE/2021) e a variação entre a execução de 2020 e a execução prevista para 2021.** A primeira linha (“Receita líquida proveniente de passivos financeiros”) identifica a diferença entre a receita obtida em operações com passivos financeiros e a despesa paga em operações com passivos financeiros do subsector Estado. Por definição contabilística, esta grandeza é igual à diferença entre 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 explica a restrição de tesouraria do Estado quantificada na Tabela 3.<sup>4</sup>

#### Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental

Na ótica de caixa da contabilidade pública orçamental, o Saldo Total (ST) do Estado em determinado exercício é a diferença entre todas as receitas cobradas e todas as despesas pagas ao longo desse período. Algebricamente, a restrição de tesouraria do Estado num dado exercício é dada pela igualdade:

<sup>2</sup> As condições da terceira série de ORPA Direcionadas III foram recalibradas nos seguintes aspetos: i) prolongamento do período de aplicação de condições consideravelmente mais favoráveis por 12 meses, ou seja, até junho de 2022; ii) realização de três operações adicionais entre junho e dezembro de 2021; iii) aumento do montante total que as contrapartes poderão solicitar em empréstimos no âmbito das ORPA Direcionadas III, de 50% para 55% dos respetivos empréstimos elegíveis.

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

<sup>4</sup> A partir da publicação do [Relatório n.º 35/2018](#), divulgado em 28 de novembro de 2018, a UTAO alterou a designação na linha 1 desta tabela para evitar confundir o leitor com um conceito consagrado na literatura económica e estatística das contas nacionais. Com efeito, neste domínio usa-se a expressão “capacidade (necessidade) líquida de financiamento” do Estado como sinónimo de 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.



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

As letras *R* e *D* designam receita e despesa, respetivamente, e os índices inferiores *PF* e *AF* representam passivos financeiros e ativos financeiros. O lado esquerdo exprime o excesso de fundos arrecadados durante o período. O lado direito indica as origens ou fontes líquidas desse excedente de tesouraria. São elas o Saldo Global (*SG*), por definição igual à diferença entre receita e despesa efetivas, o saldo de operações com passivos financeiros ( $R_{PF} - D_{PF}$ ), o saldo de operações com ativos financeiros ( $R_{AF} - D_{AF}$ ) e, ainda, o saldo transitado da gerência anterior e incorporado na execução do exercício em causa ( $S_{GerenciaAnt}$ ).

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

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

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

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

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

A primeira linha da Tabela 3 exhibe a receita líquida de passivos financeiros ( $R_{PF} - D_{PF}$ ). As linhas seguintes mostram as aplicações desta receita líquida: financiamento do défice global, financiamento da despesa líquida em ativos financeiros e financiamento do défice transitado da gerência anterior. Esclarece-se que as execuções de 2018, 2019 e o período janeiro a abril de 2021, bem como a previsão orçamental para o total do ano 2021, registam valores nulos para o saldo da gerência anterior e o saldo total.

**27. No primeiro semestre de 2021, as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria) excederam largamente as do período homólogo de 2020.** Nos primeiros seis meses de 2021 o Estado garantiu uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 9535 M€, um valor que se situa acima do registado entre janeiro e junho de 2020 em 3053 M€. A necessidade de obtenção desta receita líquida adveio, em primeiro lugar, da execução orçamental, cujo défice global absorveu 8015 M€ desses recursos (+3287 M€ do que no primeiro semestre de 2020) — linha 2 da Tabela 3. Em segundo lugar, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado (linha 5) consumiu 1520 M€, menos 234 M€ do que no período homólogo.

**28. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada no primeiro semestre de 2021 foi maior do que no período homólogo, exigindo do Estado o desembolso de 1936 M€, montante que foi superior, em 133 M€, ao despendido nos primeiros seis meses de 2020.** No período compreendido entre janeiro e junho de 2021 estas verbas foram destinadas, sobretudo, a Entidades Públicas Reclassificadas (EPR), sob a forma de dotações de capital (893,4 M€), concessão de empréstimos de médio e longo prazos (493,8 M€) e a curto prazo (19,6 M€). A execução entre janeiro e junho de 2021 exigiu do Estado um maior esforço financeiro, face ao período homólogo de 2020, relativamente a dotações de capital (+ 643 M€), mas inferior quanto a empréstimos a curto e médio e longo prazos (- 510 M€) — os empréstimos a curto prazo encontram-se englobados na parcela “3.3 Outros” — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros efetuado pelo Estado no primeiro semestre de 2021.

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

(em milhões de euros)

	CGE 2018	CGE 2019	CGE 2020	Execução mensal em 2021						Execução acumulada janeiro - junho			Referenciais anuais	
				Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	2020	2021	Δ 2020/21	OE 2021	Δ 2020/21
<b>1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6)</b>	<b>7 339</b>	<b>9 499</b>	<b>16 790</b>	<b>664</b>	<b>2 103</b>	<b>842</b>	<b>2 884</b>	<b>1 170</b>	<b>1 871</b>	<b>6 481</b>	<b>9 535</b>	<b>3 053</b>	<b>19 212</b>	<b>2 422</b>
<b>2. Saldo global</b>	<b>-3 666</b>	<b>-3 940</b>	<b>-12 204</b>	<b>-667</b>	<b>-1 668</b>	<b>-665</b>	<b>-2 680</b>	<b>-740</b>	<b>-1 596</b>	<b>-4 728</b>	<b>-8 015</b>	<b>-3 287</b>	<b>-11 817</b>	<b>388</b>
<b>3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)</b>	<b>4 778</b>	<b>6 357</b>	<b>4 741</b>	<b>0</b>	<b>443</b>	<b>179</b>	<b>219,1</b>	<b>491,8</b>	<b>604</b>	<b>1 803</b>	<b>1 936</b>	<b>133</b>	<b>8 139</b>	<b>3 397</b>
<i>3.1 Empréstimos médio/longo prazo</i>	<i>2 679</i>	<i>3 020</i>	<i>2 595</i>	<i>0</i>	<i>26</i>	<i>138</i>	<i>24</i>	<i>25</i>	<i>347</i>	<i>1 026</i>	<i>560</i>	<i>-466</i>	<i>5 764</i>	<i>3 169</i>
<i>3.2 Dotações de Capital</i>	<i>1 537</i>	<i>3 276</i>	<i>1 984</i>	<i>0</i>	<i>416</i>	<i>41</i>	<i>176</i>	<i>466</i>	<i>258</i>	<i>713</i>	<i>1 356</i>	<i>643</i>	<i>2 167</i>	<i>183</i>
<i>3.3 Outros</i>	<i>562</i>	<i>62</i>	<i>163</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>20</i>	<i>1</i>	<i>0</i>	<i>64</i>	<i>21</i>	<i>-44</i>	<i>207</i>	<i>45</i>
<b>4. Receita de ativos financeiros</b>	<b>1 105</b>	<b>798</b>	<b>156</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>1,2</b>	<b>15</b>	<b>61</b>	<b>329</b>	<b>50</b>	<b>417</b>	<b>367</b>	<b>743</b>	<b>587</b>
<b>5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)</b>	<b>3 673</b>	<b>5 559</b>	<b>4 585</b>	<b>-2</b>	<b>435</b>	<b>177</b>	<b>204</b>	<b>431</b>	<b>275</b>	<b>1 754</b>	<b>1 520</b>	<b>-234</b>	<b>7 395</b>	<b>2 810</b>
<b>6. Saldo da gerência anterior</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<b>7. Saldo Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>2</b>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO. | Notas: Por definição de restrição de tesouraria, a receita líquida com origem em passivos financeiros é igual à diferença entre o saldo total e a soma dos simétricos do saldo global e do saldo da gerência anterior com a despesa líquida em ativos financeiros — explicação na Caixa 1.

**29. No primeiro semestre de 2021, a grande maioria da despesa em ativos financeiros teve como destino as EPR, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos.** Entre janeiro e junho de 2021, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 1936 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (1356 M€) e empréstimos a médio e longo prazos (560 M€). Em ambos os casos, a grande maioria desta despesa teve como destino o financiamento das EPR. Com efeito, cerca de dois terços do total de despesa efetuada em **dotações de capital** (1356 M€) destinou-se a EPR, com a seguinte distribuição:

- Infraestruturas de Portugal, S.A. 721 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 125 M€;
- EDIA — Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. 45 M€;

Salienta-se ainda que, no tocante à despesa do Estado sob a forma de **dotações de capital**, acresce ainda o montante de 462 M€ despendido com a TAP, S.A. (EPNF).

Dos 560 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de **empréstimos a médio e longo prazos**, cerca de 494 M€ teve como destino as seguintes EPR:

- Metro do Porto, S.A. 429 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 64 M€;

Além dos empréstimos destinados às EPR acima referidas, o Estado concedeu ainda empréstimos a médio e longo prazos ao Portugal 2020 (50,3 M€) e a Fundos Públicos (15,9 M€). Por fim, refira-se que o Estado concedeu ainda 19,6 M€ de **empréstimos a curto prazo** à Parque Escolar, E.P.E..

**30. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado no primeiro semestre de 2021 ascendeu a 417 M€.** A grande maioria desta receita resultou da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 350,6 M€, dos quais: 304,7 M€ do Metro do Porto, S.A., 21,6 M€ por parte da Grécia, 11,5 M€ da administração Local, 7,5 M€ pela Região Autónoma dos Açores (RAA) no âmbito do Acordo de Assistência Financeira e 2,8 M€ por outros países terceiros.

**31. Face aos valores orçamentados no OE/2021, e numa ótica de tesouraria, no primeiro semestre de 2021 o Estado financiou-se num montante que é cerca de metade do previsto para o conjunto do ano.** Com efeito, entre janeiro e junho de 2021 a receita líquida proveniente de passivos financeiros situou-se em 9535 M€, 9678 M€ aquém do total previsto no OE/2021 para o ano 2021 (grau de execução de



49,6%). Este resultado decorreu, por um lado, do facto de se ter alcançado, até junho, um défice de 8015 M€, que se situa aquém do previsto no OE/2021 para o total do ano, em apenas 3802 M€. Contudo, a despesa líquida em ativos financeiros executada até junho de 2021 ascendeu a 1520 M€, situando-se 5876 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 20,6%) — linha 5 da Tabela 3.

**32. Para o conjunto do ano 2021, o OE prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, acima da execução de 2020, prevendo-se uma melhoria do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros significativamente superior.** De acordo com os valores constantes no OE/2021, aprovado pela Assembleia da República, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 19 212 M€, mais 2422 M€ do que a execução de 2020. A previsão para 2021 tem implícita uma melhoria do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para - 11 817 M€ (388 M€ acima do défice do subsector Estado registado em 2020), e um aumento substancial da despesa líquida em ativos financeiros para 7395 M€ (2810 M€ acima da execução de 2020). Naturalmente, a execução acumulada no final do primeiro semestre de 2021, compilada na Tabela 3, encontra-se ainda afastada das previsões orçamentais para o conjunto do ano; contudo, o défice alcançado até junho representa cerca de dois terços do previsto para 2021.

### 3.2 Dívida direta do Estado

**33. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de junho de 2021 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2020, maioritariamente em resultado do aumento nos stocks de dívida titulada de médio e longo prazos e dos empréstimos SURE. Este aumento foi parcialmente compensado pela redução das contas margem. Em termos mensais, em junho também se registou um aumento face ao mês anterior.** No final de junho de 2021, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 275 842 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 3482 M€ em cadeia mensal resultante, sobretudo, do acréscimo da dívida titulada a curto (+ 2226 M€) e a médio e longo prazos (+ 1102 M€). A dívida não titulada, composta maioritariamente por Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, registou um acréscimo mensal de 77 M€, e as contas margem aumentaram em igual montante. O acréscimo mensal da dívida titulada a curto e a médio e longo prazos ficou a dever-se, essencialmente, ao aumento do saldo de Bilhetes de Tesouro (BT), com a emissão de dois leilões de BT, um no valor de 502 M€ (BT 17SEP2021, linha a 3 meses) e outro no valor de 754 M€ (BT 20MAY2022, linha a 11 meses), e de Obrigações do Tesouro (OT), em resultado da emissão da OT 0,7% OUT 2027 (no valor nominal de 300 M€) e da OT 0,3% OUT 2031 (no valor nominal de 700 M€) — Tabela 6. Tendo por referência o final do mês homólogo de 2020, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 20 743 M€, em resultado do aumento na dívida titulada de curto e médio e longo prazos (+ 14 791 M€), da dívida não titulada (+ 827 M€) e dos empréstimos SURE, no valor de +5411 M€. Em termos homólogos, as contas margem registaram uma diminuição de 285 M€. No tocante à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo dos stocks de Certificados de Aforro em 214 M€ (+1,8%) e Certificados do Tesouro em 650 M€ (+3,8%). No que respeita aos empréstimos SURE, Portugal já recebeu 5411 M€, repartidos por duas parcelas, uma primeira fatia em 1 de dezembro de 2020, no montante de três mil M€, e uma segunda tranche em maio de 2021, no valor de 2411 M€, de um total de 5,9 mil M€ contratualizados com a Comissão Europeia a 26 de outubro de 2020.

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

	jun/20	mai/21	jun/21	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	jun/20	jun/21
<b>Titulada</b>	<b>171 876</b>	<b>183 338</b>	<b>186 666</b>	<b>3 328</b>	<b>14 791</b>	<b>1,8</b>	<b>8,6</b>	<b>67,4</b>	<b>67,7</b>
Curto prazo	18 276	18 761	20 987	2 226	2 711	11,9	14,8	7,2	7,6
Médio e longo prazo	153 600	164 578	165 679	1 102	12 080	0,7	7,9	60,2	60,1
<b>Não titulada</b>	<b>32 817</b>	<b>33 566</b>	<b>33 643</b>	<b>77</b>	<b>827</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>12,9</b>	<b>12,2</b>
Cert. Aforro	12 122	12 319	12 336	17	214	0,1	1,8	4,8	4,5
Cert. do Tesouro	17 046	17 636	17 696	60	650	0,3	3,8	6,7	6,4
Outra - ML prazo	3 649	3 611	3 611	0	- 38	0,0	-1,0	1,4	1,3
<b>Contas margem</b>	<b>778</b>	<b>415</b>	<b>493</b>	<b>77</b>	<b>- 285</b>	<b>18,6</b>	<b>-36,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>Empréstimos Oficiais</b>	<b>49 628</b>	<b>55 039</b>	<b>55 039</b>	<b>0</b>	<b>5 411</b>	<b>0,0</b>	<b>10,9</b>	<b>19,5</b>	<b>20,0</b>
Empréstimos SURE (UE)	0	5 411	5 411	0	5 411	0,0	-	0,0	2,0
Assistência Financeira	49 628	49 628	49 628	0	0	0,0	0,0	19,5	18,0
<b>Total</b>	<b>255 099</b>	<b>272 359</b>	<b>275 842</b>	<b>3 482</b>	<b>20 743</b>	<b>1,3</b>	<b>8,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

**Por memória:**

Transaccionável	166 742	175 621	177 977	2 356	11 235	1,3	6,7	65,4	64,5
Não Transaccionável	89 135	97 154	98 358	1 204	9 222	1,2	10,3	34,9	35,7
Euro	250 828	268 414	271 794	3 381	20 967	1,3	8,4	98,3	98,5
Não euro	4 271	3 946	4 047	102	- 224	2,6	-5,2	1,7	1,5
Contas margem	778	415	493	77	-285	18,6	-36,7	0,3	0,2

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

**34. No primeiro semestre de 2021, registou-se uma redução na despesa com juros e outros encargos da dívida direta pública.** Nos primeiros seis meses de 2021, a despesa com juros e outros encargos ascendeu a 3742 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 5), refletindo uma redução de 9,6% (- 398 M€) quando comparada com igual período do ano anterior, sendo esta redução superior à prevista no OE/2021 para o conjunto do ano (- 4,8%; - 333 M€). Esta contração foi determinada, sobretudo, pela diminuição homóloga em 10,1% (- 294 M€) da despesa com juros de OT, e, em menor escala, pela redução em 21,1% (- 84 M€) da despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro. No mesmo sentido, é também de referir a diminuição de 6,8% na despesa com juros no âmbito dos empréstimos oficiais (PAEF e SURE), de 615 M€ para 573 M€. Relativamente aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros manteve-se negativo no período compreendido entre janeiro e junho de 2021 (- 25 M€), evidenciando o facto de a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa manter taxas de rentabilidade negativas nas maturidades mais curtas. Contudo, os juros destes títulos de curto prazo registaram valor ligeiramente superior (i.e., menos negativo do que o) ao ocorrido no período homólogo. Relativamente aos juros pagos pelo Estado sobre títulos de dívida pública detidos pelo sector institucional Famílias, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro, no período compreendido entre janeiro e junho de 2021, foi de 315 M€, refletindo uma redução de 84 M€ (- 21,1%) face ao período homólogo do ano anterior. Pese embora, no decurso do primeiro semestre de 2021, a dívida pública financiada através destes dois produtos tenha registado um crescimento homólogo de 864 M€, verifica-se que a remuneração destes produtos financeiros tem vindo a diminuir, uma vez que a taxa de juro aplicável às séries mais recentes encontra-se indexada à Euribor a três meses, no caso dos Certificados de Aforro, e, para os Certificados de Tesouro, a taxa de juro encontra-se dependente da evolução de vários referenciais, nomeadamente a taxa dos BT (por sua vez, indexada à Euribor a 12 meses), das OT a cinco e a 10 anos, bem como da evolução do PIB real.

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

	2020 (M€)	Execução mensal 2021 (M€)						Execução acumulada Jan. – Jun. (M€)			OE/2021 (M€)	Grau de execução Jan. – Jun. (%)	
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	2020	2021	Tvh (%)		2020	2021
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>6 837</b>	<b>52</b>	<b>1 302</b>	<b>313</b>	<b>1 392</b>	<b>128</b>	<b>492</b>	<b>4 090</b>	<b>3 679</b>	<b>-10,0</b>	<b>6 484</b>	<b>58,4</b>	<b>56,7</b>
Bilhetes do Tesouro	-49	-13	0	-1	0	-10	0	-27	-25	-7,2	-53	54,4	46,3
Obrigações do Tesouro	4 716	0	1 138	0	1 249	0	225	2 906	2 612	-10,1	4 704	61,1	55,5
Emp. Oficiais (PAEF e SURE)	990	0	28	261	0	75	209	615	573	-6,8	747	59,6	76,7
Certif. Aforro e Tesouro	715	59	55	60	52	50	40	398	315	-21,1	602	50,7	52,3
CEDIC / CEDIM	22	0	0	0	15	0	0	14	15	10,5	21	64,0	72,5
Outros	443	7	81	-6	77	13	18	184	189	3,2	464	39,8	40,8
<b>Comissões</b>	<b>80</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>50</b>	<b>63</b>	<b>26,7</b>	<b>100</b>	<b>49,6</b>	<b>62,8</b>
Emp. Oficiais (PAEF e SURE)	14	15	0	0	0	4	0	14	18	26,0	14	100,0	126,0
Outros	65	3	11	4	14	9	5	35	45	27,0	86	41,1	52,1
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>6 917</b>	<b>70</b>	<b>1 313</b>	<b>317</b>	<b>1 406</b>	<b>140</b>	<b>496</b>	<b>4 140</b>	<b>3 742</b>	<b>-9,6</b>	<b>6 584</b>	<b>58,2</b>	<b>56,8</b>
<b>Tvh (%)</b>	<b>-3,5</b>	<b>-67,3</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-21,8</b>	<b>-40,6</b>	-	-	-	<b>-4,8</b>	-	-

Por memória:

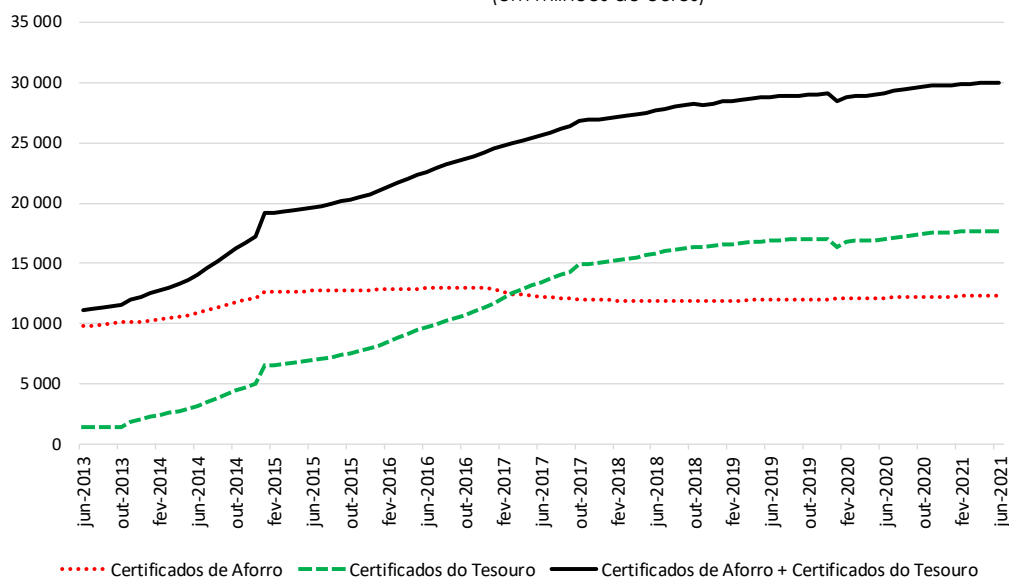
Juros recebidos de aplicações	8	-1,5	1,2	0,7	1,0	0,1	2,1	-1,2	3,6	-	13	-	27,9
Juros e outros enc. líquidos	6 925	68	1 314	318	1 407	140	498	4 139	3 746	-9,5	6 597	58	56,8
Tvh (%)	-3,4	-67,5	6,9	3,5	2,2	-22,1	-40,4	-	-	-	-4,7	-	-

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**35. O stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias manteve a tendência de crescimento, alcançando um novo máximo no final de junho de 2021.** Apesar da queda pontual verificada no início de 2020, a que se seguiu um movimento de correção nos meses seguintes, o stock de dívida pública detida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro manteve uma tendência de crescimento, atingindo um novo máximo histórico em junho de 2021, ainda que tenha desacelerado após novembro de 2020. No final de junho de 2021, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro alcançou o valor de 30 032 M€, um novo máximo para esta série. Após a quebra pontual de 661 M€ ocorrida em janeiro de 2020, seguiu-se um movimento de recuperação, mais acentuado até novembro de 2020, mas que manteve um ritmo de crescimento, embora mais lento, após esta data. Desta forma, o valor registado no final do primeiro semestre de 2021 situou-se 864 M€ acima do alcançado no final do período homólogo de 2020 (29 168 M€).<sup>5</sup> Em particular, no final de junho de 2021, o montante de Certificados do Tesouro (CT) ascendeu a 17 696 M€, um valor 650 M€ acima alcançado no final de junho de 2020 (17 046 M€) — Gráfico 5. A série histórica do valor mensal de novas emissões de CT, líquido de amortizações, apresenta uma evolução positiva desde outubro de 2013, tendo esta sequência de crescimento sido interrompida apenas em dois momentos: novembro de 2018 (variação mensal de -70 M€) e janeiro de 2020 (variação mensal de -691 M€). O Gráfico 6 apresenta as subscrições brutas mensais de CA e CT e o Gráfico 7 as correspondentes variações homólogas nos stocks de CA e CT.

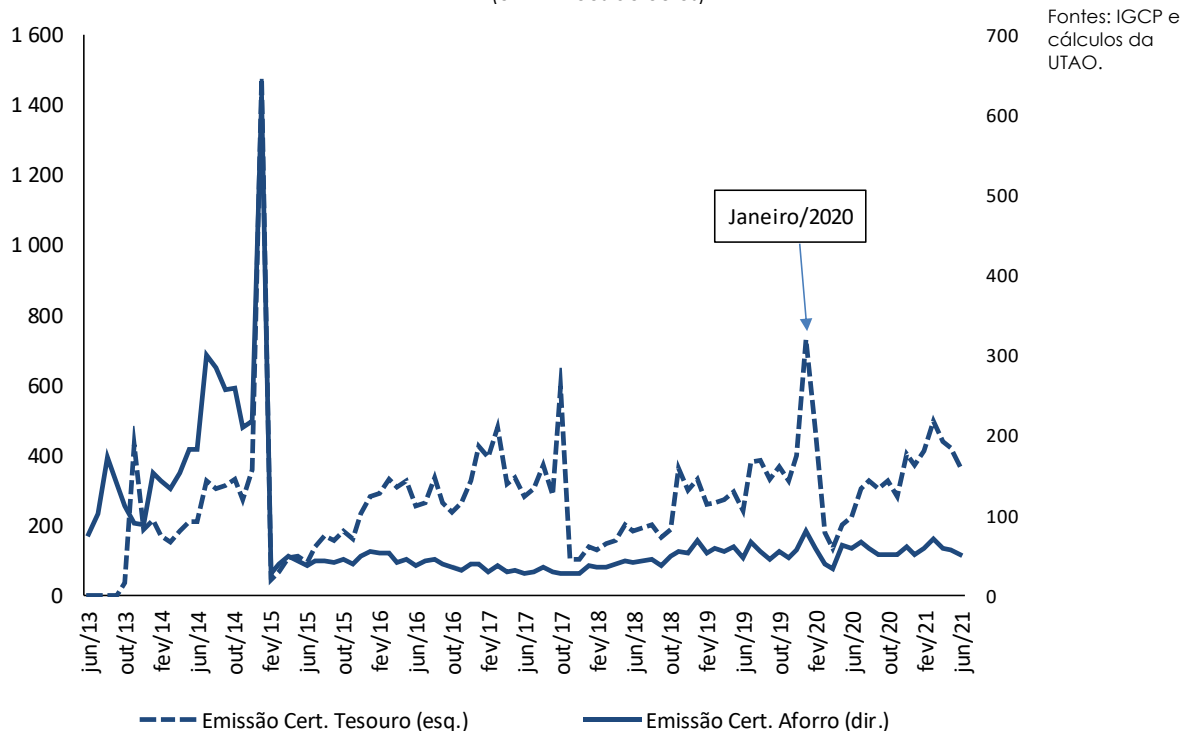
<sup>5</sup> O movimento de contração ocorrido no início de 2020 deveu-se, sobretudo, ao comportamento dos Certificados do Tesouro, cujo stock diminuiu 691 M€ em janeiro desse ano, a que se seguiu um movimento de recuperação para valores que superaram o anterior máximo alcançado em dezembro de 2019.

**Gráfico 5 – Stock conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro**  
(em milhões de euros)



**36. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 12 336 M€ no final do primeiro semestre de 2021, refletindo uma subida homóloga de 214 M€** (Gráfico 5 e Gráfico 7). Em março de 2020 foi interrompida a sequência de emissões líquidas positivas de CA, que se registava desde novembro de 2018, momento em que se encerrou um ciclo negativo que decorria desde novembro de 2016. A interrupção ocorrida em março de 2020 refletiu um movimento pontual, de expressão 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 retomou uma tendência de recuperação suave, que se manteve até junho de 2021.

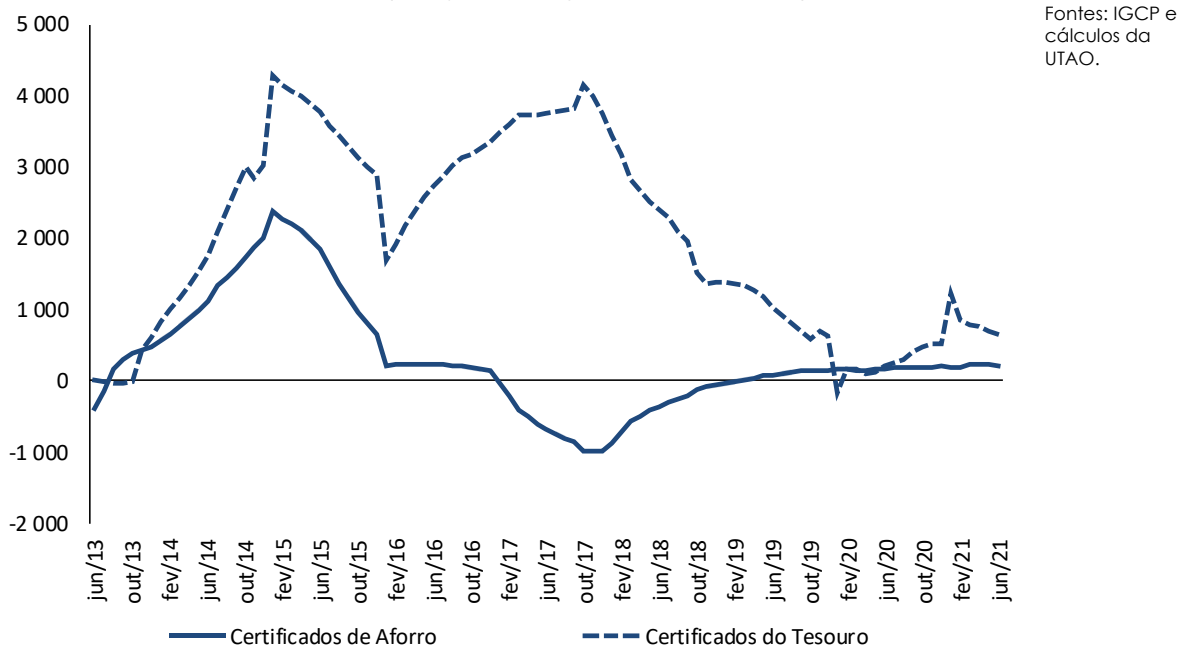
**Gráfico 6 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro**  
(em milhões de euros)



**37. A tendência de aumento no montante de dívida pública portuguesa detida pelo setor institucional das famílias manteve-se no período mais recente, sendo o reflexo das taxas de juro mais atrativas que estes instrumentos apresentam, face a outros instrumentos de poupança existentes no mercado com nível de risco idêntico** — Gráfico 5. Com efeito, os tradicionais depósitos a prazo oferecidos pelo sistema financeiro oferecem atualmente taxas de remuneração nominal próximas de 0%, para um nível de risco

que se pode considerar idêntico ao dos Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro. No que respeita à poupança das famílias, o período pandémico tem-se caracterizado por um acréscimo substancial do nível de poupança, em termos agregados.<sup>6</sup> Em resultado da sua atratividade, estes produtos emitidos pelo IGCP (em nome e em representação da República Portuguesa) têm conseguido captar boa parte da poupança adicional gerada pelas famílias.

**Gráfico 7 – Variação homóloga dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro**  
(variação homóloga, em milhões de euros)



**38. As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em junho e julho de 2021 registaram uma redução da taxa de juro nas maturidades a 6, 9 e 10 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas em junho e julho de 2021, foram asseguradas a taxas de juro muito próximas, mas ligeiramente inferiores às registadas para o mesmo título no leilão imediatamente anterior.** No dia 14 de junho foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a 9 anos e 16 anos (Obrigações do Tesouro) no montante global de 1088 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 4,1% 15Apr2037, com taxa de rentabilidade de 0,609%, e OT 0,475% 18Oct2030, com taxa de rentabilidade de 0,127%. Tendo por referência o leilão anterior ocorrido em 10 de março de 2021, observou-se uma descida de 0,11 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 9 anos (para a emissão a 14 anos não foi possível identificar uma emissão relativamente recente que permitisse uma comparação razoável). Foram ainda realizados dois leilões de OT no dia 9 de junho de 2021 com maturidades a seis anos e 10 anos, no montante global de 1000 M€ (Tabela 6). Destes leilões resultaram as colocações OT 0,7% 15Out2027, com taxa de rentabilidade de -0,162%, e OT 0,3% 17Out2031, com taxa de rentabilidade de 0,397%. Tendo em linha de conta os leilões anteriores, ocorridos a 10 de março de 2021 e a 12 de maio de 2021, observou-se uma descida de -0,076 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 6 anos e de -0,108 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 10 anos. As emissões de BT efetuadas a 16 de junho e 21 de julho de 2021 foram asseguradas com taxas de juro muito próximas das (mas ligeiramente inferiores às) verificadas em leilões anteriores para as mesmas maturidades. A 16 de junho de 2021 foram leiloados dois BT com maturidades a três e a 12 meses com um montante global colocado de 1250 M€, com taxas médias ponderadas de -0,592% e -0,550%, respetivamente. Estes leilões registaram ligeiras descidas nas taxas de juro para estas maturidades, -0,040 p.p. e -0,014 p.p., respetivamente, que se mantiveram em terreno negativo na emissão seguinte a 12 meses, conforme mostra a Tabela 6. Muito recentemente, o Estado Português voltou ao mercado monetário a 21 de julho, tendo realizados um leilão com maturidades de 12 meses e um montante colocado de 1033 M€, com taxa média ponderada de -0,594%.

<sup>6</sup> A evidência sobre esta afirmação está no parágrafo 55 abaixo.

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

Instrumento	Obrigações do Tesouro				Bilhetes do Tesouro		
	15-out-2027	17-out-2031	18-out-2030	15-abr-2037	17-set-2021	20-mai-2022	22-jul-2022
Data do leilão	9-jun-2021	9-jun-2021	14-jul-2021	14-jul-2021	16-jun-2021	16-jun-2021	21-jul-2021
Prazo	6 anos	10 anos	9 anos	16 anos	3 meses	11 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	300	700	740	348	500	750	1 033
Montante de Procura (M€)	1 298	1 074	1 424	726	1 355	1 605	2 170
<b>Taxa média (%)</b>	<b>-0,162</b>	<b>0,397</b>	<b>0,127</b>	<b>0,609</b>	<b>-0,592</b>	<b>-0,550</b>	<b>-0,594</b>

Por memória:

Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %)	10-mar-2021	12-mai-2021	10-mar-2021	-	17-mar-2021	19-mai-2021	17-mar-2021
	-0,086	0,505	0,237	-	-0,552	-0,536	-0,527

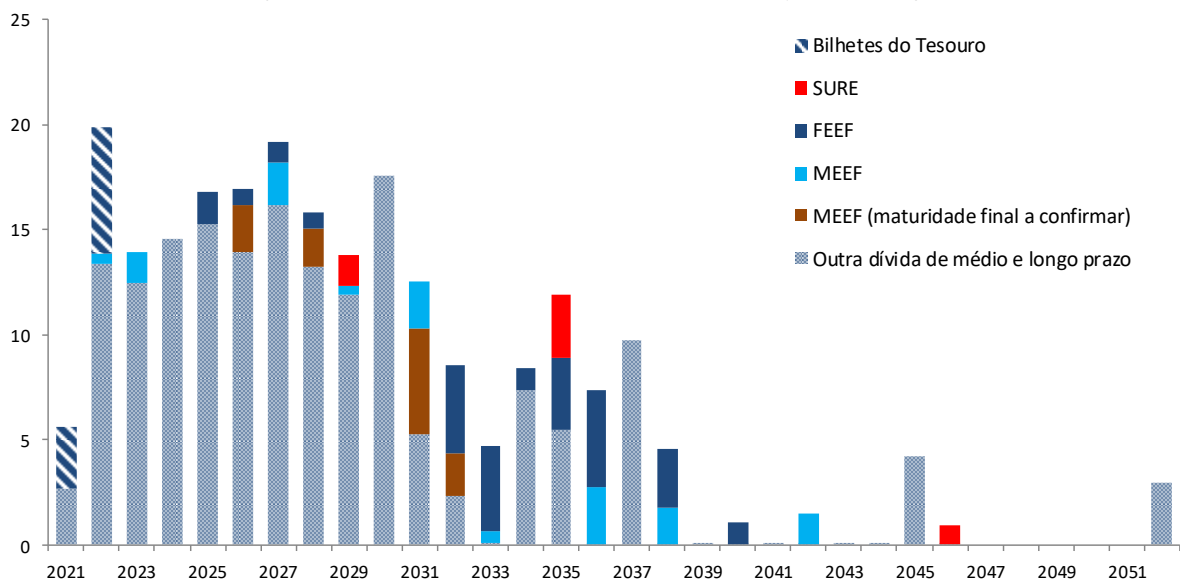
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: (i) Os montantes colocados referem-se à dívida emitida nas fases competitiva e não competitiva dos respetivos leilões. (ii) A linha "taxa média" indica a média ponderada das taxas que o Estado prometeu pagar nos diferentes lotes colocados na mesma sessão de leilão.

**39. O perfil de amortização de títulos de dívida pública, de médio e longo prazos, previsto para os próximos dez anos exigirá um elevado volume de reembolsos, o que se repercutirá nas operações de refinanciamento que vierem a ser efetuadas.** Tendo por referência o stock de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 23 de julho de 2021 e o perfil de amortização para o período até 2046, os maiores volumes de reembolsos concentram-se, essencialmente, nos anos 2022 a 2031 (Gráfico 8 e Gráfico 9). À data de 23 de julho de 2021, o stock total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2022 e 2031 ascendia a 155 mil M€, um valor acima do registado no final de maio de 2021 para o mesmo período (151 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos no valor de: 13,9 mil M€ em 2022, 14,0 mil M€ em 2023, 14,5 mil M€ em 2024, 16,8 mil M€ em 2025, 17,0 mil M€ em 2026, 19,2 mil M€ em 2027, 15,8 mil M€ em 2028, 13,8 mil M€ em 2029, 17,6 mil M€ em 2030 e 12,5 mil M€ em 2031.<sup>7</sup> Com efeito, só a partir de 2031 é que o valor anual de amortizações de dívida pública a médio e longo prazos desce para valores abaixo de 10 mil M€/ano. Ainda assim, o sexénio seguinte será ainda muito exigente, exigindo a amortização de títulos em mais de 50 mil M€. 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€). No que respeita à segunda *tranche* dos empréstimos SURE, no valor de 2411 M€, recebida em maio de 2021, a sua amortização encontra-se prevista para 2029 (1500 M€) e 2046 (911 M€). Relativamente aos empréstimos do PAEF, encontram-se por reembolsar 49 628 M€, os quais se desagregam em 24 300 M€ do MEEF e 25 328 M€ do FEEF. As amortizações futuras relativas a estes dois empréstimos encontram-se distribuídas ao longo de um período alargado (2022–2042), estando evidenciadas no Gráfico 8.

<sup>7</sup> A estes montantes acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 2,9 mil M€ em 2021 e 6 mil M€ em 2022.

### Gráfico 8 – Perfis anuais de amortização

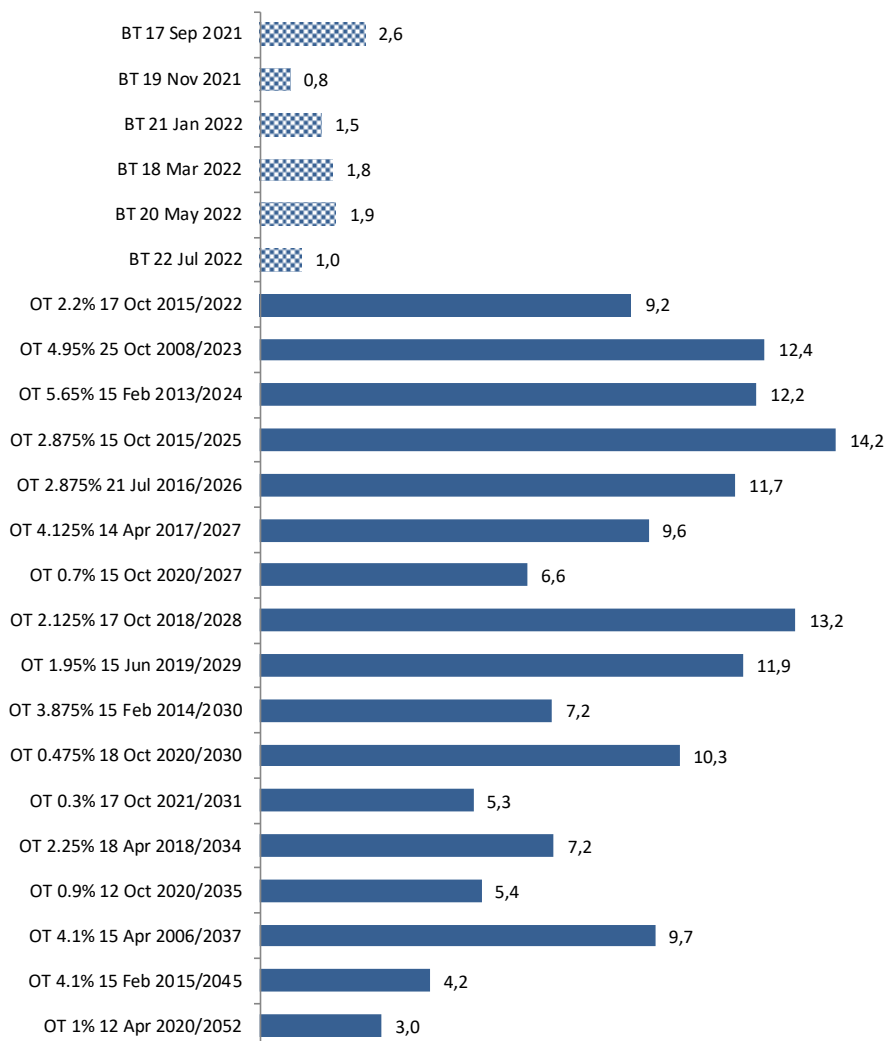
(em milhares de milhões de euros, atualizado a 23 de julho de 2021)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: significado da legenda: SURE — acrónimo da designação inglesa para o instrumento europeu de apoio temporário para mitigar riscos de desemprego em situação de Emergência (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*); FEEF — Fundo Europeu de Estabilização Financeira; MEEF — Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira. (ii) “Outra dívida de médio e longo prazos” — as emissões de Obrigações do Tesouro (de taxa fixa) dominam este agregado, que inclui ainda os demais passivos transacionáveis — Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), Notas de Médio Prazo e Obrigações de Retalho.

### Gráfico 9 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro

(em milhares de milhões de euros, atualizado a 23 de julho de 2021)



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



**40. No dia 13 de julho o IGCP, E.P.E. realizou uma operação de recompra** no valor de 1124 M\$ (cerca de 949M€) do seguinte instrumento *PORTUG 5, 125% 15Out2024 USD* a um preço médio de colocação de 114,05%.

### 3.3 Dívida pública na definição de *Maastricht*<sup>8</sup>

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

**42. O peso da dívida pública na ótica de *Maastricht* no PIB nominal atingiu 137,2% no final do 1.º trimestre de 2021, o que corresponde a um acréscimo de 18,0 p.p. do PIB.** Esta variação homóloga foi determinada pelo efeito denominador do PIB (7,8 p.p.), bem como pelos fatores incluídos no efeito numerador (10,2 p.p.): o défice orçamental, o acréscimo dos ativos em depósitos das Administrações Públicas e outros fatores. Excluindo a aplicação de ativos em depósitos pelas Administrações Públicas, a dívida pública situou-se em 124,8%, sendo 14,8 p.p. acima do registado no final do trimestre homólogo. Com efeito, o peso dos depósitos subiu de 9,2% do PIB para 12,4% do PIB neste período.

**43. No final de maio de 2021, o montante nominal da dívida pública na ótica de *Maastricht* situou-se em 274,8 mil M€, sendo superior em 10,4 mil M€ em relação ao registado no final do mês homólogo. Esta variação foi concretizada, essencialmente, através de um acréscimo dos títulos de longo prazo (4,6 mil M€) e dos empréstimos de longo prazo (4,4 mil M€).** Relativamente à dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas, registou-se um acréscimo homólogo de 14,9 mil M€, passando de 239,2 mil M€ para 254,2 mil M€. Com efeito, o valor total de ativos em depósitos das Administrações Públicas, os quais se encontram incluídos na definição de dívida pública de *Maastricht*, desceu em termos homólogos, de 25,1 mil M€ para 20,7 mil M€. Para esta redução do *stock* de depósitos contribuiu o facto de em abril de 2021 ter ocorrido o reembolso da OT 3,85% 15abril2021 no montante de 8,0 mil M€, enquanto no ano anterior a OT 4,8% 15junho2020 foi reembolsada em junho de 2020 no valor de 8,0 mil M€.<sup>9</sup>

**44. No lado dos passivos, os títulos emitidos são o instrumento que evidencia o peso mais elevado na dívida de *Maastricht*, ascendendo a 62,3% no final de maio de 2021.** O montante da dívida pública sob a forma de títulos situou-se em 171,1 mil M€, o que corresponde a um peso de 62,3% no agregado total da dívida pública de *Maastricht* e a um aumento homólogo de 4,6 mil M€ — composição da dívida, segunda a natureza do instrumento financeiro, na Tabela 7. Relativamente à dívida pública sob a forma de empréstimos contraídos pelas Administrações Públicas, esta representou 25,6% no final de maio de 2021, situando-se em 70,3 mil M€ (66,2 mil M€ no final do mês homólogo). Para este aumento contribuiu o empréstimo *SURE* (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) obtido junto da União Europeia, no âmbito das medidas decorrentes da pandemia de COVID-19. O montante total foi cerca de 5,4 mil M€, repartindo-se entre 3 mil M€ em dezembro de 2020 e 2,4 mil M€ em maio de 2021.

<sup>8</sup> A "dívida pública na ótica de *Maastricht*" é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito "dívida direta do Estado" nas seguintes dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo subsector Estado através do IGCP, enquanto a dívida de *Maastricht* inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector institucional das Administrações Públicas; ii) efeitos de consolidação — a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de *Maastricht* é consolidada entre subsectores das Administrações Públicas. Os passivos incluídos no conceito de dívida de *Maastricht* são registados pelo seu valor nominal. Note-se que a dívida a fornecedores não entra em nenhum destes dois conceitos de dívida. O Eurostat efetuou em agosto de 2019 uma alteração metodológica nas estatísticas da dívida pública. Incidiu sobre o tratamento a dar aos juros dos Certificados de Aforro (instrumento de dívida pública detido pelo sector institucional Famílias). O valor capitalizado dos juros passou então a integrar o *stock* de dívida pública de *Maastricht*, enquanto no passado os juros deste instrumento não eram contabilizados como dívida, mas sim como encargos da dívida. A título de exemplo, o *stock* nominal de dívida pública no final do ano de 2018 foi revisto em alta em 4258 M€. Mais detalhes em [Relatório UTAO n.º 14/2019 Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019](#).

<sup>9</sup> Tipicamente, a dívida pública portuguesa sob a forma de Obrigações do Tesouro tem um ou dois títulos com maturidade em cada ano durante os próximos dez anos (Gráfico 9). Consequente, o reembolso no mês da maturidade da OT determina uma quebra da série. Quando a maturidade de duas OT ocorre em meses diferentes, a comparação homóloga fica prejudicada.



Adicionalmente, o instrumento "empréstimos" também inclui o financiamento obtido no âmbito do PAEF que permanece em dívida (cerca de 49,6 mil M€). Quanto à dívida pública sob a forma de "numerário e depósitos", o montante no final de maio de 2021 situou-se em 33,4 mil M€, o que corresponde a um incremento homólogo de 1,8 mil M€.

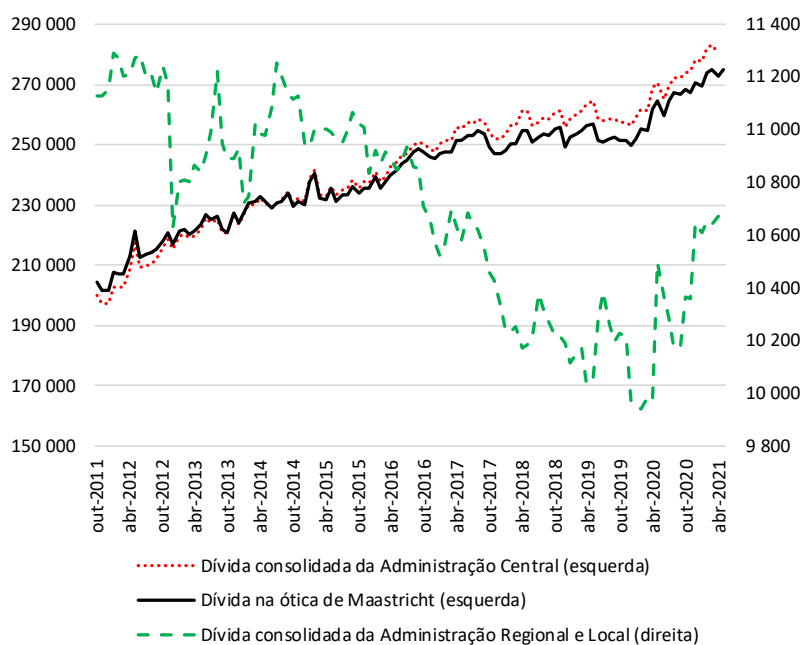
**Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de Maastricht por instrumento**  
(milhões de euros e percentagem)

	Dívida de Maastricht (1) = 2 + 3 + 4	Numerário e depósitos (2)	Empréstimos (3)	Títulos (4)	Numerário e depósitos (5) = (2) / (1)	Empréstimos (6) = (3) / (1)	Títulos (7) = (4) / (1)
	em M€				em % da dívida de Maastricht		
dez-2014	230 059	18 976	99 606	111 476	8,2	43,3	48,5
dez-2015	235 746	22 815	91 209	121 723	9,7	38,7	51,6
dez-2016	245 245	26 832	85 647	132 766	10,9	34,9	54,1
dez-2017	247 175	29 462	75 561	142 151	11,9	30,6	57,5
dez-2018	249 260	30 798	69 134	149 328	12,4	27,7	59,9
dez-2019	249 977	31 808	66 533	151 636	12,7	26,6	60,7
dez-2020	270 492	33 062	68 174	169 255	12,2	25,2	62,6
maí-2021	274 811	33 421	70 255	171 134	12,2	25,6	62,3

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

**45. Por subsectores, a dívida pública de Maastricht no final de abril de 2021 evidenciou um aumento homólogo determinado, essencialmente, pelo contributo da Administração Central.**<sup>10</sup> No final de abril de 2021, o valor da dívida consolidada dentro da Administração Central na ótica de Maastricht ascendeu a 280,3 mil M€ (Gráfico 10), o que corresponde a um aumento homólogo de 11,3 mil M€. Quanto ao conjunto Administração Regional e Local, o stock da dívida de Maastricht no final de abril de 2021 (10,7 mil M€) ficou acima do verificado no final do mês homólogo (10,0 mil M€). Numa perspetiva temporal mais alargada, registou-se uma descida da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local desde 2011 até ao mínimo verificado em fevereiro de 2020 (Gráfico 10), mês imediatamente anterior ao início dos efeitos da pandemia COVID-19. Além disso, é de referir que o stock da consolidação entre subsectores, o qual é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de Maastricht das Administrações Públicas, aumentou de 16,9 mil M€ no final de abril de 2020 para 18,2 mil M€ um ano depois. A Administração Central é tipicamente credora em relação à Administração Local e à Administração Regional.

**Gráfico 10 – Desagregação subsectorial da dívida de Maastricht**  
(em milhões de euros)



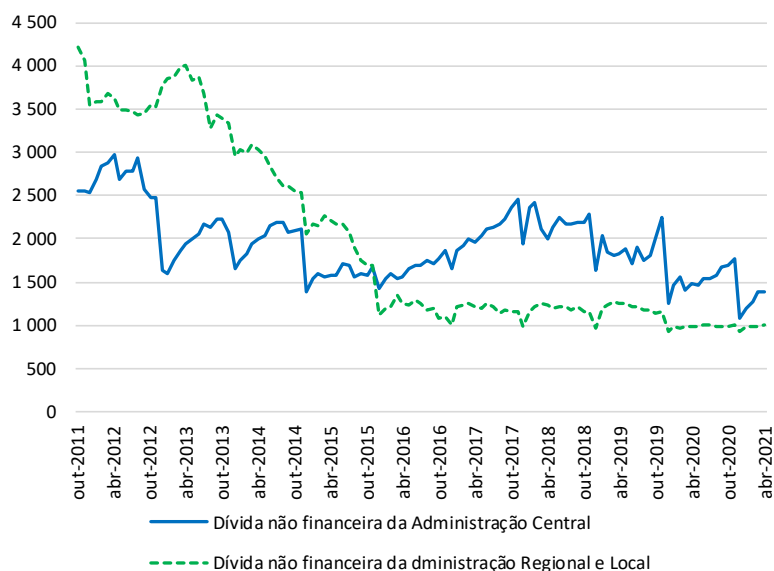
Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector.

<sup>10</sup> O parágrafo relativo à dívida por subsector refere-se à definição de Maastricht, sendo que esta excluiu créditos comerciais. A Secção 3.4 apresenta a decomposição subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

### 3.4 Dívida não financeira

**46. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final de abril de 2021 foi ligeiramente inferior ao registado final do mês homólogo.** A presente secção analisa a categoria designada como “dívida comercial” que, resumidamente, inclui as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o crescimento do stock de passivos comerciais num determinado ano é registado no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. No entanto, este endividamento não é incluído na definição de *Maastricht* de dívida pública. Consequentemente, na transição do saldo em contabilidade nacional para a dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores dão origem a um ajustamento défice-dívida. No final de abril de 2021, as Administrações Públicas registaram um stock de dívida comercial de 2389 M€ (Gráfico 11), o que corresponde um decréscimo de 92 M€. A dívida comercial no final de abril de 2021 foi equivalente a 0,9% da dívida pública de *Maastricht*, à semelhança do final do mês homólogo. Por subsectores, verificou-se uma redução homóloga (105 M€) deste stock na Administração Central para 1386 M€, sendo ligeiramente atenuada pelo acréscimo (12 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1003 M€ no final de abril de 2021).

**Gráfico 11 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas**  
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

## 4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

**47. As variáveis dívida pública, da dívida privada e da dívida externa estão interligadas.** A dívida externa de Portugal inclui a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais residentes contraíram junto do exterior. O sector das Administrações Públicas contraiu a maior parte da dívida externa de Portugal. A Caixa 2 explica os conceitos utilizados neste capítulo. O elevado rácio de dívida externa portuguesa no PIB representa, assim, um entrave ao financiamento da economia como um todo.

**48. Os fluxos acumulados, ano após ano, na capacidade (ou necessidade) de financiamento, aferida 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 na Caixa 2. O stock da PII pode ser desagregado de diversas formas: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é obtido pela diferença entre ativos e passivos. No caso dos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se 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 encontra-se nos instrumentos de dívida e é obtida pela soma de passivos incluídos nas seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Assim, a dívida externa líquida é obtida através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

**49. 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.** Genericamente, a PII inclui instrumentos de dívida e capital. A sua composição entre instrumentos pode ser alterada ao longo de cada período pelas transações entre detentores destes instrumentos. No limite, pode acontecer um aumento (diminuição) do peso dos instrumentos de dívida na PII por contrapartida da diminuição (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PII.

**50. Os instrumentos de capital são considerados mais benéficos para o país que se financia do que os instrumentos de dívida, já que são pró-cíclicos com a atividade económica e as perdas num contexto de recessão são partilhadas com os credores.** Em termos gerais, os instrumentos de capital são as ações detidas pelos acionistas das empresas, enquanto os instrumentos de dívida são as obrigações emitidas pelas empresas, os empréstimos e depósitos entre instituições, bem como as obrigações do Tesouro e os bilhetes do Tesouro emitidos pelo Soberano. Os instrumentos de capital caracterizam-se, tipicamente, pela valorização (desvalorização) em períodos de expansão (recessão) económica, sendo os ganhos (as perdas) imputados ao acionista, uma vez que assume o risco no capital investido.<sup>11</sup> Adicionalmente, os instrumentos de capital que estão dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas do país, em contraste com a categoria “investimento de carteira” que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. Relativamente aos instrumentos de dívida, estes têm de ser reembolsados independentemente do ciclo económico, pelo que as perdas de uma recessão ficam no lado do devedor (desde que este não seja insolvente). Adicionalmente, os instrumentos de dívida dentro da categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se pela maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento direto”.

**51. A categoria funcional “investimento de carteira” inclui os títulos de dívida pública Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, sendo que o investidor tem maior facilidade em se desfazer dos títulos desta categoria funcional** que tenham, entretanto, ficado mais arriscados, minimizando perdas em caso de incumprimento (*default*) do emitente. Além disso, será também mais 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)

**52. A presente secção tem como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 24 de junho de 2021 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional.** Os dados encontram-se na ótica das contas nacionais. É de realçar que estes dados podem apresentar diferenças face à publicação do Banco de Portugal no âmbito das balanças corrente e de capital, as quais encontram-se medidas na ótica da balança de pagamentos.<sup>12</sup>

**53. No ano terminado no 1.º trimestre de 2021 a economia portuguesa apresentou uma capacidade de financiamento de 0,1% do PIB. O sector institucional das Administrações Públicas registou uma necessidade de financiamento (- 6,8% do PIB) neste período de quatro trimestres, enquanto o sector**

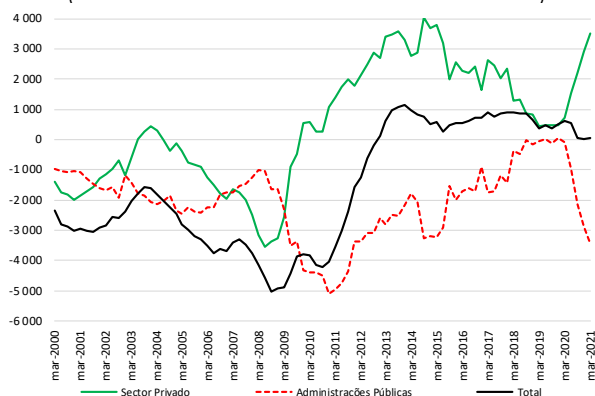
<sup>11</sup> Esta afirmação deve ser lida com cautela, pois o universo dos instrumentos de capital é heterogéneo e há fatores de valorização ou depreciação específicos de alguns setores de atividade com capacidade de se valorizarem em sentido contracíclico. Por exemplo, há segmentos de atividade económica a prosperar em plena pandemia (indústrias dos equipamentos de proteção individual, das entregas ao domicílio e parte do segmento ligado à produção de vacinas), com reflexos na valorização das suas ações.

<sup>12</sup> A ótica das contas nacionais é utilizada por INE, Comissão Europeia e Eurostat, enquanto a ótica da balança de pagamentos é utilizada por Banco de Portugal, BCE, OCDE e FMI.

**privado apresentou uma capacidade de financiamento (7,0%).** O saldo orçamental negativo das Administrações Públicas representa uma necessidade de financiamento (ou capacidade de financiamento se o saldo orçamental for positivo), o que tem implicações nos recursos gerados pela economia nacional como um todo. No ano terminado no 1.º trimestre de 2021, Portugal registou uma capacidade de financiamento de 242 M€, desagregando-se entre – 13,7 mil M€ no sector institucional das Administrações Públicas e 14,0 mil M€ no sector privado (Gráfico 12). Face ao ano terminado no 1.º trimestre de 2020, verificou-se uma deterioração da capacidade de financiamento da economia nacional como um todo, embora com evoluções opostas entre sectores institucionais: as Administrações Públicas registaram uma deterioração, enquanto as Famílias evidenciaram uma melhoria significativa. Esta evolução oposta entre sectores é determinada pela reação aos impactos e à incerteza decorrentes da pandemia de COVID-19, ou seja, as Administrações Públicas registam genericamente perdas de receita fiscal e aumentos dos apoios às famílias e empresas, enquanto uma parte do sector institucional Famílias aumentou a poupança, por motivo de precaução face à elevada incerteza em 2020.<sup>13</sup> Nesta análise, o sector privado corresponde aos sectores institucionais Famílias, Sociedades Financeiras e Sociedades Não Financeiras.

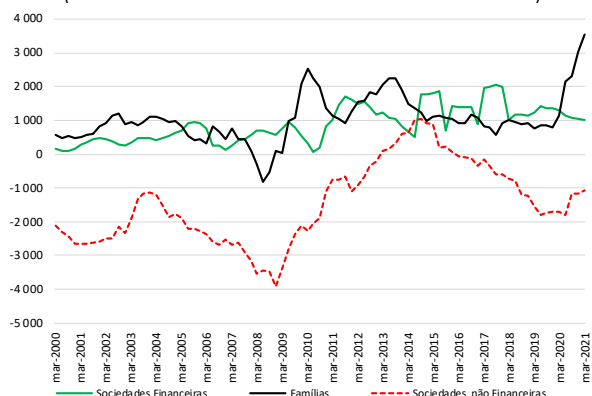
**54. Quanto à decomposição institucional do sector privado, os sectores institucionais Sociedades Financeiras e Famílias evidenciaram capacidade de financiamento, sendo que no caso das Famílias observou-se o valor nominal mais elevado desde o início da série estatística em 1999. Em sentido oposto, o sector institucional Sociedades Não Financeiras registou necessidade de financiamento.** O sector institucional Famílias registou no ano terminado no 1.º trimestre de 2021 capacidade de financiamento (Gráfico 13) no valor de 14,1 mil M€, o que reflete uma subida homóloga de 9,6 mil M€ e ao montante nominal mais elevado desde o início da série estatística em 1999. Relativamente às Sociedades Não Financeiras, este sector institucional apresentou uma necessidade de financiamento neste período de quatro trimestres no valor de 4,2 mil M€, o que corresponde a uma melhoria homóloga de 2,6 mil M€. Quanto à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta situou-se em 4,1 mil M€ no ano terminado no 1.º trimestre de 2021, sendo inferior ao verificado nos quatro trimestres homólogos em 1,2 mil M€.

**Gráfico 12 – 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 13 – 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).

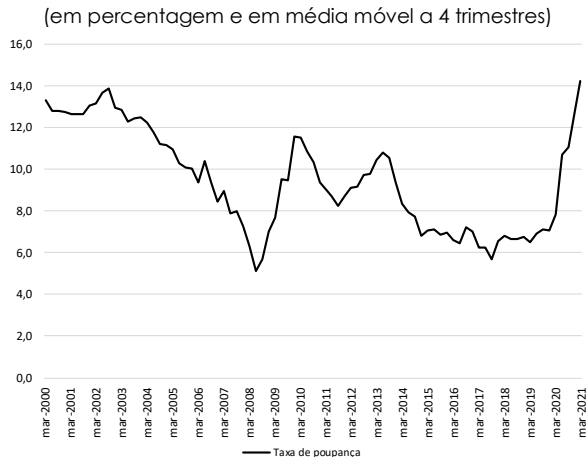
**55. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, medida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, situou-se em 14,3% no ano terminado no 1.º trimestre de 2021, sendo o nível mais elevado desde o início da série estatística em 1999.** A taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 14) evidenciava níveis baixos nos anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,7% durante o período 2015–2019. Contudo, observou-se uma alteração significativa no comportamento do sector institucional Famílias após o surgimento da pandemia: uma queda do consumo nominal em 6,5% no ano terminado no 1.º trimestre de 2021, acompanhado por uma variação de 0,2% no rendimento disponível, determinou uma subida abrupta da taxa de poupança

<sup>13</sup> É de referir que o acréscimo da capacidade de financiamento e da poupança do sector institucional Famílias desde o início da pandemia de COVID-19 reflete bastante heterogeneidade entre agregados familiares: uma parte das famílias manteve os rendimentos do trabalho e de outras fontes de rendimento, enquanto outras famílias enfrentaram descida dos rendimentos.

para 14,3%, atingindo o valor nominal mais elevado (21,2 mil M€) desde o início da série estatística. O Gráfico 14 também mostra que a taxa de poupança das Famílias, tende a subir em períodos de crise económica — repare-se nas evoluções verificadas em 2002–2003, 2009–2010, 2012–2013 e agora, em 2020–2021.

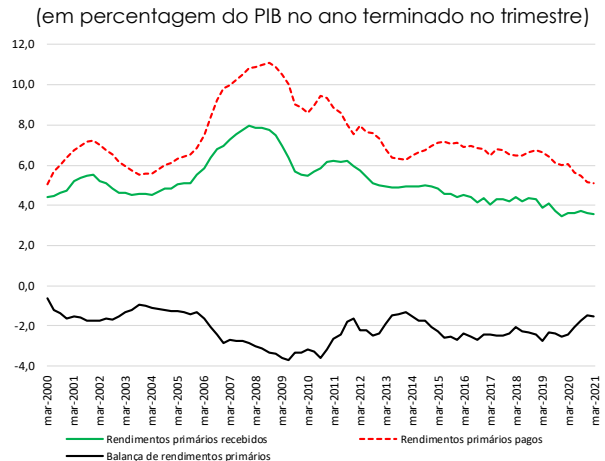
**56. O PIB nominal de Portugal tem sido, ano após ano, superior ao rendimento nacional bruto, o que é determinado pelo saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (resto do mundo). Por sua vez, este saldo negativo é a consequência do facto da posição de investimento internacional (PII) de Portugal ser significativamente negativa.** No ano terminado no 1.º trimestre de 2021, o saldo da balança de rendimentos primários situou-se em – 1,5% do PIB, sendo o registo máximo desde o ano 2014, o que significa que o diferencial entre PIB nominal e rendimento nacional bruto foi o mais baixo desde esse ano. A diferença entre o PIB nominal e o rendimento nacional bruto corresponde ao saldo da balança de rendimentos primários. Genericamente, os rendimentos primários correspondem à remuneração dos fatores produtivos, trabalho, terra e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. No ano terminado no 1.º trimestre de 2021, o peso do saldo dos rendimentos primários igualou o máximo desde o ano 2014 (– 1,5% do PIB). É de salientar que os montantes de rendimentos pagos incluem juros da dívida externa portuguesa pública e privada, os quais têm beneficiado do contexto internacional de baixo nível das taxas de juros (Gráfico 15).

**Gráfico 14 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias**



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

**Gráfico 15 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo**



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

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

**57. A informação sobre a posição de investimento internacional (PII) e a dívida externa é divulgada pelo Banco de Portugal trimestralmente nos meses de fevereiro, maio, agosto e novembro relativamente ao final do trimestre anterior. O numerador PIB nominal apurado pelo INE é conhecido trimestralmente, no final dos meses de março, junho, setembro e dezembro.** Os dados do 1.º trimestre de 2021 foram objeto de análise pela UTAO na última publicação desta coleção. Devido à ausência de informação mais recente, permanece atual a Secção 4.2 constante da publicação anterior da UTAO nesta coleção — [Relatório n.º 11/2021, Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: maio de 2021](#).

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

Esta caixa visa explicar os conceitos subjacentes às estatísticas apresentadas e apreciadas no presente capítulo.

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

A capacidade ou necessidade da economia nacional num determinado ano traduz a situação da mesma

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

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

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

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

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

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

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

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

É de salientar 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 de passivos incluídos nas seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento.

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





**UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL**

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

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