

Relatório UTAO n.º 11/2024

Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: julho de 2024

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

18 de julho de 2024

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 2024

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 11/2024

Data de publicação: 18 de julho de 2024

Data-limite para incorporação de informação: 12 de julho de 2024

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

Índice Geral

| | |
|--|-----------|
| Índice Geral..... | i |
| Índice de Gráficos..... | i |
| Índice de Caixas..... | i |
| Índice de Tabelas..... | ii |
| Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos..... | ii |
| Sumário..... | 1 |
| 1 Introdução..... | 3 |
| 2 Dívida soberana na Área do Euro..... | 4 |
| 2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana..... | 4 |
| 2.2 Decisões de política monetária do BCE..... | 7 |
| 3 Evolução da dívida pública..... | 9 |
| 3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros..... | 10 |
| 3.2 Dívida direta do Estado..... | 12 |
| 3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i> | 19 |
| 3.4 Impacto da consolidação entre subsectores no valor oficial da dívida portuguesa de <i>Maastricht</i> | 23 |
| 3.5 Dívida não financeira..... | 25 |
| 4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa..... | 26 |
| 4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)..... | 27 |
| 4.2 Posição líquida de Investimento Internacional e dívida externa (<i>stock</i>)..... | 29 |

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 2024 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa..... | 6 |
| Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa..... | 6 |
| Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: maio de 1999 a maio de 2024..... | 8 |
| Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro e Portugal: junho de 1999 a junho de 2024..... | 9 |
| Gráfico 6 – <i>Stock</i> conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro..... | 15 |
| Gráfico 7 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro..... | 16 |
| Gráfico 8 – Variação homóloga dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro..... | 16 |
| Gráfico 9 – Perfis anuais de amortização..... | 18 |
| Gráfico 10 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro..... | 18 |
| Gráfico 11 – Dívida pública de <i>Maastricht</i> , <i>stock</i> trimestral versus <i>stock</i> média trimestral do próprio ano..... | 19 |
| Gráfico 12 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> | 21 |
| Gráfico 13 – Dívida pública portuguesa detida por credores residentes e por não residentes..... | 22 |
| Gráfico 14 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes..... | 22 |
| Gráfico 15 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas..... | 26 |
| Gráfico 16 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado..... | 28 |
| Gráfico 17 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado..... | 28 |
| Gráfico 18 – Taxa de investimento das famílias..... | 28 |
| Gráfico 19 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias..... | 29 |
| Gráfico 20 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo..... | 29 |
| Gráfico 21 – Dívida externa líquida..... | 30 |
| Gráfico 22 – Posição líquida de investimento internacional..... | 30 |

Índice de Caixas

| | |
|---|----|
| Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental..... | 10 |
| Caixa 2 – Variações na exposição de entidades das AP a dívida das AP e impacto no valor desta: diferenças entre instrumentos..... | 24 |
| Caixa 3 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo..... | 30 |

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 | 11 |
| Tabela 4 – Dívida direta do Estado | 13 |
| Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida | 14 |
| Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro | 17 |
| Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de <i>Maastricht</i> por instrumento..... | 21 |
| Tabela 8 – Dívida pública de <i>Maastricht</i> detida pelas Administrações Públicas | 24 |

Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

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

Sumário

Após o final de dezembro de 2021, registou-se um movimento ascendente nas taxas de rendibilidade das dívidas soberanas na Área do Euro, embora com oscilações. Os países acompanhados nesta coleção registaram uma subida das taxas de rentabilidade dos seus títulos da dívida pública após o final de 2021. Grécia e Itália foram os países que enfrentaram os maiores acréscimos. No final de 2023, já se tinha registado um recuo destas taxas para níveis inferiores aos alcançados no final de 2022. Mais recentemente, entre 1 de janeiro e 12 de julho de 2024, estes países registaram novas subidas nas taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos, ainda que a evolução registada nos primeiros 12 dias de julho de 2024 seja a oposta.

Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos diminuíram no período compreendido entre 1 de janeiro e 12 de julho de 2024. Com exceção de Irlanda e França, os restantes países acompanhados nesta coleção, incluindo Portugal, registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2023.

Em 12 de julho de 2024, a posição da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da curva de rendimentos verificada no final de 2023, em todas as maturidades.

As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro foram efetuadas em maio de 2024 e registaram uma ligeira subida da taxa de juro nas maturidades a 10 e 14 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em junho de 2024 foram asseguradas a taxas de juro ligeiramente inferiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior.

As mais recentes decisões de política monetária, tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE), ocorreram a 6 de junho de 2024, destacando-se a redução do nível das três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base.

No que respeita ao programa de compra de ativos (Asset Purchase Programme — APP) o valor da carteira continua a diminuir, uma vez que o Eurosystema deixou de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito deste programa. Relativamente ao Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP, a decisão consistiu em continuar a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos até ao final de junho de 2024 e reduzir a carteira do programa PEPP, ao ritmo de 7500 M€ por mês, no 2.º semestre de 2024. No final de 2024, o Conselho do BCE pretende descontinuar os reinvestimentos no âmbito do PEPP.

A inflação desceu significativamente nos últimos meses, mas as pressões internas sobre os preços permanecem fortes, dado que o crescimento dos salários é elevado, sendo expectável que a inflação se mantenha acima do objetivo durante grande parte do próximo ano. Neste sentido, os especialistas do BCE projetam um crescimento económico fraco no curto prazo.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado português nos primeiros cinco meses de 2024, a emissão de dívida efetuada pelo Estado, líquida de amortizações (na ótica de tesouraria), foi superior à registada no período homólogo de 2023. A despesa (bruta) em ativos financeiros, executada no período janeiro a maio de 2024, excedeu a do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 1119 M€, mais 863 M€ do que o despendido em igual período de 2023. A execução de garantias registou valores abaixo do período homólogo, ascendendo a 50,4 M€ no período em análise. A despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino largamente maioritária as Empresas Públicas Reclassificadas (EPR), sobretudo sob a forma de dotações de capital. As dotações de capital atribuídas a EPR tiveram a seguinte distribuição por entidade: Infraestruturas de Portugal, S.A. (649,8 M€), CP — Comboios de Portugal, E.P.E. (56,5 M€) e EDIA — Empresa de Desenvolvimento e Infraestruturas do Alqueva, S.A. (5,3 M€). No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros cinco meses de 2024 ascendeu a 199 M€. Face aos valores orçamentados no OE/2024, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros cinco meses de 2024 o Estado financiou-se num montante correspondente a 82,1% do previsto para o conjunto do ano.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de maio de 2024 ficou próximo do observado no final do mês homólogo de 2023. No entanto, há a registar o aumento nos “stocks” de dívida titulada de curto prazo e a redução na de longo prazo. Relativamente à dívida não titulada, salienta-se a redução do “stock” de Certificados de Tesouro e dos empréstimos oficiais (assistência financeira), e o aumento das aplicações em Certificados de Aforo e empréstimos PRR. Em termos mensais, em maio de 2024 registou-se um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sob a forma de dívida titulada, e uma redução na dívida não titulada.

No período janeiro a maio de 2024, aumentou a despesa com juros e outros encargos da dívida, quer em termos brutos, quer em termos líquidos. Foram pagos juros líquidos no montante de 3131 M€, + 11,0% ou 310 M€ do que no período homólogo anterior. No entanto, as comissões pagas em 2024 foram inferiores às suportadas em 2023 (81 M€ no período janeiro – maio de 2023 contra 29 M€ entre janeiro – maio de 2024).

Em maio de 2024, o “stock” de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou uma diminuição face ao mês homólogo.

O perfil de amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os próximos 14 anos, mantém-se elevado, exigindo um grande volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá nas futuras operações de refinanciamento da dívida pública. A dívida a médio e longo prazos emitida até final de maio de

2024 apresenta uma maturidade média superior à emitida em anos anteriores. Contudo, a maturidade média residual da dívida direta do Estado declina suavemente desde 2016.

O rácio entre a dívida pública na ótica de "Maastricht" e o PIB diminuiu para 100,4% do PIB no final do 1.º trimestre de 2024, o que corresponde a uma redução de 12,0 p.p. face ao final do trimestre homólogo. Esta variação resulta de dois contributos: o efeito denominador (- 8,9 p.p.), decorrente da recuperação do PIB nominal, e o efeito numerador (- 3,1 p.p.), resultante da diminuição do montante nominal da dívida.

Excluindo os depósitos na dívida de "Maastricht", o rácio da dívida pública desceu para 95,4% do PIB no final do 1.º trimestre de 2024, sendo inferior (- 7,6 p.p.) ao registado no final do trimestre homólogo. Consequentemente, o peso dos depósitos diminuiu de 9,4% do PIB no 1.º trimestre de 2023 para 5,1% do PIB no 1.º trimestre de 2024.

Em valor nominal, a dívida pública ascendeu a 277,1 mil M€ no final de maio de 2024, o que reflete uma redução homóloga de 2,9 mil M€. Além disso, a dívida de "Maastricht" líquida de depósitos caiu entre o final de maio de 2023 (256,4 mil M€) e o final de maio de 2024 (261,5 mil M€), o que representa uma queda de 5,2 mil M€. O montante dos ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas situou-se de 15,6 mil M€ no final de maio de 2024, o que reflete uma queda homóloga de 8,0 mil M€.

Na comparação com o final de 2023, os primeiros cinco meses registam agravamento da dívida. Em termos nominais, passou de 263,1 mil M€ em 31 de dezembro para 277,1 mil M€ em 31 de maio de 2024. A 31 de março, valia 100,4% do PIB, contra 99,1% três meses antes.

A 30 de abril de 2024, a composição das aplicações por parte de entidades do sector das Administrações Públicas em dívida pública era a seguinte: 25,3 mil M€ em Títulos, 27,7 mil M€ em Empréstimos e 24,3 mil M€ em Depósitos. Variações na posse de Títulos impactam na dívida consolidada do sector segundo "Maastricht", ao contrário do que se passa com variações na detenção dos dois outros tipos de ativo financeiro.

Quanto à dívida comercial das Administrações Públicas, este passivo situou-se em 2808 M€ no final de abril de 2024, o que equivale a 1,0% do "stock" da dívida de "Maastricht". Em termos homólogos, verificou-se um acréscimo de 221 M€.

A dívida externa líquida em valor nominal desceu entre o final do 1.º trimestre de 2023 (157,2 mil M€) e o final do 1.º trimestre de 2024 (139,7 mil M€), o que se reflete numa melhoria da Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII). Em percentagem do PIB, a trajetória beneficiou dos contributos do efeito numerador (valor nominal da dívida externa) e do efeito denominador (PIB nominal). A dívida externa líquida é avaliada a preços de mercado e, como tal, desce automaticamente com a descida dos preços dos passivos e com a subida do preço dos ativos subjacentes. Com efeito, a subida do preço de mercado de um título de dívida decorre da descida da taxa de juro implícita no mercado. Entre o final do ano 2023 e o final do 1.º trimestre de 2024, a PLII beneficiou do efeito preço no montante de 7,6 mil M€.

O peso da dívida externa líquida de Portugal no PIB diminuiu de 63,3% no final do 1.º trimestre de 2023 para 51,8% no final do 1.º trimestre de 2024. Este resultado foi determinado pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 4,2 p.p. do PIB e dos restantes sectores institucionais em 7,3 p.p..

É de referir que a dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurossistema é estatisticamente classificada como dívida pública detida por sector institucional residente. O "stock" de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal situou-se em 66,0 mil M€ no final de abril de 2024, o que compara com o máximo da série estatística em setembro de 2022 (73,9 mil M€) e com o "stock" de 1,7 mil M€ no final de 2014, ano anterior ao início do programa de compras de ativos.

Com efeito, verificou-se um aumento da PLII em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa (semelhante ao nível verificado imediatamente antes da crise financeira global iniciada em 2008). Passou de - 80,3% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023 para - 67,7% no final do 1.º trimestre de 2024. A dívida externa líquida de Portugal é historicamente a principal fonte de financiamento da economia portuguesa, visto que é a maior componente da PLII.

1 Introdução

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

2. A Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO) agradece às entidades que produziram as fontes de informação utilizadas neste relatório. São as organizações devidamente identificadas em notas de rodapé aos gráficos e tabelas. No caso de mercados e dívida pública direta do Estado, agradece-se a informação transmitida pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E.P.E. (IGCP, E.P.E.).

3. Sempre que apropriado, a variação dos agregados financeiros em 2024 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2023 e com os valores previstos para o conjunto do ano 2024 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/2024). 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 2024, pese embora nem todas as variáveis apresentem a mesma data de corte. O presente relatório tem como horizonte temporal de referência o período janeiro a julho de 2023, apresentando, contudo, dados com diferentes datas de fecho. Para cada variável analisada, foi utilizada a informação mais recente à data-limite para incorporação de dados neste relatório. Assim, no caso do Capítulo 2, a Secção 2.1, que aborda os mercados da dívida soberana, usou a informação disponível até 12 de julho de 2024 e a Secção 2.2 dá conta das mais recentes decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tomadas na reunião de 6 de junho de 2024. Esta secção elenca também a evolução das taxas de inflação na Área do Euro e Portugal, tendo a última extração de dados ocorrido em 10 de julho de 2024. Relativamente ao Capítulo 3, que versa sobre a restrição de tesouraria do Estado e a dívida pública nas duas óticas contabilísticas, o período de referência é janeiro a maio de 2024 relativamente à restrição de tesouraria do Estado, evolução da dívida direta do Estado e despesa com juros. No tocante às análises que respeitam às operações de emissão e amortização de dívida pública, foi possível incorporar informação disponibilizada até 12 de julho de 2024. 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 2024, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — maio de 2024 e o valor nominal desagregado por subsector emissor e detentor institucional — abril de 2024. Por fim, no Capítulo 4 foram utilizados dados da Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa (1.º trimestre de 2024) divulgadas pelo Banco de Portugal. Os dados das contas nacionais trimestrais por sector institucional do 1.º trimestre de 2024 foram divulgados pelo INE em 24 de junho de 2024.

5. O relatório encontra-se estruturado em quatro capítulos. O Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com destaque para a evolução mais recente, até 12 de julho de 2024. A dívida pública portuguesa é o objeto de análise no Capítulo 3. Caracteriza os movimentos nos vários instrumentos de financiamento direto do Estado, a evolução da dívida pública na aceção de *Maastricht* — distinguindo as evoluções por subsectores emissores e sectores institucionais detentores — e ainda o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços. Este número mantém a inovação temática introduzida no número anterior relativa ao impacto das operações dentro do sector das Administrações Públicas (AP) no *stock* da dívida de *Maastricht*. Por fim, o Capítulo 4 informa o leitor sobre o financiamento da economia portuguesa, decompondo entre sectores público e privado. Uma caixa encerra o relatório, para explicar os conceitos de contas externas usados no Capítulo 4.

2 Dívida soberana na Área do Euro

6. Este capítulo encontra-se organizado em duas secções. A Secção 2.1 apresenta indicadores de rentabilidade e prémio de risco da dívida pública portuguesa e de uma seleção de Estados-Membros (EM) da união monetária europeia. A Secção 2.2 dá conta das mais recentes decisões de política monetária tomadas pelo Eurosystema até à data de fecho do presente relatório.

2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

7. Os países elencados na Tabela 1 registaram uma subida das taxas de rentabilidade dos seus títulos da dívida pública após o final de 2021. Grécia e Itália foram os países que enfrentaram os maiores acréscimos. No final de 2023, já se tinha registado um recuo destas taxas para níveis inferiores aos alcançados no final de 2022. Mais recentemente, entre 1 de janeiro e 12 de julho de 2024, todos os países elencados na Tabela 1 registaram novas subidas nas taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos, ainda que a tendência registada nos primeiros 12 dias de julho de 2024 seja a oposta. A 12 de julho de 2024, Portugal e todos os restantes sete países elencados na Tabela 1 registavam taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos superiores às que haviam sido alcançadas no final de dezembro de 2023: Portugal (+ 0,45 p.p.), Grécia (+ 0,42 p.p.), Itália (+ 0,10 p.p.), Espanha (+ 0,28 p.p.), Irlanda (+ 0,52 p.p.), Bélgica (+ 0,46 p.p.), França (+ 0,60 p.p.) e Alemanha (+ 0,47 p.p.). Contudo, a tendência dos mercados no período mais recente, nos primeiros 12 dias de julho de 2024, foi a oposta: a generalidade dos países elencados na Tabela 1 registou descidas nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos: Portugal (- 0,16 p.p.), Grécia (- 0,27 p.p.), Itália (- 0,28 p.p.), Espanha (- 0,16 p.p.), Irlanda (- 0,07 p.p.), Bélgica (- 0,08 p.p.), França (- 0,14 p.p.); a Alemanha registou uma variação nula neste período (0,00 p.p.). A 12 de julho de 2024, quatro dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rentabilidade superiores aos 3,08% dos títulos portugueses, encontrando-se nesta condição os títulos de Itália (3,79%), Grécia (3,47%), Espanha (3,26%) e França (3,15%).

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

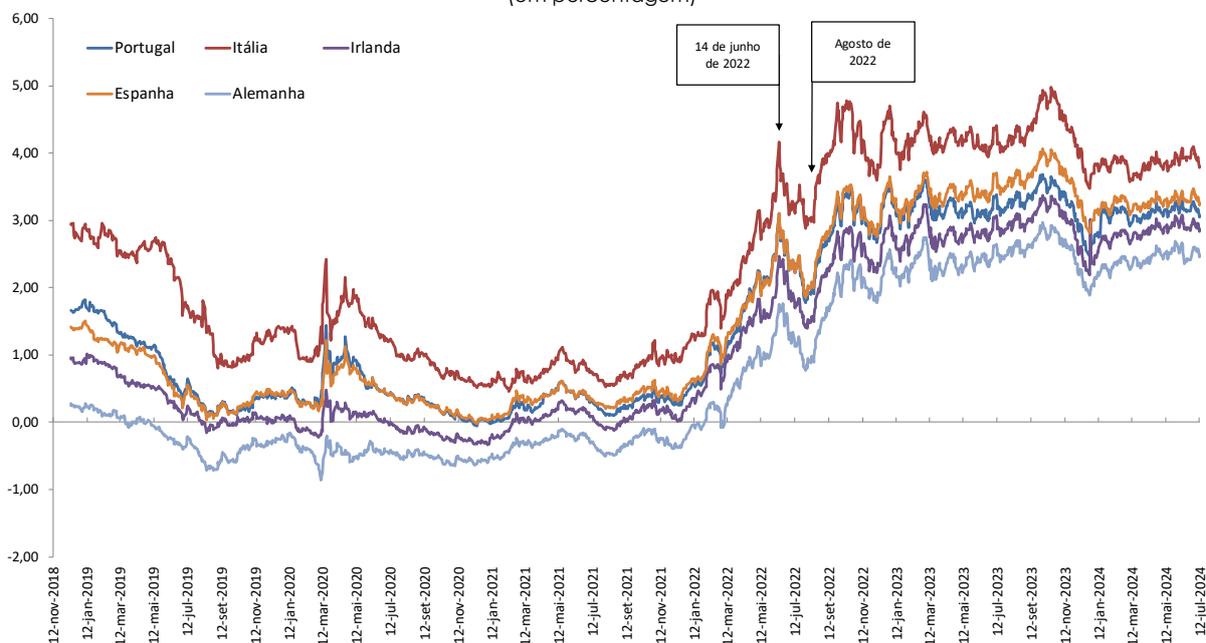
| | 30 dez. 2015 | 30 dez. 2016 | 29 dez. 2017 | 28 dez. 2018 | 30 dez. 2019 | 31 dez. 2020 | 30 dez. 2021 | 30 dez. 2022 | 29 dez. 2023 | 30 jun. 2024 | 12 jul. 2024 | Variação entre 30/jun. e 12/jul. (em p.p.) | Variação desde o início do ano (em p.p.) |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|--|
| Portugal | 2,50 | 3,75 | 1,91 | 1,71 | 0,43 | 0,03 | 0,46 | 3,58 | 2,63 | 3,24 | 3,08 | -0,16 | 0,45 |
| Grécia | 8,29 | 7,11 | 4,12 | 4,40 | 1,43 | 0,62 | 1,31 | 4,57 | 3,05 | 3,74 | 3,47 | -0,27 | 0,42 |
| Itália | 1,59 | 1,81 | 2,01 | 2,74 | 1,41 | 0,54 | 1,17 | 4,70 | 3,69 | 4,07 | 3,79 | -0,28 | 0,10 |
| Espanha | 1,77 | 1,38 | 1,56 | 1,41 | 0,46 | 0,04 | 0,56 | 3,65 | 2,98 | 3,42 | 3,26 | -0,16 | 0,28 |
| Irlanda | 1,15 | 0,74 | 0,66 | 0,90 | 0,11 | -0,29 | 0,24 | 3,08 | 2,35 | 2,94 | 2,87 | -0,07 | 0,52 |
| Bélgica | 0,97 | 0,53 | 0,63 | 0,77 | 0,09 | -0,39 | 0,18 | 3,21 | 2,60 | 3,14 | 3,06 | -0,08 | 0,46 |
| França | 0,99 | 0,68 | 0,78 | 0,70 | 0,12 | -0,34 | 0,19 | 3,11 | 2,56 | 3,30 | 3,15 | -0,14 | 0,60 |
| Alemanha | 0,63 | 0,20 | 0,42 | 0,24 | -0,19 | -0,57 | -0,18 | 2,56 | 2,02 | 2,50 | 2,50 | 0,00 | 0,47 |

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

8. Após o final de dezembro de 2021, registou-se um movimento ascendente nas taxas de rentabilidade das dívidas soberanas na Área do Euro, embora com oscilações. Após um período de contração, que se iniciou no segundo trimestre de 2021, as taxas de rentabilidade das dívidas soberanas mantiveram-se em níveis relativamente baixos até ao final de 2021 (Gráfico 1). Com efeito, em 17 de dezembro de 2021, de entre os oito países elencados na Tabela 1, três registaram taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos negativas: Alemanha (- 0,38%), Bélgica (- 0,04%) e França (- 0,03%). Dos restantes países, apenas a Grécia enfrentava taxas de rentabilidade superiores à unidade: Irlanda (0,02%), Portugal (0,25%), Espanha (0,33%), Itália (0,89%) e Grécia (1,19%). Após esta data, iniciou-se um movimento de subida das taxas de juro da dívida soberana. Apenas duas semanas depois, no final de 2021, somente a Alemanha mantinha taxa de rentabilidade negativa para os títulos soberanos a 10 anos (Tabela 1). O primeiro semestre de 2022 (até 14 de junho) caracterizou-se por uma tendência de crescimento das taxas de juro das dívidas soberanas. No dia 15 de junho de 2022, realizou-se uma reunião extraordinária do Conselho do BCE, face ao agravamento dos juros das dívidas soberanas dos países da Área do Euro. No dia 14 de junho de 2022, a Alemanha registou uma *yield* de 1,75% para os seus títulos a 10 anos, o

que representou um novo máximo desde 22 de janeiro de 2014. No caso de Portugal, em 14 de junho de 2022 a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendeu a 3,10%, sendo necessário recuar até 14 de julho de 2017 para encontrar um nível superior. Na sequência da reunião *ad hoc* do Conselho do BCE, ocorrida a 15 de junho de 2022, assistiu-se a um movimento de redução das *yields* a 10 anos, tal como ilustrado no Gráfico 1 abaixo. Este movimento foi interrompido no início de agosto de 2022, iniciando-se um período de subida acentuada das taxas de rendibilidade que durou até 7 de novembro de 2022. Desde essa data, as taxas de rendibilidade mantiveram-se relativamente elevadas até ao início do 4.º trimestre de 2023, altura em que registaram um máximo. Após o início de outubro de 2023, assistiu-se a um movimento de contração das taxas de rendibilidade nos títulos a 10 anos, para valores inferiores aos registados no final de 2022. Com efeito, em 29 de dezembro de 2023, a Alemanha registou uma *yield* de 2,02% para os seus títulos a 10 anos, o que representa uma descida de 0,54 p.p. face ao final de 2022. De forma idêntica, os restantes países elencados na Tabela 1 e no Gráfico 1 abaixo acompanharam esta evolução. Para Portugal, em 12 de julho de 2024, a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendia a 3,08%, registando uma subida de 0,45 p.p. desde o início de 2024; os restantes países evoluíram no mesmo sentido.

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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

9. Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos diminuíram no período compreendido entre 1 de janeiro e 12 de julho de 2024. Com exceção da Irlanda e da França, os restantes países elencados na Tabela 2, incluindo Portugal, registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2023. O prémio de risco de uma dívida soberana poder ser medido de várias formas. Uma delas é através da diferença de rendibilidade do instrumento desse país face ao título alemão com a mesma maturidade. Com exceção da Irlanda e da França, os restantes países listados na Tabela 2 apresentaram uma redução dos seus prémios de risco face ao nível registado no final de 2023. Itália e Espanha registavam, em 12 de julho de 2024, as reduções mais significativas nos prémios de risco, face ao final do ano anterior: -37,2 e -19,6 p.b., respetivamente. Grécia, Portugal e Bélgica também apresentavam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana inferiores aos registados no início do ano (variações de -5,6, -2,3 e -1,5 p.b., respetivamente). Em sentido contrário, França e Irlanda registaram um acréscimo dos seus prémios de risco a 12 de julho de 2024, face ao final de 2023: +12,3 e +4,7 p.b., respetivamente. Em termos relativos, no final de 2015 Portugal apresentava o segundo nível mais elevado, de entre as sete dívidas observadas, com 188 p.b., posição que mantinha no final de 2016, com 354 p.b.. Nos anos seguintes, o prémio de risco da dívida italiana ultrapassou o da dívida portuguesa. No final de 2023, Portugal ocupava o quarto lugar entre os países com maior prémio de risco (60 p.b.), abaixo de Itália (167 p.b.), da Grécia (103 p.b.) e da Espanha (96 p.b.). Entre 1 de janeiro e 12

de julho de 2024, Portugal registou uma diminuição do prémio de risco em 2,3 p.b., sendo a quarta maior descida de entre todos os países elencados na Tabela 2. Itália, Espanha e Grécia registaram diminuições no prémio de risco dos títulos a 10 anos superiores à portuguesa. Com efeito, em 12 de julho de 2024 o prémio de risco da dívida portuguesa valia 58 p.b. (o quinto mais elevado), um valor inferior aos de França (66 p.b.) e Espanha (76 p.b.), e muito inferior aos de Grécia (97 p.b.) e Itália (130 p.b.) — ver Tabela 2.

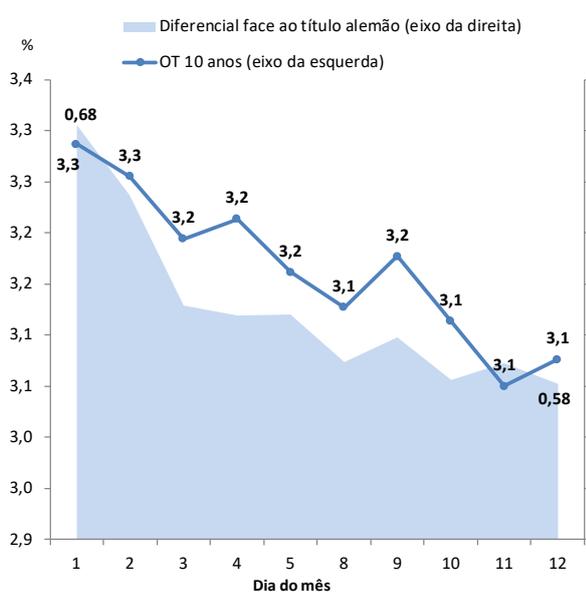
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos
(em pontos-base)

| | 30 dez. 2015 | 30 dez. 2016 | 29 dez. 2017 | 28 dez. 2018 | 30 dez. 2019 | 31 dez. 2020 | 30 dez. 2021 | 30 dez. 2022 | 29 dez. 2023 | 30 jun. 2024 | 12 jul. 2024 | Varição entre 30/jun. e 12/jul. (em p.b.) | Varição desde o início do ano (em p.b.) |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|---|
| Portugal | 188 | 354 | 149 | 148 | 62 | 60 | 64 | 101 | 60 | 74 | 58 | -15,7 | -2,3 |
| Grécia | 766 | 690 | 369 | 416 | 161 | 119 | 150 | 200 | 103 | 124 | 97 | -27,1 | -5,6 |
| Itália | 97 | 161 | 158 | 250 | 160 | 111 | 135 | 213 | 167 | 157 | 130 | -27,6 | -37,2 |
| Espanha | 114 | 118 | 113 | 117 | 65 | 62 | 74 | 108 | 96 | 92 | 76 | -15,6 | -19,6 |
| Irlanda | 52 | 54 | 24 | 66 | 30 | 28 | 42 | 51 | 33 | 45 | 38 | -6,9 | 4,7 |
| França | 36 | 48 | 36 | 47 | 30 | 23 | 38 | 54 | 54 | 80 | 66 | -14,1 | 12,3 |
| Bélgica | 34 | 32 | 20 | 53 | 27 | 18 | 36 | 64 | 58 | 64 | 57 | -7,3 | -1,5 |

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

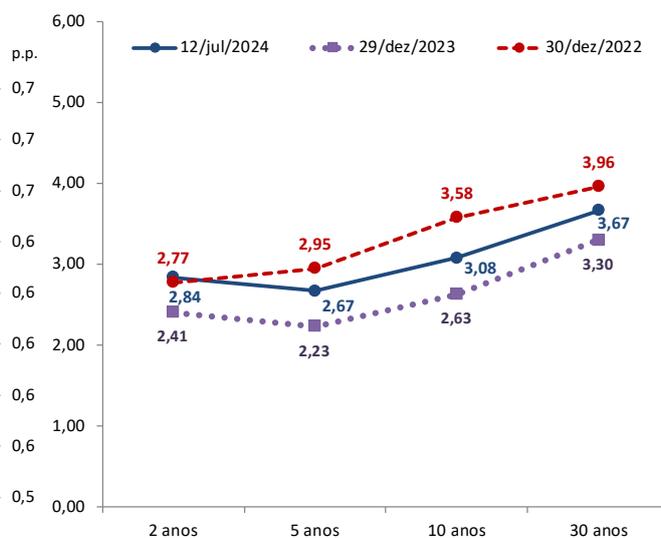
10. Em 12 de julho de 2024, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2023. Em 12 de julho de 2024, a posição da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da curva de rendimentos verificada no final de 2023, em todas as maturidades. Quando comparada com a curva de rendimentos registada no final de 2022, a situação atual evidencia uma descida em quase todas as maturidades (Gráfico 3) — excetua-se a maturidade a 2 anos, em que se registam valores próximos. No período compreendido entre 31 de dezembro de 2023 e 12 de julho de 2024, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se para cima, refletindo um aumento das respetivas taxas de rentabilidade neste período. Tendo como perspetiva um período mais alargado, é de referir que a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa registada atualmente é inferior à do final de 2022 (com exceção dos títulos com maturidade a 2 anos). Com efeito, no final de 2022 os títulos da dívida portuguesa com maturidade a cinco, 10 e 30 anos registavam taxas de rentabilidade de 2,95%, 3,58% e 3,96, respetivamente, pontos dos quais se distancia significativamente a 12 de julho de 2024.

Gráfico 2 – Evolução diária em julho de 2024 da taxa de rentabilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

2.2 Decisões de política monetária do BCE

11. As mais recentes decisões de política monetária, tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE), ocorreram a 6 de junho de 2024, destacando-se a redução do nível das três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base. A estratégia de política monetária do BCE decorre do mandato que lhe foi conferido pelo Tratado da União Europeia e pelo Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Neste sentido, as decisões de política monetária têm em conta o mandato atribuído ao BCE e a manutenção da estabilidade de preços, cujo objetivo se traduz numa inflação de 2% no médio prazo; refletem a avaliação do Conselho do BCE sobre as perspetivas de inflação, a dinâmica da inflação subjacente e a eficácia da transmissão da política monetária. Assim, assinalam-se, de seguida, as mais recentes decisões do Conselho do BCE norteadoras da política monetária prosseguida atualmente pela instituição:

- **Redução das três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base.** A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito foram reduzidas em 25 p.b., para os níveis de 4,25%, 4,50% e 3,75%, respetivamente;
- **O Conselho do BCE decidiu continuar com a normalização do balanço do Eurosistema.** Relativamente às aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme* — PEPP), com uma dotação total de 1850 mil M€, o Conselho do BCE tenciona: i) continuar a reinvestir a totalidade dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos ao abrigo do PEPP até ao final de junho de 2024; ii) no 2.º semestre de 2024, reduzir a carteira do programa PEPP, ao ritmo de 7500 M€ por mês; iii) descontinuar os reinvestimentos no âmbito do PEPP no final de 2024;
- **A carteira do programa de compra de ativos (*Asset Purchase Programme* — APP) continua a diminuir.** O Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vencidos a partir de julho de 2023, que haviam sido adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos — APP; no final de junho de 2024, a carteira de ativos detidos pelo Eurosistema ascendeu a 2 834 940 M€, menos 23 944 M€ do que no final de maio de 2024.

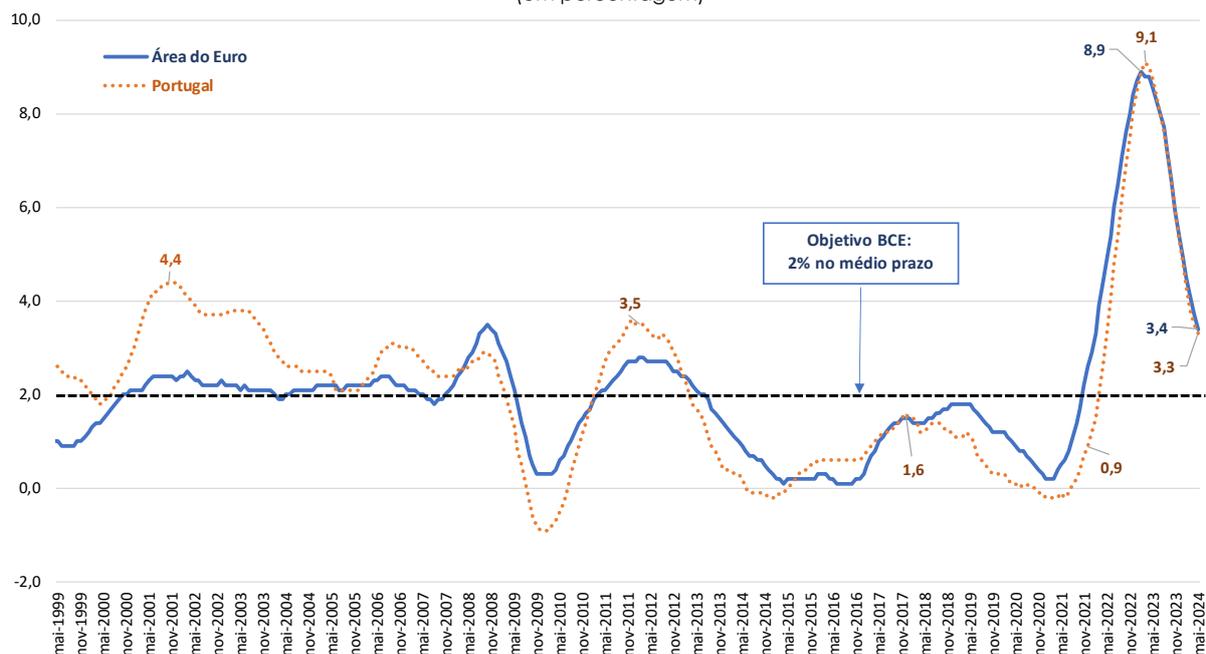
12. A inflação desceu significativamente nos últimos meses, mas as pressões internas sobre os preços permanecem fortes, dado que o crescimento dos salários é elevado, sendo expectável que a inflação se mantenha acima do objetivo durante grande parte do próximo ano. Neste sentido, os especialistas do BCE projetam um crescimento económico fraco no curto prazo. As mais recentes projeções para a inflação global e a inflação subjacente elaboradas pelos especialistas do Eurosistema foram revistas em alta para 2024 e 2025, face às anteriores projeções de março. Os especialistas projetam agora que a inflação total deverá ascender, em média a 2,5% em 2024, 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026. Relativamente à *inflação subjacente*, que exclui os preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, projetam 2,8% em 2024, 2,2% em 2025 e 2,0% em 2026.¹ Identificam-se elevadas pressões internas sobre os preços, nomeadamente as que decorrem do forte crescimento dos custos unitários do trabalho. Neste contexto, os especialistas do Eurosistema projetam um crescimento económico relativamente fraco para a Área do Euro, no curto prazo: 0,9% em 2024, 1,4% em 2025 e 1,6% em 2026.

13. Desde a criação do euro, a taxa de inflação da Área do Euro (taxa de variação da média móvel a doze meses) apenas superou os 2,5% em três períodos, num total de cerca de 55 meses. Durante a crise financeira e a crise das dívidas soberanas, a volatilidade da inflação acentuou-se. A partir do terceiro trimestre de 2012 até final do primeiro trimestre de 2021, o nível da taxa caiu até níveis próximos de zero. No período mais recente, a inflação da Área do Euro registou uma trajetória de crescimento acentuado, até fevereiro de 2023, altura em que atingiu o máximo global (8,9%). Desde março de 2023, tem vindo a registar sucessivas contrações, mantendo-se, contudo, elevada face ao objetivo do BCE. Em termos históricos, a taxa de inflação da Área do Euro tem-se mantido, globalmente, próxima ou abaixo do objetivo de médio prazo para a inflação (2%) — a evolução para Portugal e a média da Área do Euro são apresentadas no Gráfico 4. Apenas em três períodos bem definidos cronologicamente é que este indicador superou os 2,5%: entre abril de 2008 e março de 2009 (12 meses), entre outubro de 2011 e outubro de

¹ O cabaz abrangido pelo conceito de inflação subjacente exclui os produtos com os preços tipicamente mais voláteis, a saber, os produtos energéticos e os produtos alimentares não-processados.

2012 (13 meses) e a partir de dezembro de 2021 (30 meses). Em todos os outros momentos, este indicador manteve-se abaixo de 2,5%, nunca tendo registado valores negativos. Importa salientar o facto de se terem registado valores próximos de zero (abaixo de 0,5%) no início da crise financeira (novembro de 2009 a abril de 2010), entre dezembro de 2014 e janeiro de 2017 e entre novembro de 2020 e abril de 2021. Com o surgimento da crise financeira de 2008 e da crise das dívidas soberanas nos anos seguintes, a volatilidade da taxa de inflação aumentou, a par daquela queda a pique no nível. Nos meses mais recentes, designadamente a partir de abril de 2021, a inflação da Área do Euro, medida pela taxa de variação da média móvel a doze meses, iniciou uma trajetória de crescimento acentuado, alcançando 2,6% em dezembro de 2021, 8,4% em dezembro de 2022, 8,9% em fevereiro de 2023 (máximo desta série), 5,4% em dezembro de 2023 e 3,4% em maio de 2024 — Gráfico 4.

Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: maio de 1999 a maio de 2024
(em percentagem)



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

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

Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro e Portugal: junho de 1999 a junho de 2024
(em percentagem)



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

$$\pi'_t = \left(\frac{IHPC_t}{IHPC_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

14. A inflação tem oscilado mais em Portugal do que na média da Área do Euro. Este facto pode ser constatado ao comparar-se a amplitude das oscilações da curva azul (média da Área do Euro) com a da curva com picotado vermelho no Gráfico 4. Os máximos e os mínimos locais no período relativamente longo (fevereiro de 1999 a maio de 2024) são mais acentuados na curva portuguesa. Uma situação parecida, embora menos extremada, acontece com o indicador alternativo, a taxa de inflação homóloga (Gráfico 5). O indicador no Gráfico 4 é a média móvel a 12 meses do indicador no Gráfico 5, o que explica o facto de aquele flutuar numa manga mais estreita do que este. Esta característica é verdadeira, por definição, para as duas economias representadas.

3 Evolução da dívida pública

15. Este capítulo analisa a restrição de tesouraria do Estado e a evolução da dívida pública em várias dimensões. Na Secção 3.1, é analisada a restrição de tesouraria do Estado, com destaque para as necessidades líquidas de financiamento enfrentadas por este subsector e os movimentos com ativos e passivos financeiros que lhe estão subjacentes. Na Secção 3.2, é examinada a evolução da dívida direta do Estado em termos mensais e face ao período homólogo, com detalhe para os passivos titulados e não titulados e os empréstimos oficiais efetuados ao abrigo do PAEF e das iniciativas europeias SURE e PRR.² É também analisada a despesa com juros e outros encargos da dívida pública. As novas emissões de dívida pública, as condições em que foram efetuadas e os perfis de amortização a curto, médio e longo prazos concluem esta secção. A Secção 3.3 analisa a dívida pública na definição de *Maastricht* e procede à sua desagregação por subsectores para conhecer os desenvolvimentos consolidados na Administração Central, bem como nas Administrações Regional e Local. A nova temática relativa à redução da dívida de *Maastricht* pelo efeito de consolidação entre subsectores é analisada na Secção 3.4. Por fim, na Secção 0 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até setembro de 2023.

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

PRR — Plano de Recuperação e Resiliência.

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

16. A restrição de tesouraria do subsector Estado, calculada na ótica da contabilidade pública, encontra-se espelhada na Tabela 3, evidenciando: execuções anuais (CGE) de 2018 a 2023, execução em 2024 (de janeiro a maio), em termos mensais e acumulados, previsão para o ano completo de 2024 (OE/2024) e a variação entre a execução de 2023 e a de 2024. A primeira linha da tabela ("Receita líquida proveniente de passivos financeiros") identifica a diferença entre a receita obtida em operações com passivos financeiros e a despesa paga em operações com passivos financeiros do subsector Estado. Por definição contabilística, esta grandeza é igual à diferença entre duas parcelas. A primeira é a soma do saldo total com a "despesa líquida em ativos financeiros"; a segunda é a soma do saldo global com o saldo da gerência anterior. A Caixa 1 abaixo explica a construção da restrição de tesouraria do Estado que se encontra quantificada na Tabela 3.

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

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

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

As letras *R* e *D* designam receita e despesa, respetivamente, e os índices inferiores *PF* e *AF* representam passivos financeiros e ativos financeiros, também respetivamente. 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 ($S_{GerenciaAnterior}$).

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

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

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

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

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

A primeira linha da Tabela 3 exhibe a receita líquida de passivos financeiros ($R_{PF} - D_{PF}$). As linhas seguintes mostram as aplicações desta receita líquida: financiamento do défice global, financiamento da despesa líquida em ativos financeiros e financiamento do défice transitado da gerência anterior. As execuções orçamentais de 2018, 2019, bem como a previsão orçamental para o total do ano 2023, registam valores nulos para o saldo da gerência anterior e o saldo total.

Nota: A partir da publicação do [Relatório n.º 35/2018](#), divulgado em 28 de novembro de 2018, a UTAO alterou a designação na linha 1 desta tabela para evitar confundir o leitor com um conceito consagrado na literatura económica e estatística das contas

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

17. Nos primeiros cinco meses de 2024, a emissão de dívida efetuada pelo Estado, líquida de amortizações (na ótica de tesouraria), foi superior ao registado no período homólogo de 2023. No período janeiro a maio de 2024, o Estado arrecadou uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 7716 M€, um valor que se situa 4666 M€ acima do registado em igual período de 2023. A necessidade de obter esta receita líquida derivou, em primeiro lugar, da execução orçamental, cujo défice global registado até maio de 2024 absorveu 6796 M€ desses recursos (mais 3923 M€ do que em igual período de 2023) — linha 2 da Tabela 3. Em segundo lugar, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado (linha 5) consumiu 920 M€, mais 743 M€ do que no período homólogo.

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

(em milhões de euros)

| | CGE 2018 | CGE 2019 | CGE 2020 | CGE 2021 | CGE 2022 | CGE 2023 | Execução mensal em 2024 | | | | | Execução acumulada janeiro - maio | | | Referenciais anuais | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------------------------------------|--------|--------------|------------------------|--------------|
| | | | | | | | Jan. | Fev. | Mar. | Abr. | Mai. | 2023 | 2024 | Δ 2023/24 | OE 2024 | Δ 2023/24 |
| | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6) | 7 339 | 9 499 | 16 790 | 13 773 | 9 251 | 3 455 | 996 | 1 519 | 1 312 | 2 840 | 1 049 | 3 050 | 7 716 | 4 666 | 9 395 | 5 940 |
| 2. Saldo global | -3 666 | -3 940 | -12 204 | -9 471 | -5 781 | -189 | -708 | -1 032 | -1 232 | -2 766 | -1 058 | -2 873 | -6 796 | -3 923 | -5 417 | -5 229 |
| 3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3) | 4 778 | 6 357 | 4 741 | 4 945 | 4 062 | 3 699 | 355 | 493 | 99 | 159 | 13 | 256 | 1 119 | 863 | 9 045 | 5 346 |
| 3.1 Empréstimos médio/longo prazo | 2 679 | 3 020 | 2 595 | 911 | 1 059 | 547 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 0 | 5 917 | 5 370 |
| 3.2 Dotações de Capital | 1 537 | 3 276 | 1 984 | 3 998 | 2 866 | 2 965 | 353 | 462 | 90 | 159 | 0 | 190 | 1 065 | 875 | 2 977 | 12 |
| 3.3 Outros | 562 | 62 | 163 | 36 | 137 | 187 | 0 | 31 | 8 | 0 | 13 | 64 | 52 | -12 | 151 | -36 |
| 4. Receita de ativos financeiros | 1 105 | 798 | 156 | 644 | 593 | 433 | 66 | 6 | 19 | 85 | 23 | 79 | 199 | 120 | 5 067 | 4 634 |
| 5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4) | 3 673 | 5 559 | 4 585 | 4 301 | 3 469 | 3 266 | 289 | 487 | 80 | 74 | -10 | 177 | 920 | 743 | 3 978 | 712 |
| 6. Saldo da gerência anterior | 0 | 0 | -2 | -7 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7. Saldo Total | 0 | 0 | -2 | -7 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

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

18. A despesa (bruta) em ativos financeiros, executada no período janeiro a maio de 2024, foi superior à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 1119 M€, mais 863 M€ do que o despendido em igual período de 2023. A execução de garantias registou valores abaixo do período homólogo, ascendendo a 50,4 M€ no período em análise. No período janeiro a maio de 2024, estas verbas foram destinadas, na sua grande maioria, a dotações de capital (1065 M€). O Estado despendeu também 50,4 M€ em execução de garantias (valor que compara com 78,7 M€ despendido em igual período de 2023).³ Neste capítulo, a execução entre janeiro e maio de 2023 exigiu do Estado um maior esforço financeiro, face ao período homólogo de 2023, relativamente a dotações de capital (+ 875 M€) — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros, efetuado pelo Estado, no período janeiro a maio de 2024.

19. No período compreendido entre janeiro e maio de 2024, a grande maioria da despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino as EPR, sobretudo sob a forma de dotações de capital. Nos

³ Registaram-se ainda outras despesas do Estado com ativos financeiros, relacionadas com participações em organizações internacionais (1,8 M€) e empréstimos a países terceiros (2,0 M€).

primeiros cinco meses de 2024, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 1119 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (1065 M€) e, em menor escala, por execução de garantias (50,4 M€). Em particular, da despesa efetuada em dotações de capital (1065 M€), 711,6 M€ tiveram como destino as EPR, com a seguinte distribuição por entidade:

| | |
|--|-----------|
| — Infraestruturas de Portugal, S.A | 649,8 M€; |
| — CP – Comboios de Portugal, E.P.E. | 56,5 M€; |
| — EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. | 5,3 M€. |

20. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros cinco meses de 2024 ascendeu a 199 M€. A grande maioria desta receita decorreu da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 194,6 M€, dos quais:

- 93,3 M€ por entidades da Administração Local (AdL);
- 35 M€ pela CP — Comboios de Portugal, E.P.E.;
- 30 M€ pelo Fundo de Apoio Municipal (FAM);
- 29 M€ pela Região Autónoma da Madeira, no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira da RAM.

21. Face aos valores orçamentados no OE/2024, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros cinco meses de 2024 o Estado financiou-se num montante correspondente a 82,1% do previsto para o conjunto do ano. Entre janeiro e maio de 2024, a receita líquida proveniente de passivos financeiros ascendeu a 7716 M€, 1680 M€ aquém do total previsto para o ano completo de 2024 (grau de execução de 82,1%). Para este resultado concorreu, por um lado, o facto de se ter alcançado neste período um défice global do subsector Estado de 6796 M€, cerca de 1378 M€ acima do previsto no OE/2024 para o total do ano; por outro lado, contribuiu também o facto de a despesa líquida em ativos financeiros, executada no período janeiro a maio de 2024, ter ascendido a 920 M€, um valor que se situou 3058 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 23,1%) — linha 5 da Tabela 3.

22. Para o conjunto do ano 2024, o OE aprovado prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, muito acima da execução de 2023, prevendo-se uma acentuada deterioração do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros também superior. De acordo com os valores constantes do OE/2024, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 9395 M€, mais 5940 M€ do que a execução de 2023. A previsão para 2024 tem implícito um acentuado agravamento do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para – 5417 M€ (5229 M€ abaixo do saldo orçamental do subsector Estado registado em 2023), e um aumento substancial da despesa bruta em ativos financeiros para 9045 M€ (5346 M€ acima da execução de 2023). A execução acumulada nos primeiros cinco meses de 2024 corresponde a um período ainda relativamente curto e encontra-se compilada na Tabela 3. Com efeito, nos próximos meses podem vir a ocorrer operações significativas envolvendo despesa ou receita com ativos e passivos financeiros. No entanto, o défice global alcançado até maio deste ano (– 6796 M€) regista uma degradação homóloga significativa (– 3923 M€), e representa 125,4% do valor previsto para o ano completo de 2024, sendo de referir a variabilidade intra-anual inerente à evolução do saldo orçamental.

3.2 Dívida direta do Estado

23. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de maio de 2024 ficou próximo do observado no final do mês homólogo de 2023. No entanto, há a registar o aumento nos stocks de dívida titulada de curto prazo e a redução na de longo prazo. Relativamente à dívida não titulada salienta-se a redução do stock de Certificados de Tesouro e dos empréstimos oficiais (assistência financeira), e o aumento das aplicações em Certificados de Aforro e empréstimos PRR. Em termos mensais, em maio de 2024 registou-se um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sob a forma de dívida titulada, e uma redução na dívida não titulada. A dívida direta do Estado corresponde à dívida em que o subsector Estado é o devedor efetivo. Por este motivo, este agregado apenas inclui os passivos deste

subsector, pelos quais respondem as suas receitas. Esta dívida inclui a capitalização acumulada dos juros de Certificados de Aforro. No final de maio de 2024, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 290 847 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 4064 M€ em cadeia mensal, resultante do aumento da dívida titulada (+ 5681 M€). A parcela de dívida não titulada (Outra – M/L prazo) registou uma redução mensal de 1467 M€. O acréscimo mensal da dívida titulada de médio e longo prazo ficou a dever-se ao aumento mensal do saldo de OT (Obrigações do Tesouro) em 4013 M€, decorrente das emissões realizadas no mês, nomeadamente a nova emissão sindicada da OT 3,625 JUN2054 em 3000 M€. No tocante à dívida titulada de curto prazo, registou-se um incremento mensal do stock de Bilhetes do Tesouro em 1573 M€, resultante das emissões efetuadas durante o mês de maio. Tendo por referência o final do mês homólogo de 2023, no final de maio registou-se um stock da dívida direta próximo do homólogo, ainda que tenham ocorrido alterações relevantes na estrutura da dívida. Verificou-se um aumento nos stocks de dívida titulada de curto prazo (+3148 M€) e uma redução na dívida titulada de médio e longo prazo (-1444 M€). Em sentido contrário, registou-se uma amortização nos empréstimos oficiais da EU (MEEF) de 1500 M€. No que respeita à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo do stock de Certificados de Aforro em 1413 M€ (+4,3%) e uma redução nos Certificados do Tesouro de 2128 M€ (-17,0%). No tocante aos empréstimos SURE, Portugal recebeu 6234 M€, repartidos por quatro parcelas: uma primeira fatia em 1 de dezembro de 2020, no montante de três mil M€; uma segunda *tranche* em maio de 2021, no valor de 2411 M€; uma terceira parcela em 29 de março de 2022, no valor de 523 M€; e uma quarta e última *tranche* em 14 de dezembro de 2022, no valor de 300 M€. Os empréstimos oficiais PRR aumentaram 585 M€. Relativamente aos empréstimos ao abrigo do PRR, Portugal recebeu 1654 M€, dos quais: 351 M€ em agosto de 2021, 609 M€ em maio de 2022, 109 M€ em fevereiro de 2023 e 585 M€ em dezembro de 2023. O parágrafo 28 detalha o perfil de amortização dos empréstimos SURE e PRR.

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

| | mai/2023 | abr/2024 | mai/2024 | Variação (M€) | | Variação (%) | | Estrutura da dívida (%) | |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------|--------------|
| | | | | Mensal | Homóloga | Mensal | Homóloga | mai/2023 | mai/2024 |
| Titulada | 184 846 | 180 869 | 186 550 | 5 681 | 1 704 | 3,1 | 0,9 | 63,6 | 64,1 |
| Curto prazo | 15 880 | 17 330 | 19 028 | 1 698 | 3 148 | 9,8 | 19,8 | 5,5 | 6,5 |
| Médio e longo prazo | 168 966 | 163 540 | 167 522 | 3982 | -1 444 | 2,4 | -0,9 | 58,1 | 57,6 |
| Não titulada | 48 791 | 50 307 | 48 740 | -1 567 | - 52 | -3,1 | -0,1 | 16,8 | 16,8 |
| Cert. Aforro | 32 550 | 33 967 | 33 963 | - 4 | 1 413 | 0,0 | 4,3 | 11,2 | 11,7 |
| Cert. do Tesouro | 12 519 | 10 488 | 10 391 | - 97 | -2 128 | -0,9 | -17,0 | 4,3 | 3,6 |
| Outra - ML prazo | 3 722 | 5 852 | 4 385 | -1 467 | 663 | -25,1 | 17,8 | 1,3 | 1,5 |
| Contas margem | 590 | 90 | 41 | - 49 | - 549 | -54,5 | -93,1 | 0,2 | 0,0 |
| Empréstimos Oficiais | 56 431 | 55 516 | 55 516 | 0 | - 915 | 0,0 | -1,6 | 19,4 | 19,1 |
| Empréstimos SURE (UE) | 6 234 | 6 234 | 6 234 | 0 | 0 | 0,0 | 0,0 | 2,1 | 2,1 |
| Empréstimos PRR (UE) | 1 069 | 1 654 | 1 654 | 0 | 585 | 0,0 | 54,8 | 0,4 | 0,6 |
| Assistência Financeira | 49 128 | 47 628 | 47 628 | 0 | -1 500 | 0,0 | -3,1 | 16,9 | 16,4 |
| Total | 290 659 | 286 783 | 290 847 | 4 064 | 188 | 1,4 | 0,1 | 100,0 | 100,0 |

Por memória:

| | | | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|--------|--------|-------|-------|------|------|
| Transaccionável | 173 150 | 171 774 | 177 379 | 5 605 | 4 229 | 3,3 | 2,4 | 59,6 | 61,0 |
| Não Transaccionável | 117 509 | 115 009 | 113 468 | -1 541 | -4 041 | -1,3 | -3,4 | 40,4 | 39,0 |
| Euro | 287 898 | 284 312 | 288 406 | 4 095 | 509 | 1,4 | 0,2 | 99,1 | 99,2 |
| Não euro | 2 761 | 2 471 | 2 440 | - 31 | - 320 | -1,2 | -11,6 | 0,9 | 0,8 |
| Contas margem | 590 | 90 | 41 | -49 | -549 | -54,5 | -93,1 | 0,2 | 0,0 |

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.

24. No período janeiro a maio de 2024, aumentou a despesa com juros e outros encargos da dívida, quer em termos brutos, quer em termos líquidos. No entanto, as comissões pagas neste período foram

inferiores às suportadas no período homólogo (81 M€ no período jan.-mai. de 2023 contra 29 M€ entre jan.-mai. de 2024). Em termos líquidos, isto é, descontando o efeito de juros recebidos de aplicações financeiras, registou-se um aumento homólogo desta despesa e uma diminuição dos juros recebidos pelo Estado de aplicações financeiras.⁴ Entre janeiro e maio de 2024, a despesa com juros e outros encargos da dívida pública ascendeu a 3160 M€ (penúltima linha a negrito no corpo principal da Tabela 5), refletindo um aumento de 8,9% (+ 258 M€) quando comparada com igual período do ano anterior, sendo esta subida inferior à prevista no OE/2024 para o conjunto do ano (+ 9,8%; + 656 M€). Este acréscimo foi determinado, em grande medida, pelo aumento homólogo no montante despendido com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro, em 52,2% (+ 225 M€), e com CEDIC/CEDIM, em 1080,2% (+ 140 M€). Os juros relativos aos empréstimos oficiais (PAEF, SURE e PRR) não registam pagamentos nos primeiros cinco meses de 2024 e o valor previsto para o ano 2024 é relativamente diminuto (5 M€). Os juros de Obrigações do Tesouro (OT) diminuíram 5,8% (- 117 M€). No que respeita aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros passou a positivo a partir de setembro de 2023, totalizando 49 M€ no período acumulado jan.-mai. de 2024, uma vez que os pagamentos mais recentes mais do que compensaram o peso das emissões a taxa negativa que decorreram em períodos anteriores. No que respeita a juros pagos pelo Estado sobre títulos de dívida pública detidos pelo sector institucional Famílias, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro, nos primeiros cinco meses de 2024, ascendeu a 657 M€, refletindo um acréscimo de 225 M€ (+ 52,2%) face ao período homólogo do ano anterior — Tabela 5. No final do período em análise (janeiro a maio de 2024), o montante de dívida pública sob a forma destes produtos, destinados ao sector das Famílias (CA e CT), registava uma redução homóloga que ascendeu a 714 M€, verificando-se uma alteração na sua composição: um aumento no stock de Certificados de Aforro (+ 1 413 M€) e uma diminuição no montante de Certificados do Tesouro (- 2128 M€).

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

| | CGE 2023 (M€) | Execução mensal 2023 (M€) | | | | | Execução acumulada Janeiro – Maio (M€) | | | OE 2024 (M€) | Grau de execução Janeiro – Maio (%) | |
|---|---------------|---------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--|--------------|--------------|--------------|-------------------------------------|-------------|
| | | Jan. | Fev. | Mar. | Abr. | Mai. | 2023 | 2024 | Tvh (%) | | 2023 | 2024 |
| Juros da dívida pública | 6 611 | 250 | 1 033 | 181 | 1 480 | 186 | 2 821 | 3 131 | 11,0 | 7 261 | 42,7 | 43,1 |
| Bilhetes do Tesouro | 45 | 32 | 0 | 16 | 0 | 0 | -12 | 49 | -508,6 | 182 | -26,5 | 26,7 |
| Obrigações do Tesouro | 4 195 | 0 | 840 | 0 | 1 074 | 0 | 2 032 | 1 915 | -5,8 | 3 936 | 48,4 | 48,6 |
| Empréstimos PAEF | 578 | 0 | 30 | 0 | 169 | 16 | 226 | 215 | -5,1 | 656 | 39,1 | 32,7 |
| Empréstimos SURE | 22 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 7 | -0,3 | 31 | - | 22,0 |
| Empréstimos PRR | 8 | 0 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 3 | - | 45 | 0,0 | 7,7 |
| Certif. Aforro e Tesouro | 1 312 | 138 | 127 | 131 | 127 | 134 | 432 | 657 | 52,2 | 1 662 | 32,9 | 39,5 |
| CEDIC / CEDIM | 136 | 47 | 2 | 30 | 44 | 30 | 13 | 153 | 1 080,2 | 434 | 9,5 | 35,1 |
| Outros | 316 | 26 | 33 | 0 | 67 | 7 | 123 | 133 | 7,9 | 315 | 39,1 | 42,3 |
| Comissões | 94 | 10 | 3 | 3 | 3 | 11 | 81 | 29 | -64,2 | 100 | 86,4 | 29,1 |
| Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR) | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | -0,4 | -107,7 | 5 | 100,0 | -7,4 |
| Outros | 89 | 10 | 3 | 3 | 3 | 11 | 76 | 29 | -61,2 | 95 | 85,6 | 31,1 |
| Juros e outros encargos pagos | 6 705 | 260 | 1 036 | 184 | 1 483 | 197 | 2 902 | 3 160 | 8,9 | 7 361 | 43,3 | 42,9 |
| Tvh (%) | 9,8 | 152,5 | -3,2 | 51,5 | 1,0 | 42,2 | - | - | - | 9,8% | - | - |

Por memória:

| | | | | | | | | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Juros recebidos de aplicações | 309 | 15,2 | 18,7 | 18,4 | 11,7 | 5,5 | 94,4 | 69,5 | -26,4 | 211 | 30,6 | 32,9 |
| Juros e outros encargos líquidos | 6 396 | 245 | 1 017 | 165 | 1 472 | 191 | 2 808 | 3 091 | 10,1 | 7 150 | 43,9 | 43,2 |
| Tvh (%) | 5,0 | 159,3 | -4,2 | 60,9 | 2,2 | 76,9 | - | - | - | 11,8% | - | - |

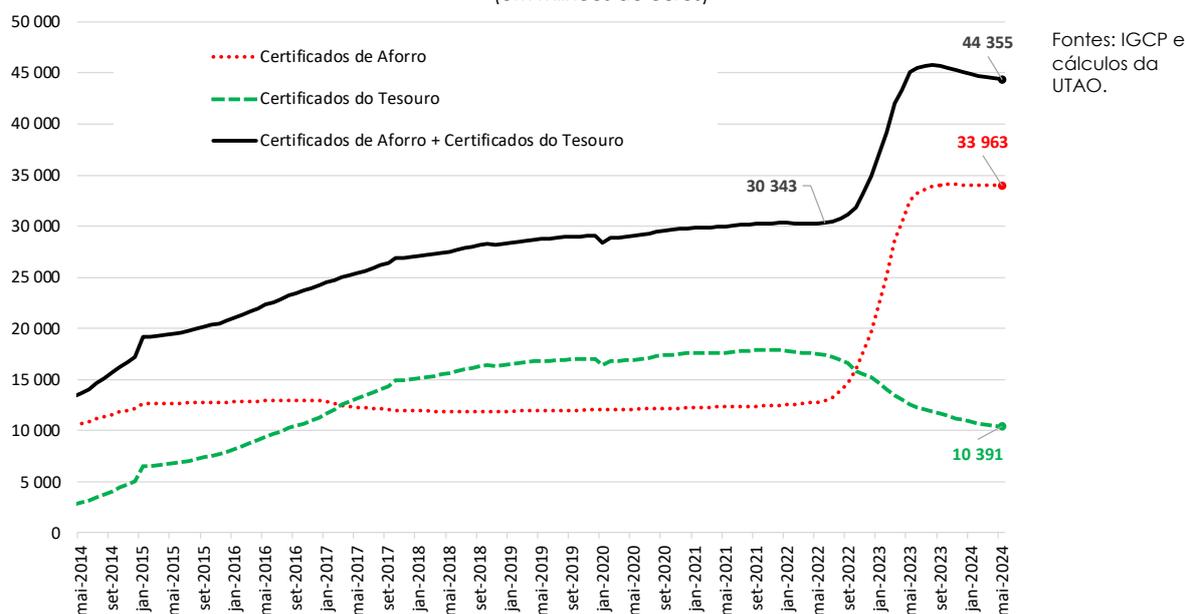
Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

25. Em maio de 2024, o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou uma diminuição face ao mês homólogo. O stock total de dívida pública detida sob a forma de Certificados de

⁴ O Estado recebeu 94,4 M€ de juros de aplicações financeiras no período janeiro a maio de 2023, e 69,5 M€ em igual período de 2024.

Aforro e Certificados do Tesouro acelerou extraordinariamente o seu crescimento entre agosto de 2022 e junho de 2023. Agosto de 2023 foi o máximo histórico, com 45 745 M€) — Gráfico 6. No final do 1.º semestre de 2022, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro alcançou o valor global de 30 343 M€. Após esta data, o stock total de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro apresentou uma sequência de acréscimos mensais mais expressiva, sem paralelo em anos anteriores. Com efeito, o valor registado em agosto de 2023 (45 745 M€) situou-se 15 403 M€ acima do alcançado no final de junho de 2022 (30 343 M€). Desde setembro de 2023 regista-se uma série de reduções mensais no stock total de CA e CT que, neste período ascende a – 1391 M€. Apesar da relativa estabilização do stock de Certificados de Aforro nos meses mais recentes (diminuição de 96 M€ desde dezembro de 2023), a queda mais acentuada nos Certificados de Aforro (diminuição de 640 M€ desde dezembro de 2023) tem feito diminuir o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias (diminuição de 736 M€ nos primeiros cinco meses de 2024). O Gráfico 7 apresenta as subscrições brutas mensais de CA e CT e o Gráfico 8 as correspondentes variações homólogas nos stocks de CA e CT.

Gráfico 6 – Stock conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro
(em milhões de euros)



26. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 33 963 M€ em maio de 2024, refletindo uma subida homóloga de 1413 M€ (Gráfico 6, Gráfico 7 e Gráfico 8). Desde abril de 2020 que se regista uma série contínua de emissões líquidas positivas de Certificados de Aforro. A interrupção ocorrida em março de 2020 refletiu um movimento pontual, de dimensão relativamente reduzida, uma vez que o valor nominal de amortizações superou o de emissões em apenas 8,3 M€. Após esta data, a emissão bruta de CA (e também a emissão líquida) retomou uma tendência de recuperação suave, que se manteve até ao final do 1.º semestre de 2022. No período mais recente, em particular entre junho de 2022 e maio de 2023, as emissões brutas de Certificados de Aforro aumentaram de forma muito mais expressiva, de forma quase “exponencial”, contribuindo para o crescimento do stock de Certificados de Aforro. Entre junho e outubro de 2023, as emissões brutas de CA mantiveram-se positivas, mas num registo decrescente, tornando-se inferiores ao volume de amortizações em outubro de 2023. Desde esta data, as emissões líquidas de CA mantiveram-se negativas. Ainda assim, em maio de 2024 o stock vivo de Certificados de Aforro refletia um acréscimo homólogo de 1413 M€.

Gráfico 7 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

(em milhões de euros)

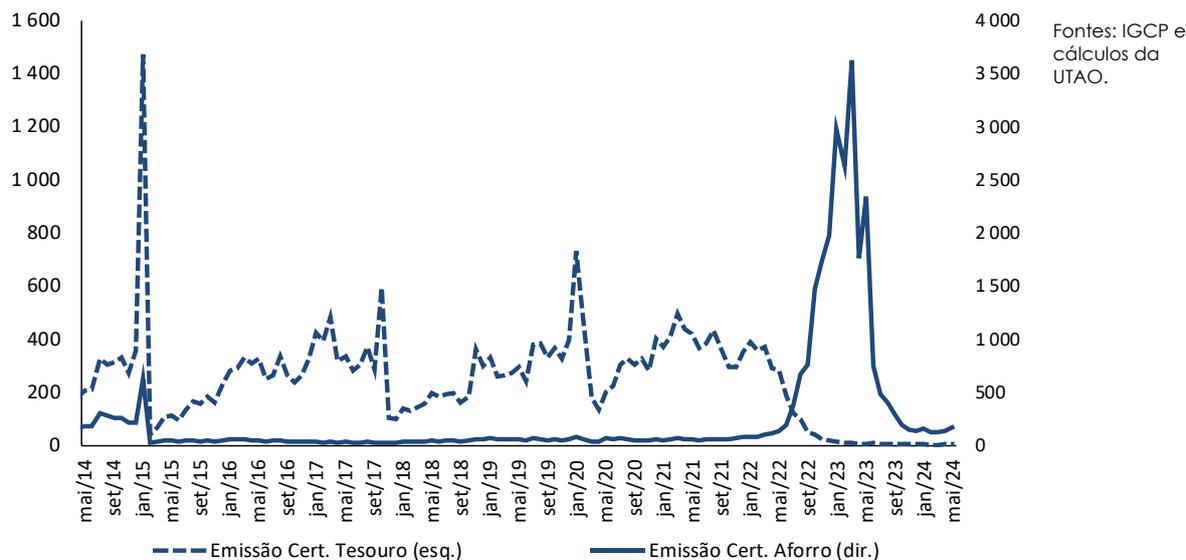
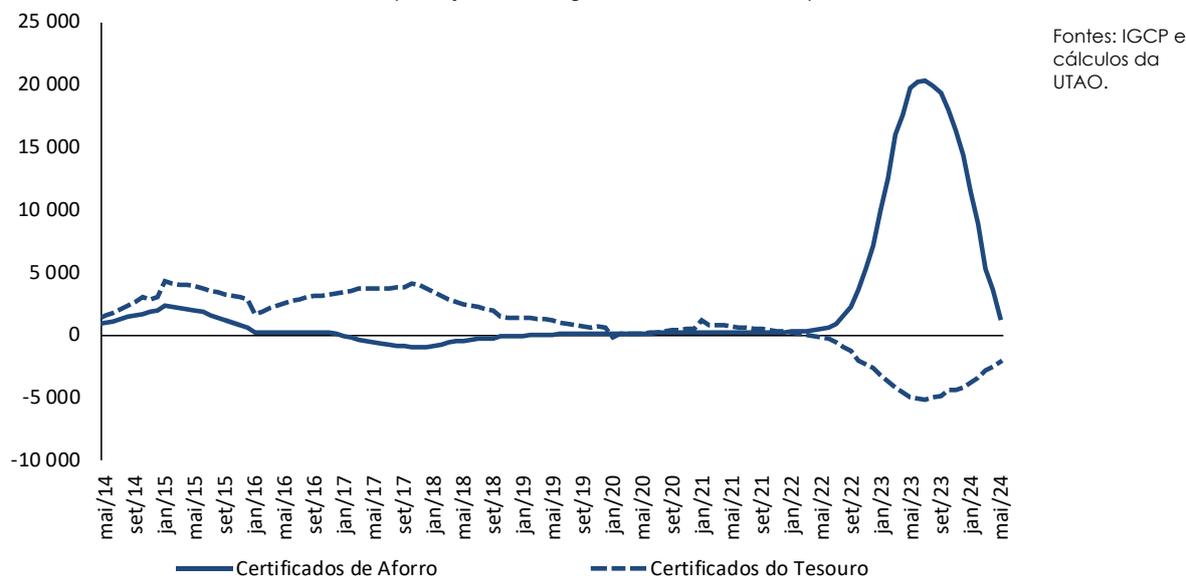


Gráfico 8 – Variação homóloga dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

(variação homóloga, em milhões de euros)



27. As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro foram efetuadas em maio de 2024 e registaram uma ligeira subida da taxa de juro nas maturidades a 10 e 14 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em junho de 2024 foram asseguradas a taxas de juro ligeiramente inferiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior. As últimas emissões tituladas aconteceram em maio e junho de 2024, para OT e BT, respetivamente. No dia 8 de maio de 2024, foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a 10 e 14 anos (Obrigações do Tesouro), respetivamente, no montante global de 1013 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 2,875% 20Oct2034, com taxa de rentabilidade de 3,075%, e OT 3,5% 18Jun2038, com taxa de rentabilidade de 3,297%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em 10 de abril de 2024, observou-se uma ligeira subida de 0,138 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 10 anos e de 0,070 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 14 anos — Tabela 6. Em sentido contrário, as emissões de BT efetuadas em junho de 2024 foram asseguradas com taxas de juro ligeiramente inferiores às verificadas em leilões anteriores para títulos com as mesmas maturidades. Com efeito, a 19 de junho de 2024 foram leiloados dois BT com maturidades a três e 11 meses, com um montante global colocado de 1500 M€ e taxas médias ponderadas de 3,646% e 3,420%, respetivamente. Estes leilões de BT registaram ligeiras reduções nas taxas de juro para estas maturidades de -0,090 p.p. e -0,031 p.p., respetivamente — Tabela 6.

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

| Instrumento | Obrigações do Tesouro | | Bilhetes do Tesouro | |
|--|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 20-out-2034 | 18-jun-2038 | 20-set-2024 | 16-mai-2025 |
| Maturidade | | | | |
| Data do leilão | 8-mai-2024 | 8-mai-2024 | 19-jun-2024 | 19-jun-2024 |
| Prazo | 10 anos | 14 anos | 3 meses | 11 meses |
| Montante Colocado (M€) | 405 | 608 | 850 | 650 |
| Montante de Procura (M€) | 736 | 991 | 1 448 | 1 622 |
| Taxa média (%) | 3,075 | 3,297 | 3,646 | 3,420 |
| <i>Por memória:</i> | | | | |
| Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %) | 10-abr-2024 2,937 | 10-abr-2024 3,227 | 20-mar-2024 3,736 | 15-mai-2024 3,451 |

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

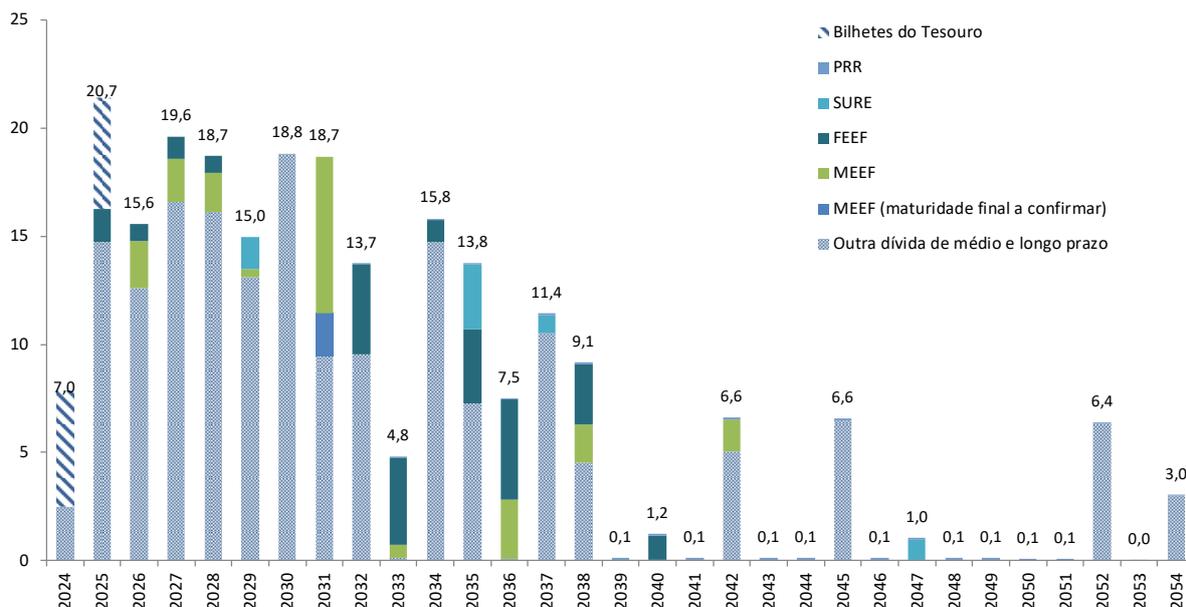
28. O perfil de amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os próximos 14 anos, mantém-se elevado, exigindo um grande volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá nas futuras operações de refinanciamento da dívida pública. Tendo por referência o stock de dívida pública de títulos de médio e longo prazos, em 12 de julho de 2024, e o perfil de amortização para o período até 2054, os maiores volumes de reembolsos concentram-se, sobretudo, nos anos 2025 a 2038 (Gráfico 9 e Gráfico 10). Excetua-se o ano 2033, no qual a amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos é relativamente diminuta. À data de 12 de julho de 2024, o stock total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2025 e 2038 ascendia a 198,9 mil M€. De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 12 de julho de 2024, na próxima década será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos nos seguintes montantes anuais: 16,3 mil M€ em 2025, 15,6 mil M€ em 2026, 19,6 mil M€ em 2027, 18,7 mil M€ em 2028, 15,0 mil M€ em 2029, 18,8 mil M€ em 2030, 18,7 mil M€ em 2031, 13,7 mil M€ em 2032, 4,8 mil M€ em 2033 e 15,8 mil M€ em 2034.⁵ O quadriénio seguinte (2035 – 2038) exigirá a amortização de títulos em cerca de 41,9 mil M€. Com o atual perfil de amortização de dívida pública, só a partir de 2038 é que o valor anual de amortizações de dívida pública a médio e longo prazos desce para valores abaixo de 10 mil M€/ano.⁶ A primeira *tranche* do empréstimo SURE, recebida em dezembro de 2020, no montante de 3000 M€, tem maturidade de 15 anos, devendo ser amortizada em 2035, ano em que o volume de amortizações de dívida a médio e longo prazos ascende a 13,8 mil M€. A segunda *tranche* dos empréstimos SURE, no valor de 2411 M€, recebida em maio de 2021, tem a sua amortização prevista para 2029 (1500 M€) e 2047 (911 M€). A terceira e quarta parcelas dos empréstimos SURE, recebidas em março e dezembro de 2022, nos montantes de 523 e 300 M€, respetivamente, deverão ser amortizadas em 2037. No tocante aos empréstimos PRR, Portugal recebeu 351 M€ em agosto de 2021, 609 M€ em maio de 2022, 109 M€ em fevereiro de 2023 e 585 M€ em dezembro de 2023, num total de 1654 M€, estando prevista a sua amortização ao longo de um período de 23 anos (2032 a 2054). Relativamente aos empréstimos do PAEF, encontram-se por reembolsar 47 628 M€, os quais se desagregam em 22 300 M€ do MEEF e 25 328 M€ do FEEF. As amortizações relativas a estes dois empréstimos encontram-se distribuídas ao longo de um período alargado (2025–2042), estando evidenciadas no Gráfico 9.

⁵ A estes montantes, acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, no montante de 5,13 mil M€ em 2025.

⁶ Nos anos 2035 a 2038 os valores de dívida pública a amortizar anualmente situam-se no intervalo [7,5 ; 13,8] mil M€.

Gráfico 9 – Perfis anuais de amortização

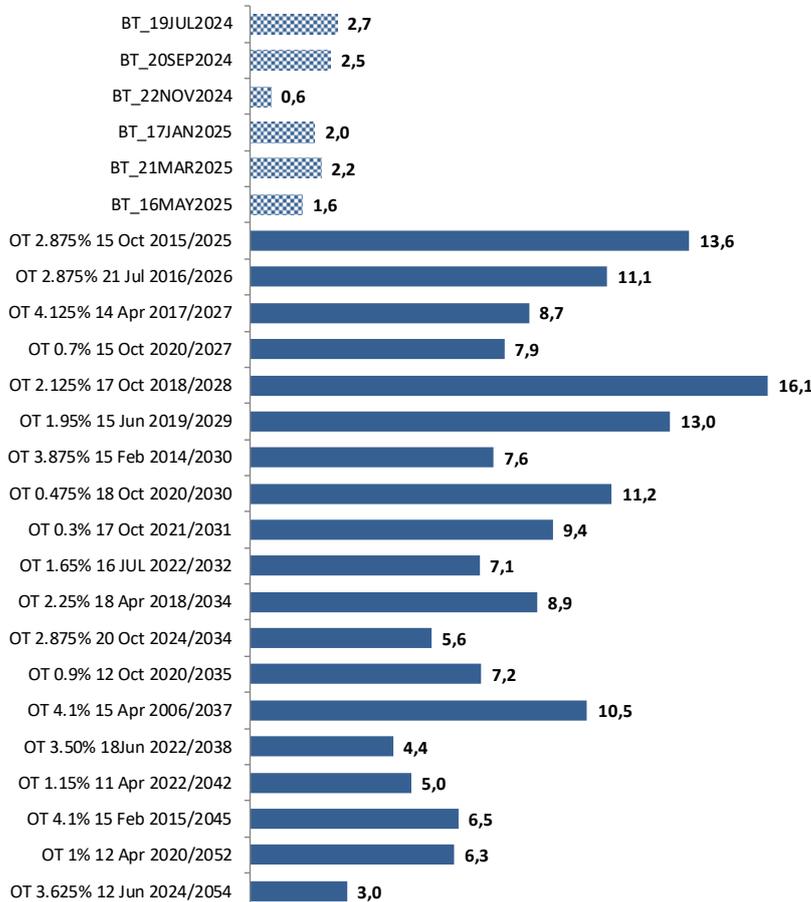
(valores nominais em milhares de milhão de euros, atualizado a 12 de julho de 2024)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: (i) significado da legenda: PRR — Plano de Recuperação e Resiliência; SURE — acrónimo da designação inglesa para o instrumento europeu de Apoio temporário para Mitigar Riscos de Desemprego em situação de Emergência (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*); FEEF — Fundo Europeu de Estabilização Financeira; MEEF — Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira. (ii) “Outra dívida de médio e longo prazos” — as emissões de Obrigações do Tesouro (de taxa fixa) dominam este agregado, que inclui ainda os demais passivos transacionáveis — Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), Notas de Médio Prazo e Obrigações de Retalho. (iii) As amortizações estão expressas em termos nominais e a preços correntes. Como o gráfico exibe valores monetários de anos tão distantes entre si como 2024 e 2054, poderá perguntar-se por que é que os valores não são corrigidos pela erosão monetária nem pelo custo de oportunidade do dinheiro. Não se apresenta essa dupla correção (tecnicamente, desconto de valores para um dado ano-base) por, com exceção de 2024, todos os demais anos serem futuros. Logo, há enorme incerteza sobre os valores descontados das amortizações futuras, tanto maior quando mais distante de 2024 ocorrer a amortização. Não se conhece uma boa metodologia para prever deflatores e taxas de juro para um futuro tão longo.

Gráfico 10 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro

(valores nominais das emissões em milhares de milhão de euros, atualizado a 12 de julho de 2024)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

29. A dívida a médio e longo prazos emitida até final de maio de 2024 apresenta uma maturidade média superior à emitida em anos anteriores. Em contrapartida, a maturidade média residual da dívida direta do Estado declina suavemente desde 2016. No final de maio, a maturidade média da dívida de médio e longo prazos emitida no próprio ano era de 16,6 anos, um valor superior ao registado em anos precedentes (por exemplo, em maio de 2015, era cerca de 12 anos). No entanto, a maturidade residual da dívida direta do Estado⁷ apresenta um declínio desde 2016, ascendendo a 7,9 anos em maio de 2024. A maturidade residual dos empréstimos PAEF é de 7,9 e 9,6 anos para os empréstimos EFSM e EFSF, respetivamente. Excluindo os empréstimos PAEF, a maturidade média residual da dívida direta do Estado, em maio de 2024, foi de 7,7 anos.

3.3 Dívida pública na definição de *Maastricht*

30. Esta secção incide sobre a informação mais recente divulgada pelas autoridades estatísticas nacionais Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística. Nos países da UE, utiliza-se uma definição comum para o conceito de dívida pública: definição de *Maastricht*.⁸ A dívida pública é uma variável *stock* observável no final de cada período: mês, trimestre ou ano. Esta secção utiliza períodos distintos devido à diferente disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (março de 2024), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (maio de 2024) e valor nominal desagregado por subsector (abril de 2024). Quanto à decomposição por credores da dívida pública portuguesa, a informação tem por referência abril de 2024.

31. O peso da dívida pública na ótica de *Maastricht* no PIB nominal situou-se em 100,4% no final do 1.º trimestre de 2024, sendo 12,0 p.p. do PIB abaixo do observado no final do trimestre homólogo. Esta redução homóloga resulta do contributo do efeito denominador decorrente do crescimento nominal do PIB (- 8,9 p.p.) e do efeito numerador resultante da descida da dívida pública em valor nominal (- 3,1 p.p.). Excluindo a dívida pública que se encontra aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública desceu para 95,4% do PIB no final de março de 2024, sendo 7,6 p.p. inferior ao observado no final do 1.º trimestre de 2023. Com efeito, o peso dos depósitos desceu de 9,4% do PIB no 1.º trimestre de 2023 para 5,1% do PIB no 1.º trimestre de 2024.

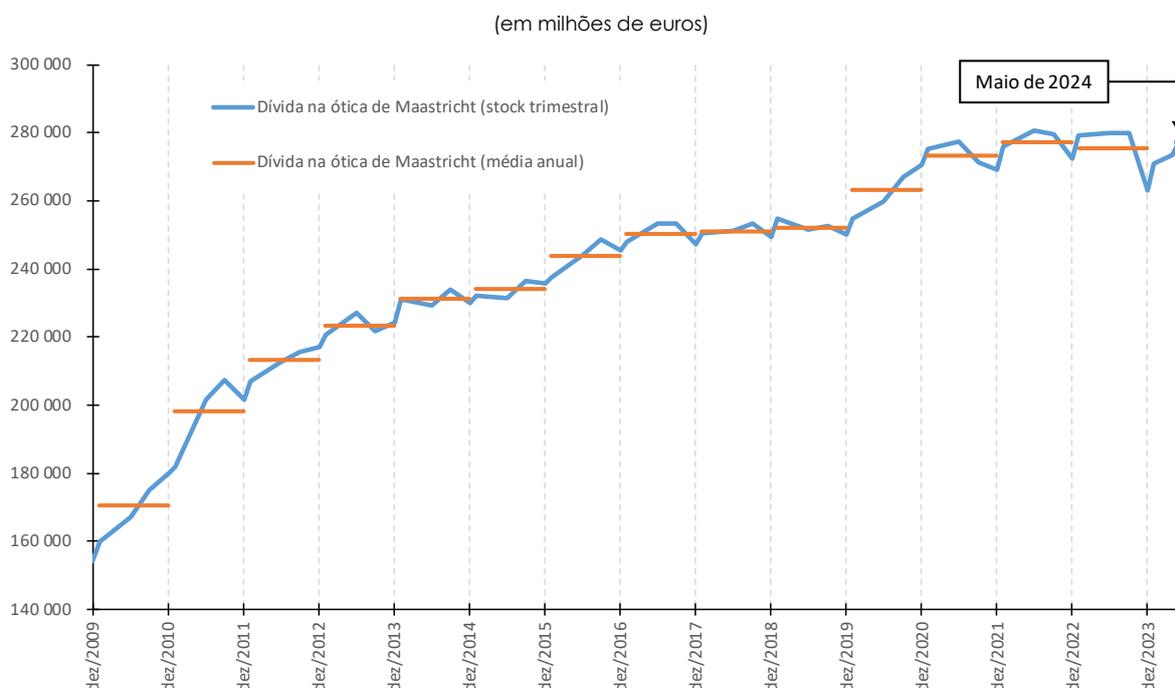
32. No final de maio de 2024, o valor nominal da dívida pública ascendeu a 277,1 mil M€. Traduz uma redução homóloga de 2,9 mil M€ e um aumento mensal de 3,7 mil M€ — Tabela 7.

33. O primeiro trimestre de 2024 confirma a tendência de a dívida subir acima do valor de fecho a 31 de dezembro do ano anterior. O montante de dívida de *Maastricht* subiu entre o final do ano 2023 (263,1 mil M€) e o final do 1.º trimestre de 2024 (270,8 mil M€). A subida prosseguiu nos dois meses seguintes (Gráfico 11), atingindo 277,1 mil M€ em maio de 2024 (valor mais recente disponível para esta série estatística). A evolução ao longo de 2023 e a subsequente subida até maio de 2024 confirmam outra tendência, esta desenhada desde 2017 (com exceção de 2020): o *stock* em 31 de dezembro é inferior ao *stock* médio ao longo do ano (comparam-se as barras laranjas com a linha azul).

Gráfico 11 – Dívida pública de *Maastricht*, *stock* trimestral versus *stock* média trimestral do próprio ano

⁷ A maturidade residual em outubro do ano t é a esperança média de vida do *stock* total de dívida por pagar (*outstanding debt*) nesse momento.

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



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

34. Excluindo os ativos das Administrações Públicas (AP) sob a forma de depósitos, a dívida de Maastricht atingiu 261,5 mil M€ no final de maio de 2024, o que corresponde a uma subida de 5,2 mil M€. Com efeito, o montante total de ativos em depósitos das Administrações Públicas (Tabela 7), os quais são incluídos na dívida pública na ótica de Maastricht, diminuiu 8,0 mil M€ em termos homólogos, situando-se em 15,6 mil M€. Tipicamente, o stock de depósitos evidencia uma redução mensal significativa no mês de amortização de uma linha de Obrigações do Tesouro (OT) que atinja a maturidade. Não foi esse o caso desta vez. A última amortização de OT aconteceu em fevereiro e a próxima está prevista para outubro (Gráfico 9).

35. Relativamente aos passivos no final de maio de 2024, verifica-se uma descida homóloga do peso dos instrumentos “numerário e depósitos” e “empréstimos”, por contrapartida de uma subida do instrumento “títulos”. Esta evolução representa uma ligeira alteração na composição dos instrumentos da dívida pública. O instrumento “numerário e depósitos” diminuiu para 48,2 mil M€ (- 1,2 mil M€ em termos homólogos), devido ao contributo dos Certificados do Tesouro. O montante da dívida pública sob a forma de “títulos” ascendeu a 160,6 mil M€, o que representa um acréscimo homólogo de 439 M€ — Tabela 7. Quanto à dívida pública contraída sob a forma de empréstimos, esta equivalia a 24,7% do total no final de maio de 2024, cerca de 68,4 mil M€. Este montante inclui os empréstimos SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e PRR (Plano de Recuperação e Resiliência) contraídos junto de instituições da União Europeia. O valor total em dívida é cerca de 6,2 mil M€ no SURE e 1,7 mil M€ no PRR. Adicionalmente, o instrumento “empréstimos” engloba ainda o financiamento obtido no âmbito do PAEF que permanece em dívida (47,6 mil M€).

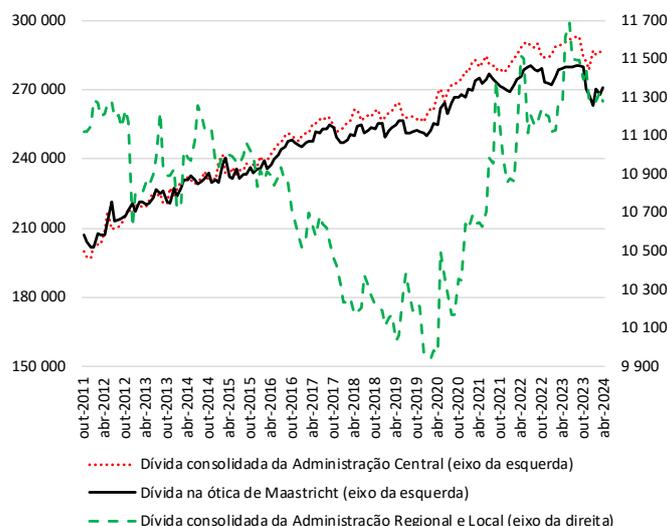
Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de Maastricht por instrumento
(milhões de euros e percentagem)

| | Dívida de Maastricht (1) = 2 + 3 + 4 | Numerário e depósitos (2) | Empréstimos (3) | Títulos (4) | Dívida de Maastricht líquida de depósitos das AP (5) | Numerário e depósitos (6) = (2) / (1) | Empréstimos (7) = (3) / (1) | Títulos (8) = (4) / (1) | Dívida de Maastricht (9) = [(1) / PIB] | Ativos das AP sob a forma de depósitos (10) = [(1) - (5)] / PIB |
|----------|---|------------------------------|--------------------|----------------|---|--|--------------------------------|----------------------------|---|--|
| | em M€ | | | | em M€ | em % da dívida de Maastricht | | | em % do PIB | |
| dez-2014 | 230 059 | 18 976 | 99 606 | 111 476 | 208 826 | 8,2 | 43,3 | 48,5 | 132,9 | 12,3 |
| dez-2015 | 235 746 | 22 815 | 91 209 | 121 723 | 217 556 | 9,7 | 38,7 | 51,6 | 131,2 | 10,1 |
| dez-2016 | 245 245 | 26 832 | 85 647 | 132 766 | 222 795 | 10,9 | 34,9 | 54,1 | 131,5 | 12,0 |
| dez-2017 | 247 175 | 29 462 | 75 561 | 142 151 | 227 383 | 11,9 | 30,6 | 57,5 | 126,1 | 10,1 |
| dez-2018 | 249 260 | 30 798 | 69 134 | 149 328 | 232 675 | 12,4 | 27,7 | 59,9 | 121,5 | 8,1 |
| dez-2019 | 249 977 | 31 808 | 66 533 | 151 636 | 235 520 | 12,7 | 26,6 | 60,7 | 116,6 | 6,7 |
| dez-2020 | 270 495 | 33 062 | 68 188 | 169 244 | 246 634 | 12,2 | 25,2 | 62,6 | 134,9 | 11,9 |
| dez-2021 | 269 089 | 34 441 | 70 014 | 164 634 | 253 575 | 12,8 | 26,0 | 61,2 | 124,5 | 7,2 |
| dez-2022 | 272 427 | 39 642 | 70 494 | 162 291 | 258 518 | 14,6 | 25,9 | 59,6 | 112,4 | 5,7 |
| dez-2023 | 263 085 | 48 503 | 67 430 | 147 152 | 251 709 | 18,4 | 25,6 | 55,9 | 99,1 | 4,3 |
| jan-2024 | 270 685 | 48 840 | 68 252 | 153 593 | 252 484 | 18,0 | 25,2 | 56,7 | | |
| fev-2024 | 268 296 | 48 616 | 68 287 | 151 393 | 253 726 | 18,1 | 25,5 | 56,4 | | |
| mar-2024 | 270 818 | 48 518 | 69 040 | 153 260 | 257 097 | 17,9 | 25,5 | 56,6 | 100,4 | 5,1 |
| abr-2024 | 273 333 | 48 408 | 69 716 | 155 209 | 261 373 | 17,7 | 25,5 | 56,8 | | |
| mai-2024 | 277 078 | 48 165 | 68 359 | 160 554 | 261 519 | 17,4 | 24,7 | 57,9 | | |

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: (i) A coluna 2 mostra o montante de dívida contraída sob a forma mais líquida, sendo os instrumentos mais representativos desta categoria os Certificados do Tesouro e os Certificados de Aforro. (ii) A coluna 10 mostra a parcela da dívida bruta que está aplicada pelas AP em depósitos. (iii) Portanto, as colunas 2 e 6 são um passivo, enquanto a coluna 10 é um ativo das AP. (iv) Por memória, indica-se o valor mais recente do PIB nominal (ano acabado no período): 1.º trimestre de 2024 = 269 632,2 M€.

36. Por subsectores, a descida homóloga da dívida pública de Maastricht aferida no final de abril de 2024 foi justificada, essencialmente, pelo contributo da Administração Central.⁹ No final de abril de 2024, o stock da dívida bruta consolidada dentro da Administração Central (AdC) na ótica de Maastricht ascendeu a 286,3 mil M€ (Gráfico 12), o que reflete uma redução homóloga de 4,1 mil M€. Quanto ao conjunto Administração Regional e Local, o stock da dívida de Maastricht no final de abril de 2024 (11,3 mil M€) foi residualmente inferior ao verificado no final do mês homólogo. Tendo como referência um horizonte temporal mais alargado, observou-se uma redução da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local desde 2011 (Gráfico 12) até ao mínimo registado em fevereiro de 2020 (9,9 mil M€), mês imediatamente anterior ao início dos efeitos da pandemia COVID-19. Entretanto, a dívida subiu para níveis mais elevados, situando-se em 11,3 mil M€ em abril de 2024. Além disso, é de referir que o fator de consolidação entre subsectores, que é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de Maastricht das Administrações Públicas, ascendeu a 24,2 mil M€ no final de abril de 2024 (máximo da série de 28,0 mil M€ em fevereiro de 2024). Tipicamente, a Administração Central é credora face à Administração Local e à Administração Regional. É por isso que a linha preta (dívida consolidada entre subsectores) está abaixo da linha vermelha (linha da dívida da AdC, consolidada dentro deste subsector).

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



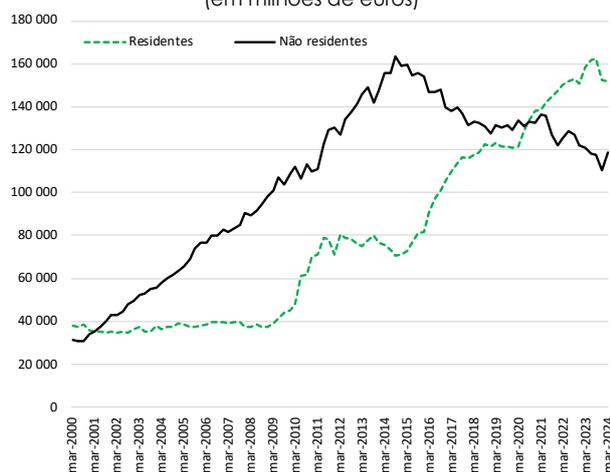
Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: (i) a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector.

⁹ O foco deste parágrafo é a dívida pública por subsector e refere-se à definição de Maastricht, sendo que esta excluiu os créditos comerciais. Em seguida, a Secção 3.5 apresenta a decomposição subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

37. As alterações na estrutura de detentores da dívida pública têm efeito na transmissão de choques com origem no Resto do Mundo e na liquidez dos títulos de dívida pública nos mercados financeiros. A dívida pública detida por agentes económicos não residentes está incluída na dívida externa de Portugal. Tudo o resto constante, quanto mais elevado for o montante de dívida externa sob a forma de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro detida por sociedades financeiras não residentes, maior é a exposição da economia nacional aos canais de transmissão de crises e aos choques externos.¹⁰ Em 2020, o montante de dívida pública portuguesa detido por residentes passou a ser superior ao stock detido por não residentes (Gráfico 13). No final de abril de 2024, a dívida pública portuguesa desagregava-se entre 151,6 M€ detidos por agentes económicos residentes e 121,7 M€ por não residentes. Entre a dívida pública detida por não residentes, destaca-se o stock de 47,6 mil M€ no âmbito do PAEF e o montante de 7,9 mil M€ dos empréstimos SURE e PRR. O remanescente é detido, essencialmente, por sociedades financeiras não residentes que adquiriram títulos de dívida pública portuguesa nos mercados financeiros primário e secundário.

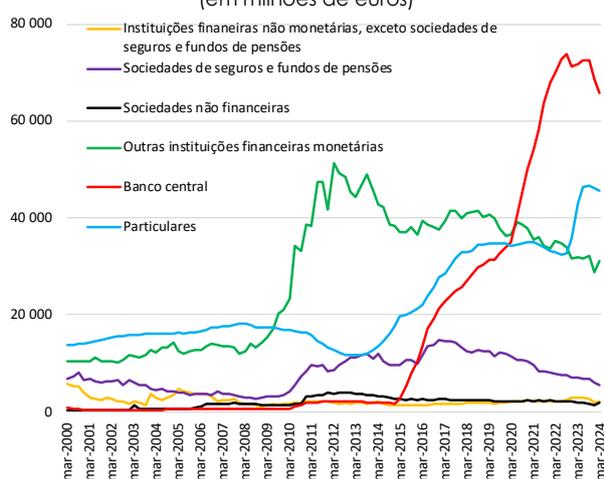
38. O Banco de Portugal detém 66,0 mil M€ de dívida pública portuguesa adquirida no âmbito do programa de compras de ativos, sendo que o nível de envolvimento do banco central nacional é determinado pelas decisões de política monetária do BCE.¹¹ O Banco de Portugal detinha no final de abril de 2024 o stock de 66,0 mil M€ da dívida pública portuguesa, refletindo uma descida homóloga de 6,4 mil M€ (Gráfico 14), o que por sua vez compara com o valor de 1,7 mil M€ no final de 2014, ano que antecedeu o início do programa de compras PSPP.¹² A aquisição de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal ajuda a explicar por que é que, ao longo dos anos mais recentes, o sector residente passou a deter mais dívida pública do que o sector Resto do Mundo (Gráfico 13). No âmbito da execução da política de “quantitative easing” do BCE, o Banco de Portugal adquiriu no mercado secundário Obrigações do Tesouro que antes estariam nas carteiras de instituições financeiras não residentes. Em 30/04/2024, o stock detido pelo Banco de Portugal (66,0 mil M€) representava 24,2% da dívida pública de Maastricht de Portugal e 41,1% do stock da dívida de Maastricht sob a forma de títulos. Entre os agentes residentes, o sector institucional Famílias é o segundo maior; ascendeu em abril de 2024 a 45,5 mil M€, detendo os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro. O sector Outras Sociedades Financeiras Residentes detinha 30,8 mil M€ no final de abril de 2024.

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



Fontes: Banco de Portugal.

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



Fontes: Banco de Portugal.

¹⁰ A dívida pública elevada e totalmente detida por não residentes (designadamente, por outras sociedades financeiras não residentes) determinaria uma exposição muito elevada a choques externos. No entanto, a dívida pública elevada e totalmente detida por agentes económicos residentes poderia também ter riscos para os residentes credores devido à não diversificação dos investimentos pelos investidores nacionais. Em caso de incumprimento do devedor Estado, os restantes sectores institucionais residentes seriam afetados com perdas significativas, o que seria prejudicial para o conjunto da economia nacional como um todo. A título de exemplo, se houver um incumprimento nos reembolsos da dívida pública por parte do Estado (*hair cut*), então as famílias perderiam a poupança acumulada sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro e o FEFS perdria uma parte muito significativa da carteira de aplicações em títulos da dívida pública portuguesa, ou seja, os portugueses perderiam o aforro nacional para fazer face às suas necessidades de pagamento futuras, nomeadamente de pensões futuras.

¹¹ PSPP — Public Sector Purchase Programme.

¹² O máximo da série foi observado no final de setembro de 2022 com o montante total em stock de 73,9 mil M€.

3.4 Impacto da consolidação entre subsectores no valor oficial da dívida portuguesa de *Maastricht*

39. O montante nominal da dívida pública na ótica de *Maastricht* encontra-se influenciado pelo efeito de consolidação resultante do facto de entidades em todos os subsectores institucionais das AP serem investidores em parcelas significativas de dívida pública. Este efeito reduziu-se entre o final do ano 2023 e o final de abril de 2024. A dívida pública detida por entidades pertencentes aos diferentes subsectores das Administrações Públicas é objeto de consolidação para apuramento da dívida de *Maastricht*. Neste processo, são compensados os valores de dívida pública detidos entre entidades que integram a Administração Central, a Administração Regional e Local e os Fundos de Segurança Social. Entre dezembro de 2023 e o final de 2024, o fator de consolidação total (que engloba a compensação de todos os valores cruzados de dívida pública dentro das Administrações Públicas) diminuiu 4,1 mil M€ (coluna 4 da Tabela 8). Os principais contributos para este resultado tiveram origem no subsector Fundos de Segurança Social.¹³

40. As aplicações em dívida pública nacional por parte de entidades públicas reduzem o valor consolidado da dívida pública na ótica de *Maastricht*. A dívida pública na ótica de *Maastricht* é uma dívida consolidada, isto é, no seu apuramento são excluídas as componentes detidas por entidades pertencentes ao perímetro das AP. A coluna 4 da Tabela 8 identifica o fator de consolidação total, ou seja, todos os montantes de dívida pública detidos por entidades que integram as AP.¹⁴ A coluna 5 identifica o fator de consolidação entre subsectores; estando cada subsector previamente consolidado entre unidades orgânicas do mesmo, as células da coluna 5 mostram a soma das aplicações em dívida pública portuguesa feitas pelos subsectores AdC, Administração Regional e Local e Fundos de Segurança Social. Naturalmente, os valores da coluna 5 são menores do que os da coluna 4. A presente análise permite verificar que o impacto da detenção cruzada de dívida pública, entre unidades orgânicas das AP, no valor da dívida consolidada desceu entre o final de dezembro de 2023 e o final de abril de 2024. No entanto, a evolução (coluna 4) é diferente entre os diversos instrumentos: uma descida do instrumento “depósitos” (5,7 mil M€) e dos “empréstimos” (222 M€), sendo compensada parcialmente por uma subida dos instrumentos “títulos” (1,9 mil M€). No caso teórico de todos os títulos da dívida pública portuguesa elegíveis para compra por entidades públicas (sobretudo, Obrigações e Bilhetes do Tesouro) serem detidos por entidades exteriores ao sector das Administrações Públicas (S13 na nomenclatura SEC-2010), a série da dívida pública portuguesa seria dada pela coluna 3 da Tabela 8. O valor de 298,7 mil M€ em 30/04/2024 resultaria num rácio da dívida mais elevado.

41. Empréstimos e Depósitos dominam as aplicações em dívida pública por parte das entidades públicas credoras. A diferença aritmética entre a coluna 4 e a coluna 2 dá o montante das aplicações de entidades do S13 em instrumentos de dívida não titulada (*i.e.*, Empréstimos e Depósitos) emitidos por algumas entidades do mesmo S13. Esses instrumentos são empréstimos de curto e longo prazos (por exemplo, os concedidos a mais de 10 anos pela Direção-Geral do Tesouro e das Finanças a alguns municípios e às Regiões Autónomas) e aplicações em depósitos e aplicações de curto prazo a eles equivalentes em termos de liquidez. Graças ao princípio da unidade de tesouraria, são cada vez mais as entidades das AP cujo banco é obrigatoriamente o IGCP.¹⁵ Por isso, é nesta entidade da AdC que são depositados os recursos financeiros das instituições das AP. Tal como um banco comercial, também o IGCP emite instrumentos para remuneração de excedentes de tesouraria, mas para subscrição exclusiva por instituições públicas. Estes instrumentos são classificados na categoria “Depósitos”. A carteira de CEDIC (Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo) é a maior componente da categoria “Depósitos”. A 30 de abril de 2024, a composição das aplicações por parte de entidades do sector S13 em dívida pública era a seguinte: 25,3 mil M€ em Títulos, 27,7 mil M€ em Empréstimos e 24,3 mil M€ em Depósitos. Por construção, os montantes aplicados por entidades do S13 em Empréstimos e Depósitos com contraparte noutra entidade do S13 nunca entram na definição de dívida consolidada das AP na ótica de

¹³ Entre o valor das aplicações em títulos, sobressaem Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro. O valor dos depósitos engloba saldos de contas bancárias junto do IGCP e aplicações em fundos de curto prazo emitidos pelo próprio IGCP.

¹⁴ A coluna 4 mostra a soma, entidade a entidade de todos os subsectores, das aplicações em qualquer instrumento de dívida pública portuguesa.

¹⁵ O IGCP — Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E. é uma entidade pertencente ao subsector AdC (mais concretamente, ao subsector “Serviços e Fundos Autónomos da Administração Central — S.13112).

Maastricht. Trata-se de uma diferença importante face às aplicações em Títulos emitidos por entidades das AP, como se explica na Caixa 2.

Tabela 8 – Dívida pública de Maastricht detida pelas Administrações Públicas
(milhões de euros)

| | Dívida de Maastricht das AP | Dívida pública detida pelas AP sob a forma de títulos | Dívida de Maastricht + Dívida pública detida pelas AP sob a forma de títulos (3) = (1) + (2) | Consolidação total entre todas as unidades orgânicas das AP | Consolidação entre os subsectores das AP |
|----------|-----------------------------|---|---|---|--|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| | em M€ | | | em M€ | |
| dez-2011 | 201 459 | 12 967 | 214 426 | 29 215 | 6 890 |
| dez-2012 | 217 160 | 14 020 | 231 180 | 38 683 | 9 065 |
| dez-2013 | 224 078 | 14 714 | 238 792 | 43 638 | 10 224 |
| dez-2014 | 230 059 | 16 447 | 246 506 | 51 779 | 11 935 |
| dez-2015 | 235 746 | 15 566 | 251 312 | 53 011 | 12 377 |
| dez-2016 | 245 245 | 15 483 | 260 728 | 54 085 | 13 246 |
| dez-2017 | 247 175 | 15 486 | 262 661 | 56 653 | 15 456 |
| dez-2018 | 249 260 | 14 463 | 263 723 | 56 328 | 16 681 |
| dez-2019 | 249 977 | 13 221 | 263 199 | 58 168 | 16 197 |
| dez-2020 | 270 495 | 13 142 | 283 637 | 61 762 | 18 402 |
| dez-2021 | 269 089 | 13 420 | 282 509 | 64 248 | 20 368 |
| dez-2022 | 272 427 | 15 458 | 287 885 | 69 289 | 23 033 |
| mar-2023 | 279 166 | 20 906 | 300 072 | 71 985 | 21 194 |
| abr-2023 | 279 907 | 21 237 | 301 144 | 72 998 | 21 814 |
| dez-2023 | 263 085 | 23 461 | 286 546 | 81 342 | 27 303 |
| mar-2024 | 270 818 | 24 076 | 294 894 | 79 919 | 27 000 |
| abr-2024 | 273 333 | 25 322 | 298 655 | 77 254 | 24 229 |

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

42. Entre dezembro de 2023 e abril de 2024 verificou-se uma descida no montante de consolidação entre subsectores das AP, devido, essencialmente, à redução do instrumento “depósitos” por parte do subsector Fundos de Segurança Social. O montante objeto de consolidação entre subsectores das AP desceu de 27,3 mil M€ no final de dezembro de 2023 para 24,2 mil M€ no final de abril de 2024 (Tabela 8, coluna 5). O principal contributo para esta variação negativa no valor de consolidação veio do subsector Fundos de Segurança Social no montante de 3,1 mil M€, desagregando-se entre menor exposição ao instrumento “depósitos” (4,7 mil M€) e maior exposição aos instrumentos “títulos de curto prazo” (665 M€) e “títulos de médio e longo prazos” (1009 M€). É de salientar que a obrigação de servir a dívida detida por entidades públicas permanece para os contribuintes, independentemente de os instrumentos de dívida pública serem detidos por entidades pertencentes ao universo das AP ou detidos por outros agentes económicos (tais como, sociedades financeiras, particulares ou instituições internacionais).

Caixa 2 – Variações na exposição de entidades das AP a dívida das AP e impacto no valor desta: diferenças entre instrumentos

A dívida pública na aceção de Maastricht compreende três instrumentos, ou seja, três tipos diferentes de ativos financeiros. São eles: Depósitos, Empréstimos e Títulos. Os segundo e terceiro tipos subdividem-se (ambos) em Curto Prazo e Médio e Longo Prazos. Os depósitos são os ativos mais líquidos. Depósitos e Empréstimos são transacionados diretamente entre a entidade credora e a entidade devedora. Não existe mercado secundário para estes dois tipos de ativo. Isto significa que a redução da exposição de um credor ao emitente da dívida só pode ser feita por transação entre as duas partes. Ao invés, a generalidade dos títulos é transacionável no mercado secundário. Quer isto dizer que um credor pode reduzir ou aumentar a sua exposição ao passivo do devedor vendendo ou reforçando a sua posição nesse ativo a outros agentes participantes nesse mercado. A responsabilidade do devedor ou, se se preferir, do acionista da entidade devedora mantém-se inalterada quando um título representativo da sua dívida troca de mãos entre investidores neste instrumento.

O IGCP é o banco da Administração Central. Nos termos do art. 54.º da Lei de Enquadramento Orçamental, estão abrangidas pelo princípio da unidade de tesouraria do Estado as entidades que perfazem o subsector Administração Central. Este inclui entidades de natureza administrativa e entidades organizadas sob a forma empresarial. Por definição legal, estas entidades estão obrigadas a abrir conta à ordem no IGCP para nele depositarem as suas disponibilidades de caixa ou fundos a elas equivalentes. Estas entidades podem subscrever aplicações criadas pelo IGCP exclusivamente para os seus depositantes. As mais importantes são os CEDIC (Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo) e os CEDIM (Certificados Especiais de Dívida de Médio e Longo Prazo).

Um exemplo numérico muito simples ajuda a perceber que operações no mercado secundário de títulos entre detentores de dívida pública não alteram o valor da mesma. Seja uma economia com orçamento equilibrado (saldo zero). Imagine-se que o Estado decide comprar um bem no valor de 100 unidades monetárias (u.m.) e não dispõe (ou não quer dispor) de receita efetiva para pagar a aquisição. Todavia, consegue colocar uma obrigação no mercado primário no valor de 100 u.m. Por outras palavras, a aquisição do bem no ano corrente vai ser paga

com a receita da emissão de um título de dívida pública. Naturalmente, este título será amortizado no futuro. Repare-se que não foi indicado neste exemplo a identidade do credor. Por outras palavras, o Estado criou a responsabilidade de os seus contribuintes pagarem com impostos futuros a amortização da dívida de 100 u.m.. Isto é verdade quer a obrigação tenha sido subscrita por uma sociedades não residente (ou seja, um agente do sector institucional Resto do Mundo) ou por uma empresa pública ou uma gestora de fundos de pensões integrada num subsector das AP deste país. Os contribuintes deste país ficaram com a obrigação de pagar 100 u.m. com impostos futuros ao agente que detiver o título representativo da dívida no momento da amortização. Suponha-se agora que o comprador da obrigação no mercado primário decide vendê-la no mercado secundário antes de a amortização acontecer. A troca do título entre credores muda o valor da responsabilidade dos contribuintes? A resposta é negativa; os contribuintes terão de pagar o mesmo montante de amortização com impostos futuros quer o comprador da obrigação seja uma entidade do sector das AP ou uma entidade de qualquer outro sector institucional. A responsabilidade dos contribuintes não muda quando títulos da dívida pública portuguesa mudam de mãos no mercado secundário. Note-se que é possível uma entidade pública comprar o título (no mercado primário ou no mercado secundário) no dia 31 de dezembro de um ano e vendê-lo a um agente de outro sector institucional no mercado secundário no dia seguinte. A dívida emitida pelo Estado e implicitamente garantida pelos seus contribuintes continua com o mesmo valor nominal.

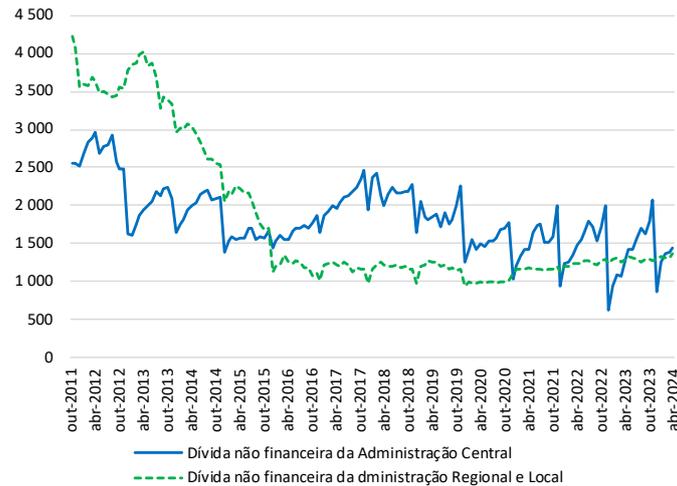
A definição Maastricht de dívida pública das AP é um conceito que consolida a dívida entre entidades do sector AP. Como consolida, o valor nominal de obrigações vivas emitidas pela República é abatido do valor dessas obrigações na posse de investidores do sector AP. Porém, este tratamento estatístico não contradiz a afirmação de que os contribuintes portugueses continuam a dever o mesmo quando uma qualquer entidade das AP compra títulos no mercado secundário. Portanto, apesar de parecer paradoxal, a verdade é que é legal e legítimo Portugal baixar o stock de dívida pública na ótica de Maastricht e as responsabilidades dos contribuintes permanecerem iguais. Na realidade, a República continua a dever o mesmo após a redução no stock de Maastricht causada por uma operação entre investidores no mercado secundário. Os procedimentos de consolidação harmonizados a nível comunitário também se aplicam, obviamente, às AP dos outros Estados-Membros, pelo que é provável que outros países possam promover reduções no stock de dívida de Maastricht sem diminuição no nível de responsabilidade dos seus contribuintes.

Já alterações na exposição a Depósitos e Empréstimos por parte de entidades das AP não impactam no valor da dívida pública. Quando uma empresa pública pertencente ao sector das AP deposita fundos no IGCP, cria-se simultaneamente na economia um ativo e um passivo detidos por agentes do mesmo sector. Portanto, ao consolidar-se dentro deste sector, um valor é o simétrico do outro e aqueles fundos nem chegam a entrar na definição de dívida das AP na aceção de Maastricht. Por um argumento de continuidade, qualquer variação no montante de depósitos (para cima ou para baixo) dessa entidade no IGCP não altera a dívida consolidada. Tal resulta do facto de os Depósitos não serem transacionáveis em mercado secundário. Ao contrário do que se passa com os Títulos, o resultado automático de um credor público reforçar (ou reduzir) a sua exposição à dívida do IGCP é o aumento (diminuição) da dívida do IGCP. *Mutatis mutandis*, passa-se o mesmo com o instrumento “Empréstimos” da dívida pública, desde que o credor e o devedor pertençam ao sector das AP.

3.5 Dívida não financeira

43. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final de abril de 2024 ficou acima do observado no final do mês homólogo. A presente secção incide sobre a categoria designada como “dívida comercial” que, resumidamente, abrange as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o crescimento do stock de passivos comerciais num determinado ano é registado no saldo orçamental desse ano, visto que refletem compromissos assumidos com a aquisição de bens e serviços. Contudo, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de Maastricht, as contas a pagar a fornecedores originam um ajustamento défice-dívida, visto que a dívida comercial não é incluída no conceito de dívida pública na ótica de Maastricht. No final de abril de 2024, as Administrações Públicas registaram um stock de dívida comercial de 2808 M€ (Gráfico 15), o que corresponde a uma variação homóloga de 221 M€. A dívida comercial no final de abril de 2024 foi equivalente a 1,0% da dívida pública de Maastricht, peso residualmente acima do observado no final do mês homólogo (0,9%). Por subsectores, assistiu-se a um aumento homólogo (154 M€) na Administração Central para 1445 M€, bem como a uma subida (67 M€) no conjunto da Administração Regional e Local para 1363 M€.

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



Fontes: Banco de Portugal.

4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

44. A dívida externa, a dívida pública e a dívida do sector privado são variáveis macroeconómicas que se influenciam mutuamente ao longo do tempo. A dívida externa de Portugal inclui a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais da economia portuguesa contraíram junto do exterior. O sector institucional Administrações Públicas é o principal emiteente da dívida externa de Portugal. Consequentemente, o elevado peso da dívida externa portuguesa no PIB condiciona o financiamento da economia como um todo. A Caixa 3 explica em detalhe os conceitos utilizados neste capítulo.

45. Os fluxos acumulados da necessidade (ou capacidade) de financiamento ao longo dos anos, calculados pela soma da balança corrente com a balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução na Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII) de um país. Os detalhes encontram-se explicados na Caixa 3. O montante da PLII pode ser decomposto segundo diversas categorias: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é apurado pela diferença entre ativos e passivos. Relativamente aos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se inserem os empréstimos entre o sector financeiro e os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e pelos Estados soberanos. A dívida externa bruta da economia portuguesa reflete os instrumentos de dívida presentes nos passivos das seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Com efeito, a dívida externa líquida é calculada através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

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

47. Em termos genéricos, no caso de um país que acumulou no passado necessidades líquidas de financiamento face ao resto do mundo (i.e. tem PLII com valor negativo), os instrumentos de capital são considerados mais benéficos do que os instrumentos de dívida, uma vez que os de capital tendem a ser pró-cíclicos com a atividade económica, pois as perdas num contexto de recessão serão partilhadas com os credores. A primeira ideia na frase anterior explica-se da seguinte forma. Uma PLII muito negativa

irá determinar nos anos seguintes mais próximos um fluxo negativo de rendimentos primários líquidos, seja sob a forma de juros líquidos sobre a dívida externa líquida, seja sob a forma de dividendos, rendas e lucros líquidos negativos sobre os outros recursos. A compreensão da restante frase a negrito advém do conteúdo dos instrumentos de capital. 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 os depósitos entre instituições, bem como as obrigações do Tesouro e os bilhetes do Tesouro emitidos pelo Estado soberano. Os instrumentos de capital caracterizam-se, tipicamente, pela valorização (desvalorização) em períodos de expansão (recessão) económica, sendo os ganhos (as perdas) imputados ao acionista, uma vez que assume o risco no capital investido.¹⁶ Além disso, os instrumentos de capital que se encontram dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas, em contraste com a categoria “investimento de carteira” que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. Relativamente aos instrumentos de dívida, estes têm de ser reembolsados independentemente do ciclo económico (desde que o devedor não seja insolvente), pelo que as perdas de uma recessão são imputadas ao devedor. Adicionalmente, os instrumentos de dívida incluídos na categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se por uma maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento direto”.

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

4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

49. Esta secção tem como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 24 de junho de 2024 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional. Os dados divulgados encontram-se na ótica das contas nacionais. Contudo, é de salientar que esta informação estatística pode apresentar diferenças quando comparada com a publicação do Banco de Portugal no âmbito das balanças corrente e de capital, as quais encontram-se aferidas na ótica da balança de pagamentos.¹⁷

50. No ano terminado no 1.º trimestre de 2024, a economia portuguesa registou uma capacidade de financiamento de 3,2% do PIB, refletindo o valor máximo da série estatística iniciada em 1999. Este resultado deve-se ao contributo conjunto do sector privado (2,4% do PIB) e das Administrações Públicas (0,9% do PIB). Um saldo orçamental positivo das Administrações Públicas representa uma capacidade de financiamento (ou necessidade de financiamento se o saldo orçamental for negativo), o que tem impacto nos recursos gerados pela economia nacional. No ano terminado em março de 2024, Portugal apresentou uma capacidade de financiamento de 8,8 mil M€ (Gráfico 16), desagregando-se entre a capacidade de financiamento no sector institucional das Administrações Públicas (2,4 mil M€) e a do sector privado (6,4 mil M€).

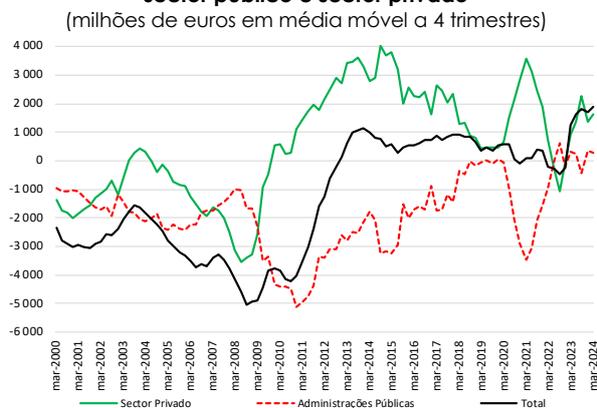
51. O sector institucional Famílias evidenciou uma melhoria da capacidade de financiamento face ao período homólogo. O sector institucional Famílias apresentou no ano terminado no 1.º trimestre de 2024 uma capacidade de financiamento (Gráfico 17) no valor de 5,9 mil M€, o que reflete uma melhoria homóloga de 5,3 mil M€. As Sociedades Não Financeiras registaram uma necessidade de financiamento

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

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

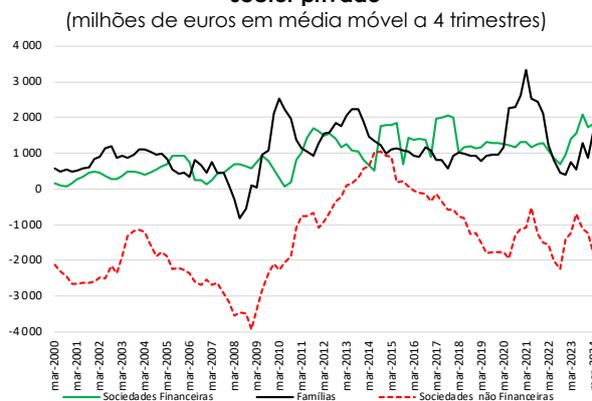
no montante de 5,8 mil M€, o que representa uma deterioração de 1,8 mil M€. Relativamente à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta ascendeu a 6,3 mil M€, o que reflete uma melhoria homóloga de 1,5 mil M€.

Gráfico 16 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado



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

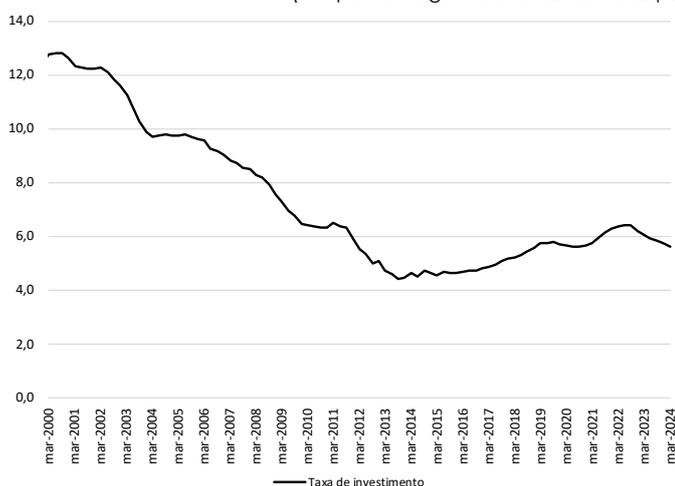
Gráfico 17 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado



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

52. A taxa de investimento das Famílias, apurada pelo rácio entre a formação bruta de capital e o rendimento disponível, desceu para 5,6% no ano terminado em março de 2024 (Gráfico 18), mantendo-se em níveis próximos do mínimo observado no ano terminado em setembro de 2013 (4,4%), mas significativamente abaixo do máximo observado em junho de 2000 (12,8%). A formação bruta de capital fixo das famílias incide, essencialmente, em nova habitação, pelo que uma baixa taxa de investimento das famílias no presente terá um impacto negativo sobre o futuro do parque habitacional. Com efeito, se esta trajetória não for compensada por outros sectores institucionais da economia portuguesa, os quais poderão, pelo menos parcialmente, substituir-se às famílias no investimento em habitação, o mercado poderá evoluir para uma situação de escassez de oferta, gerando algum desequilíbrio no mercado com reflexo nos preços.

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

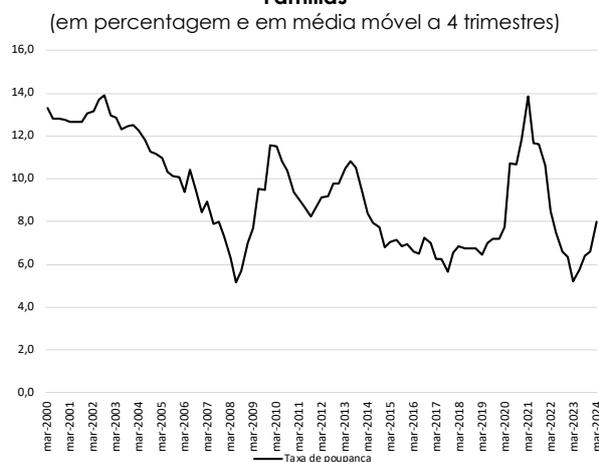


Fontes: INE e cálculos da UTAO.

53. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, apurada pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, situou-se em 8,0% no ano terminado no 1.º trimestre de 2024, o que reflete uma recuperação face ao ano anterior. É de referir que a taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 19) evidenciava níveis baixos durante os anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,8% no período 2015–2019. Tendo como referência uma perspetiva de longo prazo, verifica-se que a taxa de poupança das Famílias tende a aumentar em períodos de crise económica: anos 2009–2010, 2012–2013 e 2020–2021.

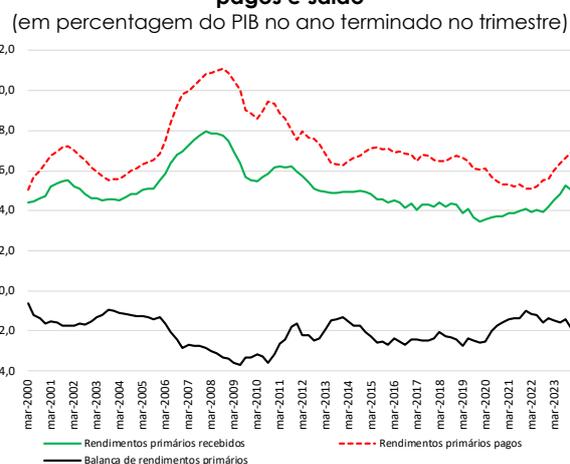
54. O PIB de Portugal tem sido historicamente superior ao rendimento nacional bruto, o que resulta do saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (Resto do Mundo). Este saldo negativo decorre do facto da PLII de Portugal ser significativamente negativa ao longo dos anos — explicação no início do par. 47. No ano terminado em março de 2024, o saldo da balança de rendimentos primários situou-se em $-1,8\%$ do PIB. A diferença entre o PIB e o rendimento nacional bruto reflete o saldo da balança de rendimentos primários. Em termos gerais, os rendimentos primários registam a remuneração dos fatores produtivos detidos por não residentes, bem como a remuneração de fatores produtivos localizados fora de Portugal, mas detidos por residentes em Portugal. Estes rendimentos referem-se à remuneração de trabalho, “terra” e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. Um saldo negativo na balança de rendimentos primários significa que Portugal paga ao exterior mais do que dele recebe pela utilização de fatores produtivos. É de salientar que os fluxos de rendimentos pagos ao exterior abrangem os juros da dívida externa portuguesa pública e privada (Gráfico 20). Com efeito, as novas emissões de dívida pública e privada com taxas de juro fixas mais elevadas após 2022 acabarão por se refletir na balança de rendimentos primários, nos anos seguintes à medida que se for substituindo dívida que atinge a maturidade por novas emissões de dívida.

Gráfico 19 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias



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

Gráfico 20 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

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

55. A informação estatística da PLII e da dívida externa é divulgada trimestralmente pelo Banco de Portugal nos meses de fevereiro, maio, agosto e novembro relativamente ao final do trimestre anterior. O PIB nominal não ajustado de sazonalidade é apurado e divulgado pelo INE trimestralmente em março, junho, setembro e dezembro.

56. Entre o final do 1.º trimestre de 2023 e o final do 1.º trimestre de 2024, verificou-se uma descida da dívida externa em valor nominal, o que teve efeitos na melhoria da PLII. A variação em percentagem do PIB beneficiou do efeito numerador (queda do montante nominal da dívida externa) e do efeito denominador (crescimento do PIB nominal). A dívida externa líquida é o principal subconjunto da PLII no caso da economia portuguesa, sendo que os instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.¹⁸ O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de $63,3\%$ do PIB no final do 1.º trimestre de 2023 para $51,8\%$ no final do 1.º trimestre de 2024 (Gráfico 21). Este resultado teve o contributo da redução da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas de $44,9\%$ do PIB para $40,8\%$ do PIB.¹⁹ Relativamente aos restantes sectores institucionais, estes desceram de $18,4\%$ do PIB para $11,1\%$ do PIB.

¹⁸ A PLII desagrega-se através das seguintes categorias funcionais: “investimento de carteira”, “investimento direto”, “outro investimento”, “ativos de reserva” e “derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados”.

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

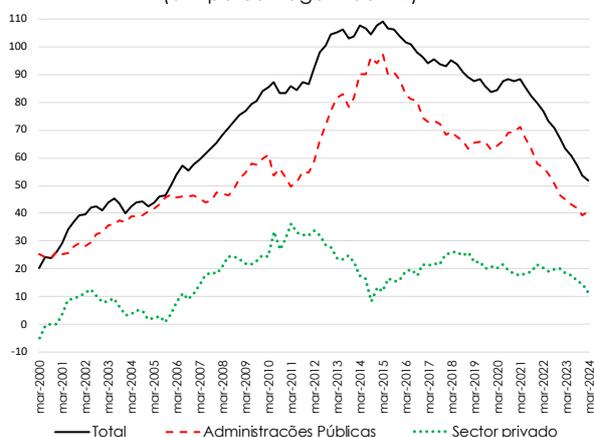
Em valor nominal, o *stock* líquido da dívida externa de Portugal passou de 157,2 mil M€ para 139,7 mil M€ entre o final do 1.º trimestre de 2023 e o do 1.º trimestre de 2024. A diminuição da dívida externa das Administrações Públicas (de 111,6 mil M€ para 109,9 mil M€) foi acompanhada pela redução nominal nos restantes sectores institucionais (de 45,6 mil M€ para 29,8 mil M€).

57. É de destacar que no âmbito da execução da política monetária, o Banco de Portugal comprou títulos de dívida pública portuguesa em mercado secundário ao abrigo dos programas APP e PSPP. Esses títulos foram adquiridos pelo Banco de Portugal a credores residentes e a credores não residentes. Posteriormente, os títulos detidos pelo Banco de Portugal são considerados dívida pública detida por sector institucional residente (Gráfico 21 e Gráfico 22). Contudo, uma redução da dívida externa devido à aquisição de compras pelo banco central nacional não reflete um desempenho favorável da economia nacional.

58. O valor da dívida externa é contabilizado ao valor de mercado, pelo que a descida do preço das obrigações determina a diminuição do valor da dívida externa de Portugal, apesar do montante nominal a amortizar na maturidade das obrigações se manter constante. Este efeito determina uma diferença entre o valor nominal da dívida pública detida por não residentes (118,9 mil M€ no parágrafo 37) e o valor da dívida externa do sector das Administrações Públicas portuguesas (109,9 mil M€ no final de março de 2024 no parágrafo 56). Entre 31/12/2023 e o final de março de 2024, a PLII beneficiou do efeito preço no montante de 7,6 mil M€.

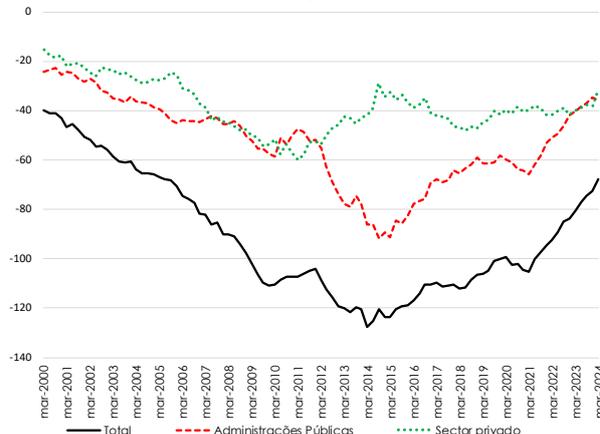
59. Consequentemente, observou-se uma melhoria da PLII tanto em valor nominal como em percentagem do PIB, embora continue fortemente negativa, passando de - 80,3% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023 para - 67,7% do PIB no final do 1.º trimestre de 2023.²⁰ O sector das Administrações Públicas (Gráfico 22) melhorou de - 100,2 mil M€ para - 96,6 mil M€. Esta evolução foi acompanhada pela melhoria nos restantes sectores institucionais (de - 99,4 mil M€ para - 85,9 mil M€). O peso da PLII no PIB permanece em níveis próximos dos verificados no período anterior à crise financeira de 2008.

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



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

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



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

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

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

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

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

²⁰ É de salientar que os valores da PLII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado. No entanto, na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

da mesma face ao exterior, i.e., perante o resto do mundo, em termos de fluxos financeiros. Matematicamente, calcula-se somando o saldo da balança corrente com o da balança de capital — equação (3); o lado direito mostra as origens da capacidade (ou necessidade) de financiamento. Por sua vez, o saldo da balança corrente decompõe-se na soma dos saldos das balanças de bens e serviços, rendimentos primários e rendimentos secundários do mesmo ano — equação (4).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

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

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