

Relatório UTAO n.º 4/2025

Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: março de 2025

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

10 de abril de 2025

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: março de 2025

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 4/2025

Data de publicação: 10 de abril de 2025

Data-limite para incorporação de informação: 31 de março de 2025

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 Fluxos e nível da atividade financeira do Estado em contabilidade pública orçamental.....	9
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros.....	9
3.2 Dívida direta do Estado.....	12
4 Dívida pública em contabilidade nacional.....	19
4.1 Definição de <i>Maastricht</i>	20
4.2 Desenvolvimentos recentes.....	20
4.3 Impacto da consolidação entre subsectores no valor oficial da dívida portuguesa de <i>Maastricht</i> ...	26
4.4 Dívida não financeira.....	28
5 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa.....	29
5.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo).....	30
5.2 Posição Líquida de Investimento Internacional e dívida externa (<i>stock</i>).....	32

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 março de 2025 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: fevereiro de 1999 a fevereiro de 2025.....	8
Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a fevereiro de 2025.....	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.....	19
Gráfico 11 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i>	24
Gráfico 12 – Dívida pública portuguesa detida por credores residentes e por não residentes.....	26
Gráfico 13 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes.....	26
Gráfico 14 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas.....	29
Gráfico 15 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado.....	31
Gráfico 16 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado.....	31
Gráfico 17 – Taxa de investimento e formação bruta de capital fixo das Famílias.....	31
Gráfico 18 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias.....	32
Gráfico 19 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo.....	32
Gráfico 20 – Dívida externa líquida.....	34
Gráfico 21 – Posição líquida de investimento internacional.....	34

Índice de Caixas

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental.....	10
Caixa 2 – Ajustamentos défice-dívida: justificação analítica e dimensão em 2024.....	21
Caixa 3 – Variações na exposição de entidades das AP a dívida das AP e impacto no valor desta: diferenças entre instrumentos.....	27
Caixa 4 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo.....	34

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 variação do rácio da dívida pública.....	20
Tabela 8 – Decomposição da variação da dívida pública nominal.....	21
Tabela 9 – Decomposição do ajustamento défice-dívida no ano 2024	21
Tabela 10 – Componentes do Ajustamento Défice-Dívida em 2024	22
Tabela 11 – Decomposição da dívida pública de <i>Maastricht</i> por instrumento.....	24
Tabela 12 – Dívida pública de <i>Maastricht</i> detida pelas Administrações Públicas	27

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)
FEEF	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, seguindo-se uma pequena recuperação durante 2024 (com exceção da Itália). Mais recentemente, entre 1 de janeiro e 20 de março de 2025, todos os países elencados na Tabela 1 registaram novas subidas nas taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos.

Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos diminuíram no período compreendido entre 1 de janeiro e 20 de março de 2025. Com as exceções de Portugal e Irlanda, os restantes países acompanhados nesta coleção registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2024.

Em 20 de março de 2025, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2024, em todas as maturidades.

As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em março de 2025 registaram uma ligeira subida da taxa de juro na maturidade a 13 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em março de 2025 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 março de 2025, destacando-se a redução do nível das três taxas de juro diretas do BCE em 25 pontos base.

As carteiras do programa de compra de ativos ("Asset Purchase Programme" — APP) e do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica ("Pandemic Emergency Purchase Programme" — PEPP) estão a diminuir, uma vez que o Eurosystema deixou de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos destes programas.

A inflação desceu significativamente e o processo desinflationista mantém-se, mas os salários e os preços em determinados sectores ainda estão a ajustar-se, com um desfasamento substancial, sendo expectável que a inflação venha a estabilizar, numa base sustentada, em torno do objetivo de medio prazo (2%). Neste sentido, os especialistas do BCE projetam uma revisão em baixa das projeções de crescimento económico.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado português nos primeiros dois meses de 2025, a emissão de dívida efetuada pelo Estado, líquida de amortizações (na ótica de tesouraria), foi inferior ao registado no período homólogo de 2024. A despesa (bruta) em ativos financeiros, executada nos primeiros dois meses de 2025, foi ligeiramente superior à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 851 M€, mais 3 M€ do que o despendido em igual período de 2024. A execução de garantias registou valores abaixo do período homólogo, ascendendo a 8,3 M€ no período em análise (29,0 M€ no período homólogo). A despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino, em grande parte, as Empresas Públicas Reclassificadas (EPR), sobretudo sob a forma de dotações de capital. Uma outra parcela também muito significativa teve como destino a TAP. As dotações de capital atribuídas a EPR tiveram a seguinte distribuição por entidade: Infraestruturas de Portugal, S.A. (361,3 M€) e EDIA — Empresa de Desenvolvimento e Infra-estruturas do Alqueva, S.A. (4,9 M€). No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros dois meses de 2025 ascendeu a 39 M€. Face aos valores orçamentados no OE/2025, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros dois meses de 2025 o Estado financiou-se num montante correspondente a 7,8% do previsto para o conjunto do ano.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de fevereiro de 2025 ficou acima do observado no final do mês homólogo de 2024. Salienta-se o aumento nos stocks de dívida titulada de médio e longo prazo e a redução na de curto prazo. Relativamente à dívida não titulada, é de referir a redução do stock de Certificados do Tesouro e o aumento das aplicações em Certificados de Aforo e dos empréstimos oficiais (empréstimos PRR da UE). Em fevereiro de 2025 registou-se um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sob a forma de dívida titulada e não titulada.

Nos primeiros dois meses de 2025, diminuiu a despesa com juros e outros encargos da dívida, quer em termos brutos, quer em termos líquidos. As comissões pagas neste período também foram inferiores às suportadas no período homólogo (30 M€ no período jan.-fev. de 2024 contra 18 M€ entre jan.-fev. de 2025).

Em fevereiro de 2025, o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou um aumento face ao mês homólogo, verificando-se uma tendência de recuperação desde outubro de 2024.

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 fevereiro de 2025 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.

O rácio entre a dívida pública na ótica de “Maastricht” e o PIB desceu para 94,9% do PIB no final de 2024, o que reflete uma redução de 2,8 p.p. face ao final do ano 2023. Esta variação resulta de dois contributos de sentido oposto: o efeito denominador (- 5,9 p.p.), decorrente do crescimento do PIB nominal, sendo parcialmente contrariado pelo efeito numerador (3,1 p.p.), resultante da subida “stock” nominal da dívida.

Excluindo os depósitos na dívida de “Maastricht”, o rácio da dívida pública desceu para 90,3% do PIB no final de 2024, sendo inferior (- 3,2 p.p.) ao observado no final de 2023. Com efeito, o peso dos depósitos aumentou de 4,2% do PIB no final de 2023 para 4,7% do PIB no final de 2024.

Apesar do saldo orçamental positivo em 2024 (2,0 mil M€), a dívida pública de “Maastricht” nominal subiu em 2024 devido ao contributo do ajustamento défice-dívida (10,9 mil M€). No final de 2024, o montante de dívida pública situou-se em 270,7 mil M€, o que representa um acréscimo de 8,9 mil M€ face ao final do ano anterior. O ajustamento défice-dívida é um conjunto heterógeno de fatores e representou 10,9 mil M€ e 3,8% do PIB no ano 2024. Este montante desagrega-se genericamente, entre a aquisição líquida de ativos financeiros (3,8 mil M€), a redução de outros passivos não incluídos na dívida (6,0 mil M€) e as outras variações de volume/preço dos passivos incluídos na dívida (1,1 mil M€).

Em valor nominal, a dívida pública ascendeu a 277,2 mil M€ no final de fevereiro de 2025, o que reflete uma subida homóloga de 10,2 mil M€. Adicionalmente, a dívida de “Maastricht” líquida de depósitos subiu entre o final de fevereiro de 2024 (252,4 mil M€) e o final de fevereiro de 2025 (259,7 mil M€), o que representa um acréscimo de 7,2 mil M€. O montante dos ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas situou-se de 17,5 mil M€ no final de fevereiro de 2025, o que reflete uma diminuição homóloga de 2,9 mil M€.

A 31 de dezembro de 2024, a composição das aplicações por parte de entidades do sector das Administrações Públicas em dívida pública era a seguinte: 27,9 mil M€ em Títulos, 22,7 mil M€ em Empréstimos e 29,3 mil M€ em Depósitos.

Relativamente à dívida comercial das Administrações Públicas, este passivo situou-se em 2123 M€ no final de janeiro de 2025, o que equivale a 0,8% do “stock” da dívida de “Maastricht”. Em termos homólogos, observou-se uma descida de 98 M€.

A dívida externa líquida em valor nominal desceu entre o final de 2023 (157,2 mil M€) e o final de 2024 (139,7 mil M€), o que se reflete numa melhoria da Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII). Em percentagem do PIB, a evolução beneficiou dos contributos do efeito numerador (montante nominal da dívida externa) e do efeito denominador (PIB nominal). A dívida externa líquida é um conceito avaliada a preços de mercado e, como tal, desce automaticamente com a diminuição dos preços dos passivos e com a subida do preço dos ativos subjacentes. Consequentemente, 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 de 2024, a PLII beneficiou do efeito preço no valor de 15,4 mil M€, essencialmente, devido aos contributos do branco central nacional (8,3 mil M€) através do ouro e das empresas não financeiras (7,2 mil M€).

O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 52,5% no final de 2023 para 44,3% no final de 2024. Este resultado foi determinado por uma combinação de fatores: a subida do montante da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas foi mais do que compensada pela descida do valor da dívida externa dos restantes sectores institucionais e pelo crescimento do PIB nominal.

A dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurossistema é estatisticamente registada como dívida pública detida por sector institucional residente. O montante de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal situou-se em 66,0 mil M€ no final de janeiro de 2025, o que compara com o máximo da série estatística de 73,9 mil M€ em setembro de 2022 e com o “stock” de 1,7 mil M€ no final de 2014, ano anterior ao início do programa de compras de ativos. A dívida pública detida pelo banco central nacional corresponde 24,1% da totalidade da dívida de “Maastricht”.

Consequentemente, observou-se um aumento da PLII em percentagem do PIB para o nível mais elevado desde o ano 2003, embora permanecendo bastante negativa. Passou de - 72,3% do PIB no final de 2023 para - 58,3% no final 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. Para além de dados disponíveis na Internet, o relatório beneficiou de informação recebida diretamente da Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E.P.E. (IGCP, E.P.E.), do Banco de Portugal e do Instituto Nacional de Estatística (INE).

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 março de 2025, 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 março de 2025, 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 20 de março de 2025 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 março de 2025. Esta secção elenca também a evolução das taxas de inflação na Área do Euro e Portugal, tendo a última extração de dados ocorrido em 25 de março de 2025. 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 fevereiro de 2025 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 31 de março de 2025. Quanto ao Capítulo 4, foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal para o *stock* da dívida pública na ótica de *Maastricht*. A análise nas mesmas tem por referência momentos distintos em função da disponibilidade dos dados: o rácio da dívida pública em percentagem do PIB — dezembro de 2024, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — fevereiro de 2025 e o valor nominal desagregado por subsector emissor e detentor institucional — janeiro de 2025. Por fim, no Capítulo 5 foram utilizados dados da Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa (final de 2024) divulgadas pelo Banco de Portugal. Os dados das contas nacionais trimestrais por sector institucional do 4.º trimestre de 2024 foram divulgados pelo INE em 26 de março de 2025.

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 20 de março de 2025. A dívida pública portuguesa é objeto de análise detalhada nos dois capítulos seguintes. O terceiro baseia-se na informação disponível em contabilidade pública orçamental sobre os ativos e os passivos financeiros do subsector Estado. Dá conta das principais operações e analisa fluxos e posições nos vários instrumentos de dívida direta daquele. O Capítulo 4 informa e analisa a evolução recente da dívida pública em contabilidade nacional, na aceção de *Maastricht*. Identifica as contribuições dos efeitos determinantes da variação do *stock*, ventila este por instrumentos, distingue as trajetórias por subsectores emissores e sectores institucionais detentores, analisa o efeito da consolidação interna nas Administrações Públicas sobre o valor oficial da dívida e caracteriza a evolução do estado das responsabilidades por pagar a fornecedores de bens e serviços. Este número destaca o papel do efeito Ajustamento Défice-Dívida. Finalmente, o Capítulo 5 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 mesmo.

2 Dívida soberana na Área do Euro

6. Este capítulo encontra-se organizado em duas secções. A Secção 2.1 apresenta indicadores de rendibilidade e prémios 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, seguindo-se uma pequena recuperação durante 2024 (com exceção da Itália). Mais recentemente, entre 1 de janeiro e 20 de março de 2025, todos os países elencados na Tabela 1 registaram novas subidas nas taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos. A 20 de março de 2025, Portugal e todos os restantes sete países elencados na Tabela 1 registavam taxas de rendibilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos superiores às que haviam sido alcançadas no final de dezembro de 2024: Portugal (+ 0,45 p.p.), Grécia (+ 0,37 p.p.), Itália (+ 0,38 p.p.), Espanha (+ 0,37 p.p.), Irlanda (+ 0,42 p.p.), Bélgica (+ 0,37 p.p.), França (+ 0,29 p.p.) e Alemanha (+ 0,41 p.p.). A tendência dos mercados no período mais recente, nos primeiros 20 dias de março de 2025, foi no mesmo sentido: a generalidade dos países elencados na Tabela 1 registou aumentos nas taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos: Portugal (+ 0,36 p.p.), Grécia (+ 0,35 p.p.), Itália (+ 0,37 p.p.), Espanha (+ 0,38 p.p.), Irlanda (+ 0,37 p.p.), Bélgica (+ 0,35 p.p.), França (+ 0,34 p.p.) e Alemanha (+ 0,37 p.p.). A 20 de março de 2025, cinco dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rendibilidade superiores aos 3,29% dos títulos portugueses, encontrando-se nesta condição os títulos de Itália (3,91%), Grécia (3,59%), França (3,48%), Espanha (3,42%) e Bélgica (3,34%).

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

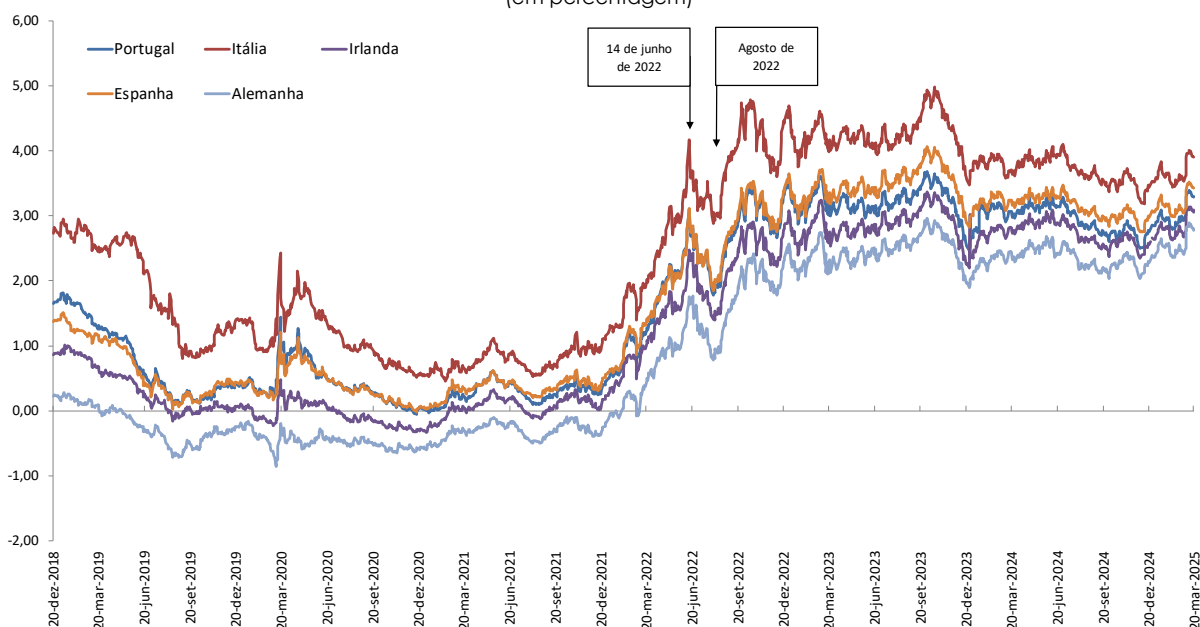
	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	31 dez. 2020	30 dez. 2021	30 dez. 2022	29 dez. 2023	30 dez. 2024	28 fev. 2025	20 mar. 2025	Variação entre 28/fev. e 2/mar. (em p.p.)	Variação desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,50	3,75	1,91	1,71	0,43	0,03	0,46	3,58	2,63	2,84	2,93	3,29	0,36	0,45
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,62	1,31	4,57	3,05	3,22	3,24	3,59	0,35	0,37
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,54	1,17	4,70	3,69	3,52	3,54	3,91	0,37	0,38
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	2,98	3,06	3,04	3,42	0,38	0,37
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,29	0,24	3,08	2,35	2,64	2,68	3,05	0,37	0,42
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,39	0,18	3,21	2,60	2,97	2,99	3,34	0,35	0,37
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,34	0,19	3,11	2,56	3,19	3,14	3,48	0,34	0,29
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,56	2,02	2,36	2,41	2,78	0,37	0,41

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

8. 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. Os primeiros meses de 2025 parecem estar a inverter esta evolução. Após um pequeno período de contração, que se iniciou no segundo trimestre de 2021, as taxas de rendibilidade das dívidas soberanas mantiveram-se em níveis relativamente baixos até ao final de 2021 (Gráfico 1). Em 17 de dezembro de 2021, de entre os oito países listados na Tabela 1, três registaram taxas de rendibilidade 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 rendibilidade 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 rendibilidade 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. Na sequência desta reunião, 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 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, no final de 2024, apenas a França registava uma *yield* superior à alcançada no final de 2022 para os seus títulos a 10 anos. Tal como relatado no ponto anterior, nos primeiros meses de 2025 tem-se registado um movimento ascendente das taxas de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos — Tabela 1 e no Gráfico 1. As decisões de política económica do novo Governo dos EUA têm gerado enorme incerteza na economia global. As últimas semanas, em particular, têm assistido a uma fuga em massa de capitais dos mercados de ações em busca de ativos mais líquidos e relativamente mais seguros, nomeadamente os títulos de rendimento fixo, como são muitas obrigações soberanas.

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 20 de março de 2025; com exceção de Portugal e da Irlanda, os restantes países elencados na Tabela 2 registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2024. 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 de Portugal e da Irlanda, os restantes países listados na Tabela 2 apresentaram uma redução dos seus prémios de risco face ao nível registado no final de 2024. França foi o país que registava, em 20 de março de 2025, a redução mais significativa nos prémios de risco, face ao final do ano anterior: - 12,9 p.b.. Grécia, Itália, Espanha e Bélgica também apresentavam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana inferiores aos registados no final de 2024 (variações de - 4,3, - 3,0, - 4,8 e - 4,7 p.b., respetivamente). Em sentido contrário, Portugal e Irlanda registaram acréscimos dos seus prémios de risco a 20 de março de 2025, face ao final de 2024: + 3,5 e + 0,1 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 (com 60 p.b.), e no final de 2024 situava-se em sexto lugar (com 48 p.b.), abaixo de Itália (116 p.b.), da Grécia (85 p.b.), da França

(83 p.b.), da Espanha (69 p.b.) e da Bélgica (61 p.b.). Entre 1 de janeiro e 20 de março de 2025, Portugal registou um aumento do prémio de risco em 3,5 p.b., sendo a maior subida de entre os países elencados na Tabela 2. França, Espanha, Bélgica, Grécia e Itália registaram diminuições no prémio de risco dos títulos a 10 anos. Ainda assim, em 20 de março de 2025 o prémio de risco da dívida portuguesa valia 51 p.b. (o sexto mais elevado), um valor inferior aos da Bélgica (56 p.b.), Espanha (65 p.b.), França (70 p.b.), Grécia (81 p.b.), e muito inferior ao de Itália (113 p.b.) — ver Tabela 2.

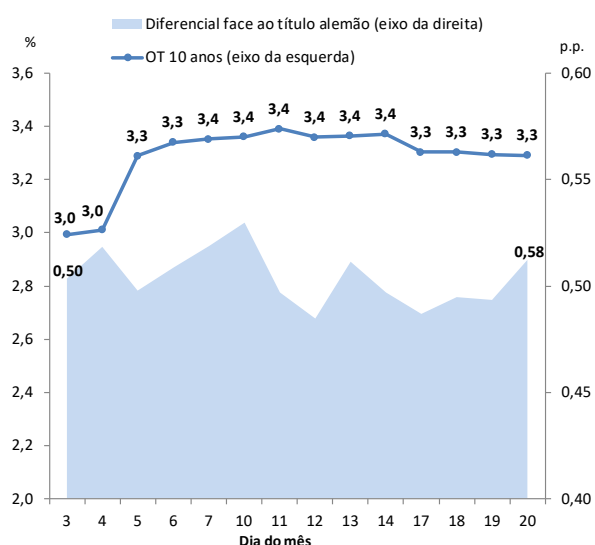
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos
(em pontos-base)

	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 dez. 2024	28 fev. 2025	20 mar. 2025	Variação entre 28/fev. e 20/mar. (em p.b.)	Variação desde o início do ano (em p.b.)
Portugal	188	354	149	148	62	60	64	101	60	48	53	51	-1,5	3,5
Grécia	766	690	369	416	161	119	150	200	103	85	84	81	-2,8	-4,3
Itália	97	161	158	250	160	111	135	213	167	116	113	113	-0,5	-3,0
Espanha	114	118	113	117	65	62	74	108	96	69	64	65	0,7	-4,8
Irlanda	52	54	24	66	30	28	42	51	33	27	27	27	0,1	0,1
França	36	48	36	47	30	23	38	54	54	83	74	70	-3,8	-12,9
Bélgica	34	32	20	53	27	18	36	64	58	61	58	56	-2,2	-4,7

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

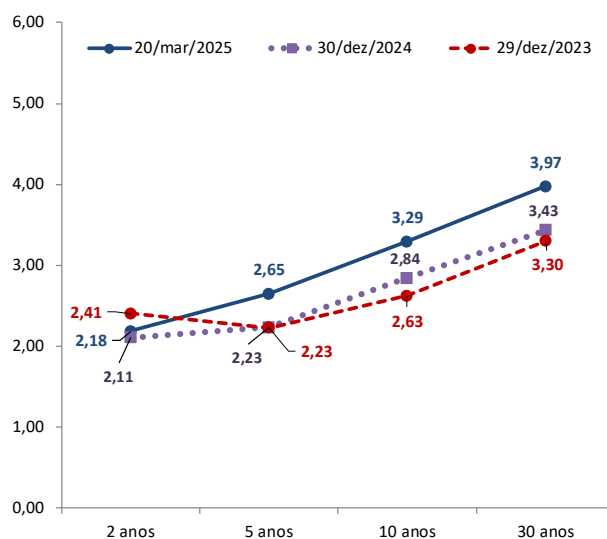
10. Em 20 de março de 2025, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2024, em todas as maturidades. Em 20 de março de 2025, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da curva de rendimentos verificada no final de 2024, em todas as maturidades. Quando comparada com a curva de rendimentos registada no final de 2023, a situação atual também evidencia uma subida em quase todas as maturidades (Gráfico 3) — excetua-se a maturidade a 2 anos, em que se registaram valores ligeiramente mais baixos. No período compreendido entre 30 de dezembro de 2024 e 20 de março de 2025, 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 superior à do final de 2023 (com exceção dos títulos com maturidade a 2 anos). Com efeito, no final de 2023 os títulos da dívida portuguesa com maturidade a cinco, 10 e 30 anos registavam taxas de rentabilidade de 2,23%, 2,63% e 3,30%, respetivamente, pontos dos quais se distancia a 20 de março de 2025.

Gráfico 2 – Evolução diária em março de 2025 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 março de 2025, 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 força 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.** As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez foram reduzidas em 25 p.b., para os níveis de 2,50%, 2,65% e 2,90%, respetivamente, com efeitos a partir de 12 de março de 2025;
- **As carteiras do programa de compra de ativos (*Asset Purchase Programme — APP*) e do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP*) estão a diminuir, uma vez que o Eurossistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vencidos destes programas.** O Eurossistema 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 fevereiro de 2025, a carteira de ativos detidos pelo Eurossistema no âmbito do programa APP ascendia a 2 612 900 M€, menos 60 264 M€ do que no final de dezembro de 2024. Relativamente às aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP*), o Conselho do BCE deixou de reinvestir os respetivos pagamentos de capital dos títulos vencidos no final de 2024. No final de fevereiro de 2025, a carteira de ativos detidos pelo Eurossistema no âmbito do programa PEPP ascendia a 1 635 462 M€, menos 33 207 M€ do que no final de dezembro de 2024.

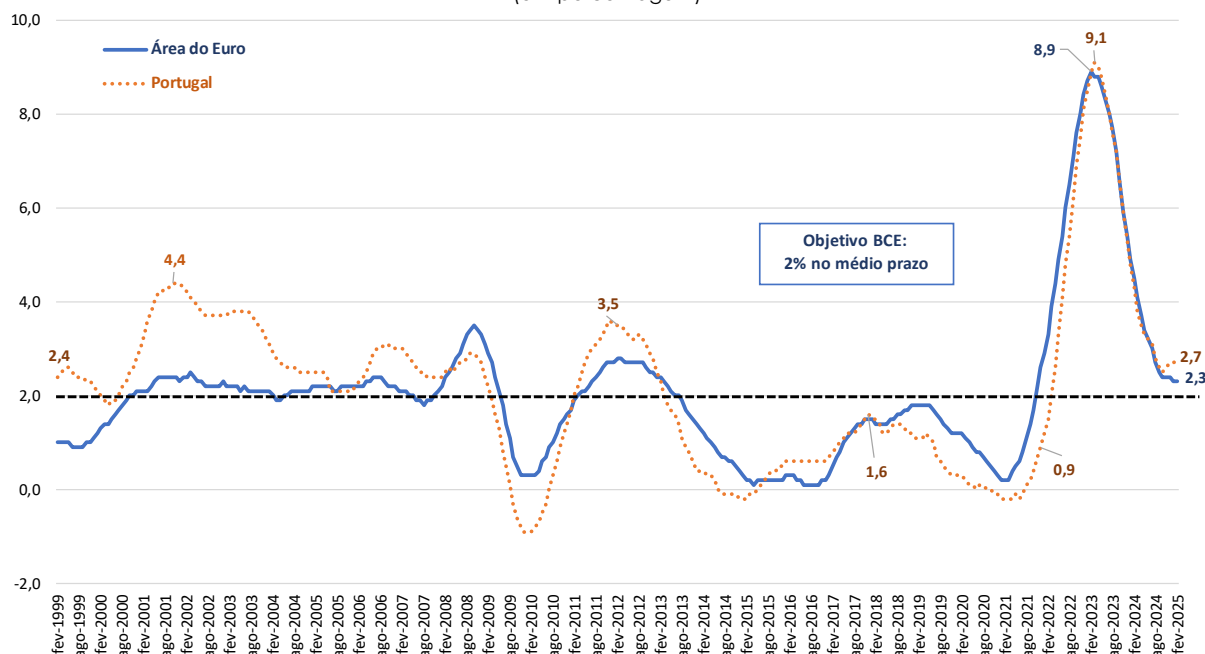
12. A inflação desceu significativamente e o processo desinflationista mantém-se, mas os salários e os preços em determinados sectores ainda estão a ajustar-se, com um desfasamento substancial, sendo expectável que a inflação venha a estabilizar, numa base sustentada, em torno do objetivo de medio prazo (2%). Neste sentido, os especialistas do BCE projetam uma revisão em baixa das projeções de crescimento económico. As mais recentes projeções para a inflação global e a inflação subjacente elaboradas pelos especialistas do Eurossistema foram revistas em alta para 2025. Os especialistas projetam agora que a inflação total deverá ascender, em média a 2,3% em 2025, 1,9% em 2026 e 2,0% em 2027. Relativamente à *inflação subjacente*, que exclui os preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, projetam uma média de 2,2% em 2025, 2,0% em 2026 e 1,9% em 2027.¹ O Conselho do BCE considera que a inflação irá estabilizar, de forma sustentada, em redor do objetivo de médio prazo, 2%. No entanto, faz notar que a inflação interna deverá permanecer elevada, sobretudo porque os salários e os preços em determinados sectores ainda se encontram em processo de ajustamento. Neste contexto, os especialistas do Eurossistema projetam um crescimento económico relativamente mais fraco para a Área do Euro: 0,9% em 2025, 1,2% em 2026 e 1,3% em 2027. As revisões em baixa relativas a

¹ Há muitas medidas de "inflação subjacente" na literatura. O interesse nelas resulta do desejo de autoridades monetárias e investigadores distinguirem os episódios de subida generalizada de preços com causas temporárias dos que têm causas persistentes. A distinção importa, entre outros motivos, para calibrar os instrumentos da política monetária. A ideia é encontrar medidas de inflação sem a influência dos preços mais voláteis por estes poderem distorcer a conclusão sobre se se está perante um fenómeno duradouro ou passageiro. A intenção é obter uma medida do comportamento estrutural dos preços no consumo, portanto pouco influenciável por oscilações provocadas por eventos inesperados, mas de impacto tipicamente significativo e de curto prazo em determinados mercados reais — tempestades e crises geopolíticas, por exemplo. As várias medidas consistem em retirar alguns produtos ao cabaz mais completo do índice produzido pelas autoridades estatísticas competentes ou na aplicação de filtros estatísticos aos ponderadores dos produtos. A medida subjacente mais conhecida consiste no expurgo dos produtos energéticos e dos alimentos não transformados. As previsões acima citadas do BCE expurgam também os bens alimentares processados. Um estudo recente por autores do Banco de Portugal caracteriza 12 medidas diferentes de inflação estrutural ou subjacente e avalia cada uma delas face a propriedades estatísticas, capacidade de previsão e sensibilidade aos ciclos económicos — GOUVEIA, Carlos Melo, QUELHAS, João e SERRA, Sara (2025), "[Todas as medidas de inflação subjacente têm o mesmo desempenho? \(Re\)avaliação após um choque de inflação](#)", *Revista de Estudos Económicos*, Vol. XI, N.º 1, pp. 45–68.

2025 e 2026 refletem a diminuição das exportações e o fraco investimento, decorrente, em parte, da elevada incerteza quanto às políticas comerciais.

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 58 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 ainda acima do objetivo do BCE, 2% no médio prazo. 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 2012 (13 meses) e entre dezembro de 2021 e agosto de 2024 (33 meses). Em todos os outros momentos, este indicador manteve-se abaixo de 2,5%, nunca tendo registado valores negativos. Desde setembro de 2024, a taxa de inflação da Área do Euro mantém-se dentro do intervalo de variação [2,3% ; 2,5%]. 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). Após este momento, iniciou um percurso descendente, registando: 5,4% em dezembro de 2023, 2,4% em dezembro de 2024 e 2,3% em fevereiro de 2025 — Gráfico 4.

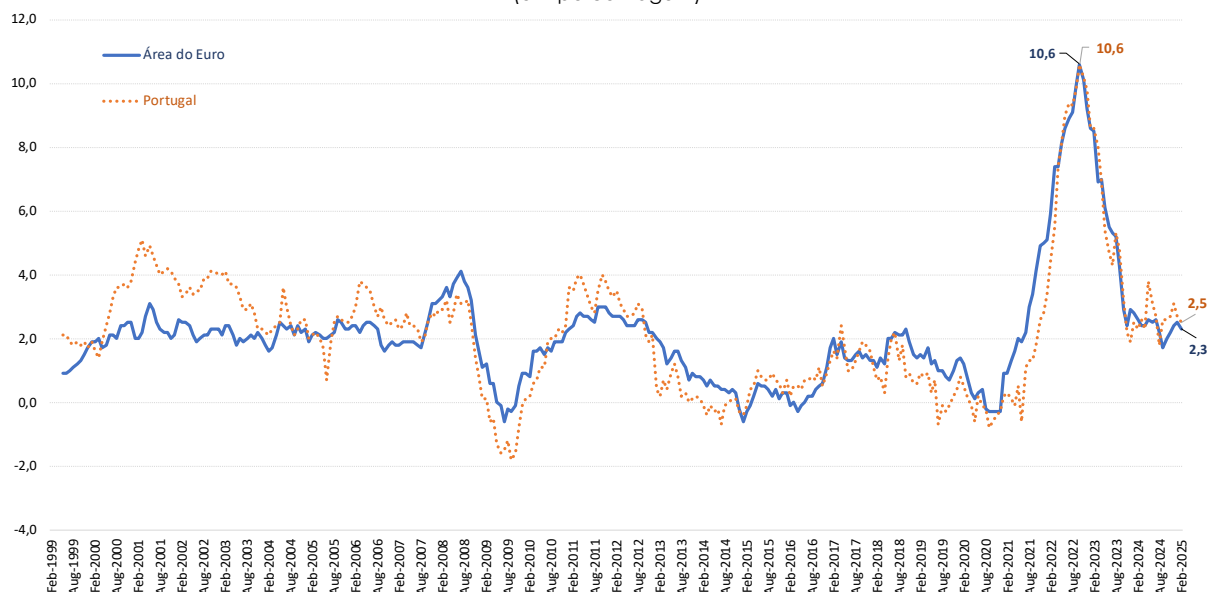
Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a fevereiro de 2025
(em percentagem)



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 taxa de inflação, π_t , é dada pelo cálculo do seguinte rácio:

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

Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro e Portugal: fevereiro de 1999 a fevereiro de 2025
(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 fevereiro de 2025) 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 Fluxos e nível da atividade financeira do Estado em contabilidade pública orçamental

15. Este capítulo analisa a restrição de tesouraria do Estado e a evolução da dívida direta do Estado. 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.

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 de 2018 a 2024, execução em 2025 (de janeiro e fevereiro), em termos mensais e acumulados, previsão para o ano completo de 2025 (OE/2025)

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.

e a variação entre a execução de 2024 e a de 2025. 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:

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

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

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:

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

Os fluxos na equação (2) 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, e 2023 bem como a previsão orçamental para o total do ano 2025, registam valores nulos para o saldo da gerência anterior e o saldo total.

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

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

17. Nos primeiros dois meses de 2025, a emissão de dívida efetuada pelo Estado, líquida de amortizações (na ótica de tesouraria), foi inferior ao registado no período homólogo de 2024. Nos meses de janeiro e fevereiro de 2025, o Estado arrecadou uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 1339 M€, um valor que se situa 1175 M€ abaixo do registado em igual período de 2024. A necessidade de obter esta receita líquida decorreu, em primeiro lugar, da execução orçamental, cujo défice global registado até fevereiro de 2025 absorveu 527 M€ desses recursos (menos 1213 M€ do que em igual período de 2024) — linha 2 da Tabela 3. Em segundo lugar, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado (linha 5) consumiu 813 M€, mais 38 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	Jan-Dez 2024	Execução mensal em 2025		Execução acumulada janeiro - fevereiro			Referenciais anuais	
								Jan.	Fev.	2024	2025	Δ 2024/25	OE 2025	Δ 2024/25
1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6)	7 339	9 499	16 790	13 773	9 251	3 455	10 013	749	591	2 515	1 339	-1 175	17 100	7 087
2. Saldo global	-3 666	-3 940	-12 204	-9 471	-5 781	-189	-5 838	-495	-32	-1 740	-527	1 213	-6 990	-1 152
3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)	4 778	6 357	4 741	4 945	4 062	3 699	4 601	345	507	848	851	3	10 312	5 711
3.1 Empréstimos médio/longo prazo	2 679	3 020	2 595	911	1 059	547	608	0	132	2	132	130	6 407	5 799
3.2 Dotações de Capital	1 537	3 276	1 984	3 998	2 866	2 965	3 815	343	366	815	709	-106	3 730	-85
3.3 Outros	562	62	163	36	137	187	178	2	8	31	10	-21	175	-3
4. Receita de ativos financeiros	1 105	798	156	644	593	433	426	91	-52	73	39	-34	202	-224
5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)	3 673	5 559	4 585	4 301	3 469	3 266	4 175	254	559	775	813	38	10 110	5 935
6. Saldo da gerência anterior	0	0	-2	-7	-1	0	-3	0	0	0	0	0	0	3
7. Saldo Total	0	0	-2	-7	-1	0	-3	0	0	0	0	0	0	3

Fontes: DGO e cálculos da UTAO. | Notas: (i) 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. (ii) A despesa em ativos financeiros com a designação "3.3 Outros" inclui a seguinte despesa: empréstimos a curto prazo, aquisição de participações, execução de garantias, expropriações, participações em organizações internacionais e outros ativos.

18. A despesa (bruta) em ativos financeiros, executada nos primeiros dois meses de 2025, foi ligeiramente superior à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 851 M€, mais 3 M€ do que o despendido em igual período de 2024. A execução de garantias registou valores abaixo do período homólogo, ascendendo a 8,3 M€ no período em análise (29,0 M€ no período homólogo). Nos períodos janeiro a fevereiro de 2025, estas verbas foram destinadas, na sua grande maioria, a dotações de capital (709 M€). O Estado despendeu também 132 M€ em empréstimos de médio/longo prazo (valor que compara com 2 M€ despendido em igual período de 2024). A rubrica "Outros" inclui a execução de garantias, as quais registaram uma execução de 8,3 M€ no período em análise, abaixo do verificado no período homólogo (31 M€).³ Neste âmbito, a execução entre janeiro e fevereiro de 2025 exigiu do Estado um maior esforço financeiro, face ao período homólogo de 2024, relativamente a empréstimos de médio/longo prazo (+ 130 M€) — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros, efetuado pelo Estado, no período janeiro a fevereiro de 2025.

19. No período compreendido entre janeiro e fevereiro de 2025, grande parte da despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino as EPR, sobretudo sob a forma de dotações de capital. Uma

³ Registaram-se ainda outras despesas do Estado com ativos financeiros, relacionadas com participações em organizações internacionais (1,8 M€) e aquisição de participações (577,2 €).

outra parcela também muito significativa teve como destino a TAP. Nos primeiros dois meses de 2025, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 851 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (709 M€) e empréstimos a médio e longo prazo (132 M€). Em particular, da despesa efetuada em dotações de capital (709 M€), 343 M€ tiveram como destino a TAP, S.A. e 366 M€ foram destinados às EPR, com a seguinte distribuição por entidade:

— Infraestruturas de Portugal, S.A	361,3 M€;
— EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A.	4,9 M€.

20. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado nos primeiros dois meses de 2025 ascendeu a 39 M€. A grande maioria desta receita decorreu da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 36,5 M€, dos quais:⁴

- 29 M€ pela Região Autónoma da Madeira, no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira da RAM;
- 5,3 M€ por parte de entidades da Administração Local (AdL).

21. Face aos valores orçamentados no OE/2025, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros dois meses de 2025 o Estado financiou-se num montante correspondente a 7,8% do previsto para o conjunto do ano.

Entre janeiro e fevereiro de 2025, a receita líquida proveniente de passivos financeiros ascendeu a 1339 M€, 15 761 M€ aquém do total previsto para o ano completo de 2025 (grau de execução de 7,8%). Para este resultado concorreu, por um lado, o facto de se ter alcançado neste período um défice global do subsector Estado de 527 M€, cerca de 6464 M€ abaixo do défice previsto no OE/2025 para o total do ano; por outro lado, contribuiu também o facto de a despesa líquida em ativos financeiros, executada em janeiro e fevereiro de 2025, ter ascendido a 813 M€, um valor que se situou 9297 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 8,0%) — linha 5 da Tabela 3.

22. Para o conjunto do ano 2025, o OE aprovado prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, muito acima da execução de 2024, prevendo-se um agravamento do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros muito superior à realizada em 2024. De acordo com os valores constantes do OE/2025, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 17 100 M€, mais 7087 M€ do que a execução de 2024. A previsão para 2025 tem implícito um acentuado agravamento do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para – 6990 M€ (11 152 M€ abaixo do saldo orçamental do subsector Estado registado em 2024), e um aumento substancial da despesa bruta em ativos financeiros para 10 312 M€ (5711 M€ acima da execução de 2024). A execução acumulada nos primeiros dois meses de 2025 corresponde a um período ainda relativamente curto e encontra-se compilada na Tabela 3. Com efeito, nos próximos meses podem vir a ocorrer outras operações relevantes envolvendo despesa ou receita com ativos e passivos financeiros. No entanto, o défice global alcançado até fevereiro deste ano (– 527 M€) não regista uma degradação homóloga (pelo contrário, regista uma melhoria de 1213 M€), e representa 7,5% do valor previsto para o ano completo de 2025, 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 fevereiro de 2025 ficou acima do observado no final do mês homólogo de 2024. Salienta-se o aumento nos stocks de dívida titulada de médio e longo prazo e a redução na de curto prazo. Relativamente à dívida não titulada, é de referir a redução do stock de Certificados do Tesouro e o aumento das aplicações em Certificados de Aforro e dos empréstimos oficiais (empréstimos PRR da UE). Em fevereiro de 2025 registou-se um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sob a forma de dívida titulada e não titulada. A dívida direta do Estado corresponde à dívida em que o subsector Estado é o devedor efetivo. Por este motivo,

⁴ Em fevereiro, a receita de ativos financeiros registou um valor negativo. De acordo com o referido na Síntese de Execução Orçamental de fevereiro de 2025, tal facto decorreu da alteração do registo da receita relativa à amortização de um empréstimo a médio e longo prazo pela Parvalorem S.A. (59 M€), inicialmente registada em 2025 e posteriormente alterada para o ano de 2024, ano em que a receita foi efetivamente obtida.

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 fevereiro de 2025, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 296 347 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 3775 M€ em cadeia mensal, resultante dos aumentos da dívida titulada (+ 3302 M€) e não titulada (+ 472 M€). O acréscimo da parcela de dívida não titulada reflete um aumento do stock de Certificados de Aforro (+ 630 M€) parcialmente compensado por uma redução mensal de 142 M€ em Certificados de Tesouro e de 16 M€ em outra dívida titulada de médio e longo prazo. O aumento mensal da dívida titulada de médio e longo prazo ficou a dever-se ao aumento mensal do saldo de OT (Obrigações do Tesouro) em 1833 M€, decorrente das emissões realizadas no mês, nomeadamente a OT 1% 12Apr2052 em 631 M€, da OT 1.15% 11Apr2042 em 619 M€ e da OT 2.25% 18Apr2034 em 635 M€. No tocante à dívida titulada de curto prazo, registou-se um incremento mensal do stock de Bilhetes do Tesouro de 980 M€, resultante da emissão efetuada durante o mês de fevereiro (BT 16JAN2026). De referir também o aumento em cadeia mensal do saldo vivo de CEDIC, em 490 M€. Tendo por referência o final do mês homólogo de 2024, no final de fevereiro de 2025 a dívida direta era superior em 10 222 M€ e incorporava alterações relevantes na estrutura da dívida. Verificou-se uma redução nos stocks de dívida titulada de curto prazo (- 976 M€) e um aumento na dívida titulada de médio e longo prazo (+ 9524 M€). No que respeita à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo do stock de Certificados de Aforro em 1739 M€ (+5,1%) e uma redução nos Certificados do Tesouro de 1246 M€ (- 11,7%). 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 do PRR (UE) aumentaram 1250 M€ em termos homólogos. O stock deste passivo ascendia a 2904 M€ no final de fevereiro através da acumulação das seguintes parcelas: 351 M€ em agosto de 2021, 609 M€ em maio de 2022, 109 M€ em fevereiro de 2023, 585 M€ em dezembro de 2023 e 1250 M€ em novembro de 2024. 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)

	fev/2024	jan/2025	fev/2025	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	fev/2024	fev/2025
Titulada	181 469	186 716	190 018	3 302	8 548	1,8	4,7	63,4	64,1
Curto prazo	20 479	18 033	19 503	1 469	- 976	8,1	-4,8	7,2	6,6
Médio e longo prazo	160 991	168 682	170 515	1833	9 524	1,1	5,9	56,3	57,5
Não titulada	49 092	49 091	49 563	472	471	1,0	1,0	17,2	16,7
Cert. Aforro	34 016	35 125	35 755	630	1 739	1,8	5,1	11,9	12,1
Cert. do Tesouro	10 691	9 587	9 445	- 142	-1 246	-1,5	-11,7	3,7	3,2
Outra - ML prazo	4 385	4 379	4 363	- 16	- 22	-0,4	-0,5	1,5	1,5
Contas margem	47	0	0	0	- 47	-	-100,0	0,0	0,0
Empréstimos Oficiais	55 516	56 766	56 766	0	1 250	0,0	2,3	19,4	19,2
Empréstimos SURE (UE)	6 234	6 234	6 234	0	0	0,0	0,0	2,2	2,1
Empréstimos PRR (UE)	1 654	2 904	2 904	0	1 250	0,0	75,6	0,6	1,0
Assistência Financeira	47 628	47 628	47 628	0	0	0,0	0,0	16,6	16,1
Total	286 125	292 572	296 347	3 775	10 222	1,3	3,6	100,0	100,0

Por memória:

Transaccionável	166 544	177 350	180 163	2 813	13 619	1,6	8,2	58,2	60,8
Não Transaccionável	119 581	115 222	116 184	962	-3 397	0,8	-2,8	41,8	39,2
Euro	283 679	292 572	296 347	3 775	12 668	1,3	4,5	99,1	100,0
Não euro	2 446	0	0	0	-2 446	-	-100,0	0,9	0,0
Contas margem	47	0	0	0	-47	-	-100,0	0,0	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. Nos primeiros dois meses de 2025, diminuiu a despesa com juros e outros encargos da dívida, quer em termos brutos, quer em termos líquidos. As comissões pagas neste período também foram inferiores às suportadas no período homólogo (30 M€ no período jan.-fev. de 2024 contra 18 M€ entre jan.-fev. de 2025). Em termos líquidos, isto é, descontando o efeito de juros recebidos de aplicações financeiras, também se registou uma redução homóloga desta despesa, bem como um aumento dos juros recebidos pelo Estado de aplicações financeiras.⁵ Em janeiro e fevereiro de 2025, a despesa com juros e outros encargos da dívida pública ascendeu a 1088 M€ (penúltima linha a negrito no corpo principal da Tabela 5), refletindo uma redução de 7,3% (- 85 M€) quando comparada com igual período do ano anterior, sendo esta evolução mais favorável do que a prevista no OE/2025 para o conjunto do ano (+ 6,4%; + 445 M€). Esta redução foi determinada, em grande medida, pela diminuição homóloga do montante despendido com juros de Obrigações do Tesouro, em - 37,6% (- 339 M€). Os juros relativos aos empréstimos oficiais (PAEF, SURE e PRR) ascenderam a um total de 36 M€ nos dois primeiros meses de 2025, sendo que o valor global previsto para 2025 é de 917 M€ (PAEF: 774 M€, SURE: 36 M€ e PRR: 106 M€). No que respeita aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros passou de negativo para positivo, totalizando 63 M€ no período acumulado jan.-fev. de 2025 (- 12 M€ no período homólogo). 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 dois meses de 2025, ascendeu a 256 M€, refletindo um acréscimo de 108 M€ (+ 73,1%) face ao período homólogo do ano anterior — Tabela 5. No final do período em análise (janeiro-fevereiro de 2025), o montante de dívida pública sob a forma destes produtos, destinados ao sector das Famílias (CA e CT), registava um acréscimo homólogo que ascendeu a 493 M€, verificando-se uma alteração na sua composição: um aumento no stock de Certificados de Aforro (+ 1739 M€) e uma diminuição no montante de Certificados do Tesouro (- 1246 M€).

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

	CGE 2024 (M€)	Execução mensal 2025 (M€)		Execução acumulada Janeiro – Fevereiro (M€)			OE 2025 (M€)	Grau de execução Janeiro – Fevereiro (%)	
		Jan.	Fev.	2024	2025	Tvh (%)		2024	2025
Juros da dívida pública	6 916	289	781	1 143	1 070	-6,4	7 308	16,5	14,6
Bilhetes do Tesouro	175	63	0	-12	63	-609,4	307	-7,1	20,6
Obrigações do Tesouro	3 787	3	560	903	564	-37,6	3 886	23,8	14,5
Empréstimos PAEF	689	0	38	24	38	61,6	774	3,4	4,9
Empréstimos SURE	21	7	0	7	7	-0,3	36	-	18,9
Empréstimos PRR	13	0	21	0	21	-	106	0,0	19,7
Certif. Aforro e Tesouro	1 567	135	121	148	256	73,1	1 607	9,5	15,9
CEDIC / CEDIM	329	43	6	4	49	1 034,9	357	1,3	13,7
Outros	335	37	35	70	72	3,1	235	20,8	30,6
Comissões	47	12	6	30	18	-40,6	100	64,4	17,9
Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR)	0	0	0	5	0	-100,0	0	-	-
Outros	47	12	6	25	18	-27,9	100	52,8	17,9
Juros e outros encargos pagos	6 963	301	787	1 173	1 088	-7,3	7 408	16,8	14,7
Tvh (%)	3,8	15,9	-24,1	-	-	-	6,4%	-	-

Por memória:

Juros recebidos de aplicações	165	23,0	16,3	16,7	39,3	134,5	169	10,1	23,2
Juros e outros encargos líquidos	6 798	278	770	1 156	1 049	-9,3	7 239	17,0	14,5
Tvh (%)	6,3	13,7	-24,3	-	-	-	6,5%	-	-

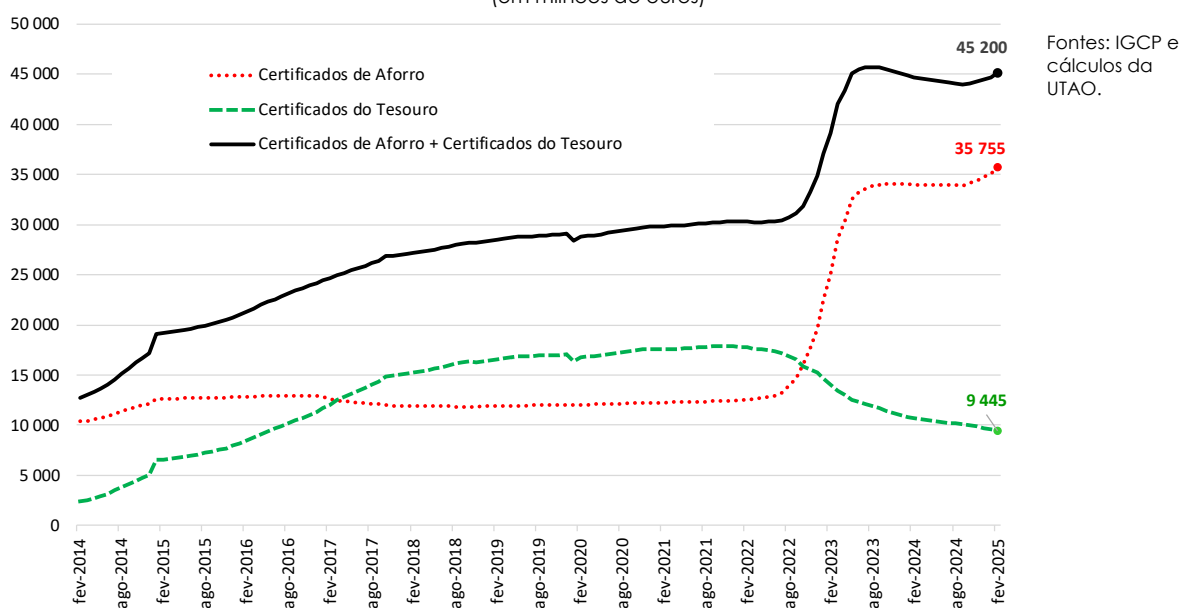
Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

25. Em fevereiro de 2025, o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou um aumento face ao mês homólogo, verificando-se uma tendência de recuperação desde outubro de 2024. O stock total de dívida pública detida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

⁵ O Estado recebeu 16,7 M€ de juros de aplicações financeiras no período janeiro-fevereiro de 2024, e 39,3 M€ em igual período de 2025.

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, que se manteve até agosto de 2023. 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 registou-se uma série de pequenas reduções mensais no stock total de CA e CT que se manteve até setembro de 2024, altura em que o stock total de CA e CT atingiu o valor de 43 988 M€. Nos meses mais recentes, esta tendência inverteu-se novamente, registando-se uma ligeira recuperação dos valores aplicados pelas famílias nestes dois instrumentos de dívida, tendo feito subir o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias para 45 200 M€, no final de fevereiro de 2025, um valor próximo do máximo alcançado em agosto de 2023. 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 35 755 M€ em fevereiro de 2025, refletindo uma subida homóloga de 1739 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, que se manteve até setembro de 2023. Em particular, entre junho de 2022 e setembro de 2023, as emissões brutas de Certificados de Aforro aumentaram de forma muito mais expressiva, de forma quase “exponencial” em alguns períodos, contribuindo para o crescimento do stock de Certificados de Aforro neste período. Entre novembro de 2023 e setembro de 2024, as emissões brutas de CA (e também as emissões líquidas) foram negativas, embora com valores não muito significativos, fazendo com que o stock de CA tivesse descido 176 M€ durante estes 11 meses. Desde outubro de 2024, as emissões brutas de CA recuperaram de forma expressiva, impulsionando o stock de CA para um novo máximo de 35 755 M€ em fevereiro de 2025. Assim, em fevereiro de 2025 o stock vivo de Certificados de Aforro refletia um acréscimo homólogo de 1739 M€.

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

(em milhões de euros)

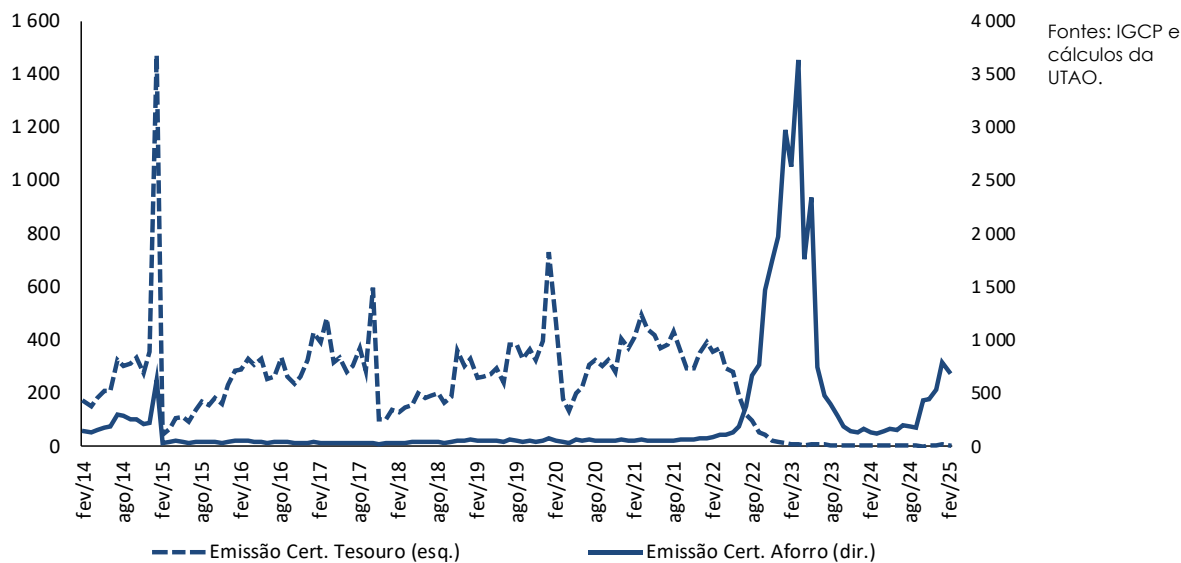
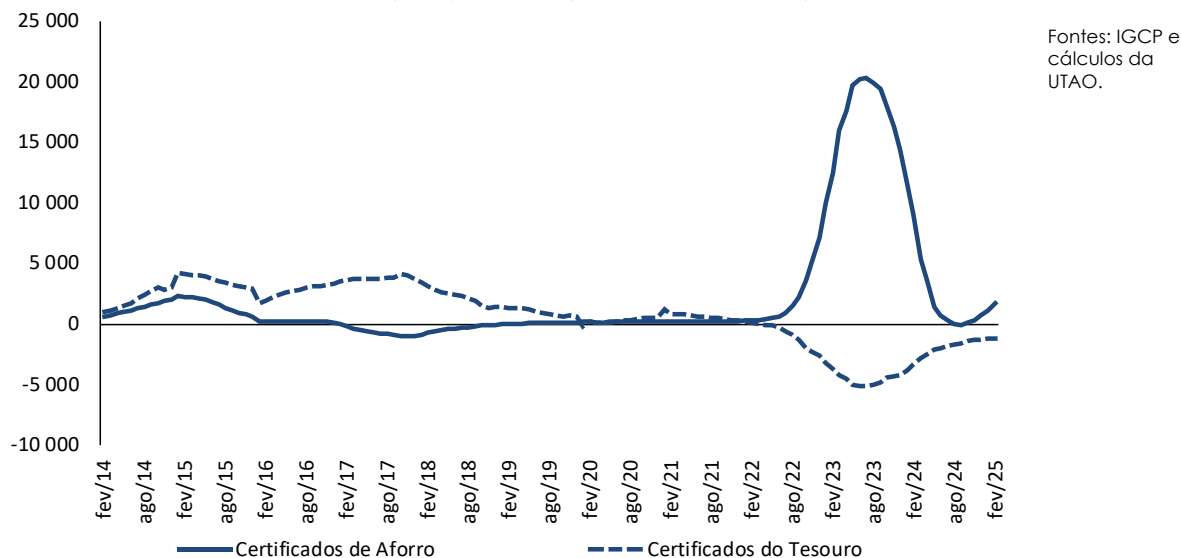


Gráfico 8 – Variação homóloga dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

(variação homóloga, em milhões de euros)



27. As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro foram efetuadas em março de 2025 e registaram uma ligeira subida da taxa de juro na maturidade a 13 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em março de 2025 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 março de 2025, para OT e BT. Nos dias 12 fevereiro e 12 de março de 2025, foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a 9 e 13 anos (Obrigações do Tesouro), no montante global de 1297 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 2,25% 18Apr2034, com taxa de rentabilidade de 2,786%, e OT 3,5% 18Jun2038, com taxa de rentabilidade de 3,633%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em 10 de abril e 8 de maio de 2024, observou-se uma diminuição de 0,151 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 9 anos e uma subida de 0,336 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 13 anos — Tabela 6. Nas emissões de BT efetuadas em dezembro de 2024 e março de 2025 foram alcançadas taxas de juro inferiores às verificadas em leilões anteriores para títulos com as mesmas maturidades. No primeiro caso, foi leiloado o BT 16MAY2025, com maturidade a cinco meses, colocação de 756 M€ e taxa média ponderada de 2,646%. No segundo caso, foi leiloado o BT 20MAR2026, com maturidade a 12 meses, montante global colocado de 1301 M€ e taxa média ponderada de 2,227%. Estes leilões de BT registaram reduções nas taxas de juro para estas maturidades de -0,515 p.p. e -0,189 p.p., respetivamente — Tabela 6.

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

Instrumento	Obrigações do Tesouro		Bilhetes do Tesouro	
	18-abr-2034	18-jun-2038	16-mai-2025	20-mar-2026
Maturidade				
Data do leilão	12-fev-2025	12-mar-2025	4-dez-2024	19-mar-2025
Prazo	9 anos	13 anos	5 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	635	662	756	1 301
Montante de Procura (M€)	1 084	1 062	1 383	3 030
Taxa média (%)	2,786	3,633	2,646	2,227
<i>Por memória:</i>				
Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %)	10-abr-2024 2,937	8-mai-2024 3,297	18-set-2024 3,161	15-jan-2025 2,416

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 31 de março de 2025 e o perfil de amortização para o período até 2055, os maiores volumes de reembolsos concentram-se, sobretudo, nos anos 2025 a 2035 (Gráfico 9). Excetua-se o ano 2033, no qual a amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos é relativamente menor. À data de 31 de março de 2025, o *stock* total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2025 e 2038 ascendia a 203,7 mil M€. De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 31 de março de 2025, na próxima década será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos nos seguintes montantes anuais: 14,5 mil M€ em 2025, 15,0 mil M€ em 2026, 19,3 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, 17,1 mil M€ em 2034 e 18,5 mil M€ em 2035.⁶ O triénio seguinte (2036 – 2038) exigirá a amortização de títulos em cerca de 29,5 mil M€. Com o atual perfil de amortização de dívida pública, só a partir de 2039 é que o valor anual de amortizações de dívida pública a médio e longo prazos desce para valores abaixo de 10 mil M€/ano.⁷ 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 18,5 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 M€ 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, 585 M€ em dezembro de 2023 e 1250 M€ em novembro de 2024, num total de 2904 M€, estando prevista a sua amortização ao longo de um período de 24 anos (2032 a 2055). 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 também evidenciadas no Gráfico 9.

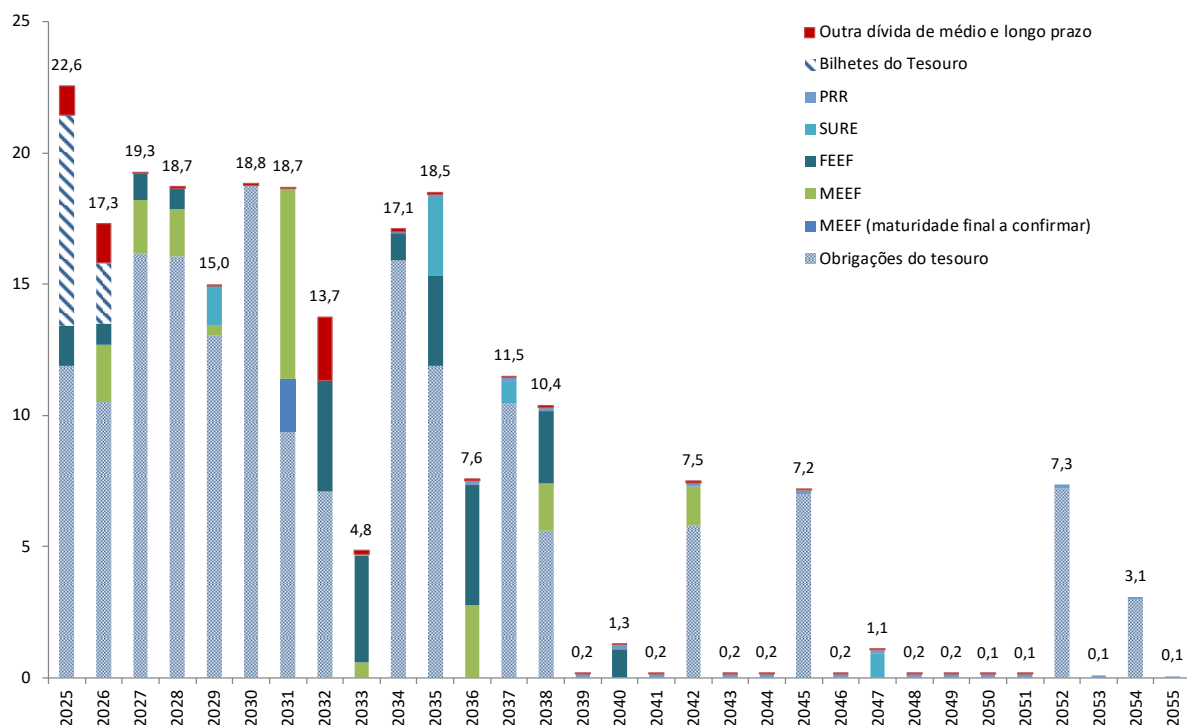
29. O Gráfico 10 apresenta o perfil de amortização da dívida pública titulada por Bilhetes do Tesouro e Obrigações do tesouro. O *stock* vivo de Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro encontra-se elencado no Gráfico 10 abaixo. Para cada título é a apresentado o respetivo montante, por ordem crescente de maturidade, indicada na referência do respetivo título (escala da esquerda).

⁶ A estes montantes, acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 8,03 mil M€ em 2025 e 2,3 mil M€ em 2026.

⁷ Nos anos 2036 a 2038, os valores de dívida pública a amortizar anualmente situam-se no intervalo [7,6 ; 11,5] mil M€.

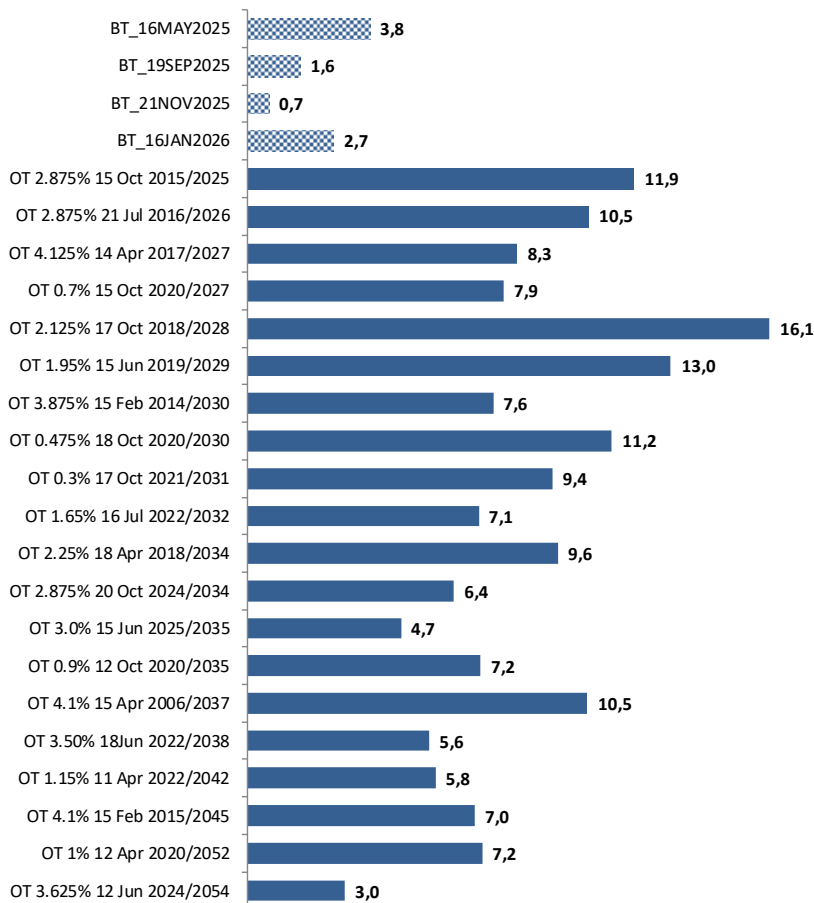
Gráfico 9 – Perfis anuais de amortização

(valores nominais em milhares de milhão de euros, atualizado a 31 de março de 2025)



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. (ii) As amortizações estão expressas em termos nominais e a preços correntes. Como o gráfico exibe valores monetários de anos tão distantes entre si como 2025 e 2055, poderá perguntar-se porque 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 2025, todos os demais anos serem futuros. Logo, há enorme incerteza sobre os valores descontados das amortizações futuras, tanto maior quando mais distante de 2025 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 31 de março de 2025)



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).

30. A dívida a médio e longo prazos emitida até final de fevereiro de 2025 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 fevereiro de 2025, a maturidade média da dívida de médio e longo prazo, emitida no próprio ano, era de 12,8 anos, um valor superior ao registado em anos precedentes (por exemplo, em fevereiro de 2020, era cerca de 10,5 anos). No entanto, a maturidade residual da dívida direta do Estado⁸ apresenta um declínio desde 2016, ascendendo a 7,7 anos em fevereiro de 2025. A maturidade residual dos empréstimos PAEF é de 7,2 e 8,8 anos para os empréstimos EFSM e EFSF, respetivamente. Excluindo os empréstimos PAEF, a maturidade média residual da dívida direta do Estado, em fevereiro de 2025, foi de 7,6 anos.

4 Dívida pública em contabilidade nacional

31. Este capítulo analisa a dívida pública na ótica de Maastricht em valores nominais e em percentagem do PIB. A Secção 4.1 apresenta a distinção entre o conceito de dívida direta do Estado e a dívida pública na ótica de Maastricht. A Secção 4.2 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 Secção 4.3 incide sobre o efeito da consolidação entre subsectores na dívida de Maastricht. Por fim, a Secção 4.4 apresenta a evolução da dívida não financeira.

⁸ A maturidade residual em fevereiro do ano t é a esperança média de vida do stock total de dívida por pagar (*outstanding debt*) nesse momento.

4.1 Definição de *Maastricht*

32. 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 salientar 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 montante 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”](#).

4.2 Desenvolvimentos recentes

33. A presente secção debruça-se 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*. A dívida pública é uma variável *stock* observável no final de cada período: mês, trimestre ou ano. A presente secção usa períodos distintos devido à diferente disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (dezembro de 2024), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (fevereiro de 2025) e valor nominal desagregado por subsector (janeiro de 2025). Relativamente à decomposição por credores da dívida pública portuguesa, a informação tem por referência janeiro de 2025.

34. O rácio entre a dívida pública na ótica de *Maastricht* e o PIB nominal desceu para 94,9% no final do ano 2024, sendo 2,8 p.p. do PIB inferior ao verificado no final do ano 2023. No final de 2024, o rácio da dívida pública no PIB corresponde ao mínimo desde setembro de 2010. Esta redução homóloga resulta do contributo do efeito denominador decorrente do crescimento nominal do PIB (- 5,9 p.p.), patente na Tabela 7, sendo parcialmente contrariado pelo efeito numerador resultante da subida da dívida pública em valor nominal (3,1 p.p.).

35. Apesar do saldo orçamental positivo em 2024, a dívida pública de *Maastricht* nominal subiu em 2024 devido ao contributo do ajustamento défice-dívida. No final de 2024, o montante de dívida pública de *Maastricht* situou-se em 270,7 mil M€, o que representa um acréscimo de 8,9 mil M€ face ao final do ano anterior (Tabela 8). Esta variação resulta de fatores com efeitos contrários. O saldo primário positivo (7,9 mil M€) deu um contributo descendente para a dívida pública nominal, mas foi contrariado pela despesa com juros (5,9 mil M€) e, sobretudo, pelo conjunto dos ajustamentos défice-dívida (3,8% do PIB em 2024 ou 10,9 mil M€) — Tabela 7 e Tabela 8.

Tabela 7 – Decomposição da variação do rácio da dívida pública
(em percentagem do PIB e em pontos percentuais do PIB)

	2021	2022	2023	2024	Varição 2024
Dívida Pública (% do PIB)	123,9	111,2	97,7	94,9	-2,8
1. variação em p.p. do PIB (2+3+6)	-10,2	-12,6	-13,5	-2,8	10,7
2. efeito do saldo primário	0,5	-1,6	-3,3	-2,8	0,5
3. efeito dinâmico (4+5)	-7,2	-12,1	-7,9	-3,9	4,0
4. efeito taxa de juro	2,4	1,9	2,1	2,0	-0,1
5. efeito PIB nominal	-9,6	-13,9	-9,9	-5,9	4,0
6. ajustamento défice-dívida	-3,5	1,0	-2,4	3,8	6,2

Fontes: Banco de Portugal, Instituto Nacional de Estatística e cálculos da UTAO.

Tabela 8 – Decomposição da variação da dívida pública nominal
(em milhões de euros)

	2021	2022	2023	2024
Dívida Pública (em M€)	268 189	271 358	261 849	270 723
1. Variação anual (-2+3+4)	-1 389	3 169	-9 509	8 874
2. Saldo primário	-999	3 851	8 773	7 869
3. Juros	5 118	4 608	5 526	5 875
4. Ajustamento défice-dívida	-7 506	2 412	-6 262	10 868

Fontes: Banco de Portugal, Instituto Nacional de Estatística e cálculos da UTAO.

36. O ajustamento défice-dívida é um conjunto heterogéneo de fatores, o qual representou 10,9 mil M€ e 3,8% do PIB em 2024. De acordo com a informação do Banco de Portugal (Tabela 9), nesse ano destacaram-se os aumentos dos ativos financeiros sob a forma de depósitos (1,9 mil M€), bem como sob a forma de títulos de dívida e ações e outras participações (3,6 mil M€), adquiridos pelos fundos de segurança social, pelo Fundo de Resolução e pelo Fundo de Garantia de Depósitos. Adicionalmente, entre os passivos não incluídos na dívida, salienta-se o conjunto (3,1 mil M€) relativo aos desfasamentos temporais de fundos europeus, à regularização de transferências de fundos de pensões e aos outros desfasamentos temporais, incluindo a injeção de capital na TAP. Por fim, é de destacar também as outras variações de volume/preço dos passivos incluídos na dívida (1,1 mil M€), sobretudo por emissões de dívida abaixo do par. A Caixa 2 desenvolve este tema.

Tabela 9 – Decomposição do ajustamento défice-dívida no ano 2024
(em milhões de euros)

	2024
1. Ajustamento défice-dívida (1=2-3+4)	10 868
2. Aquisição líquida de ativos financeiros	3 774
3. Transações em passivos não incluídos na dívida	-6 038
4. Outras variações de volume e preço dos passivos incluídos na dívida	1 056

Fontes: Banco de Portugal.

Caixa 2 – Ajustamentos défice-dívida: justificação analítica e dimensão em 2024

A dimensão expressiva do Ajustamento Défice-Dívida apurada pelo Banco de Portugal em 2024 motiva uma explicação pedagógica para a própria natureza do Ajustamento. Releva começar por lembrar a relação entre variação da dívida e saldo orçamental tipicamente explicada em livros de texto de macroeconomia e, com maior profundidade, em manuais de economia pública. Em ambos os casos, os alunos aprendem que, na eventualidade de a receita presente não ser suficiente para pagar a despesa presente, existe um saldo orçamental negativo, i.e., um défice. Esta situação só é possível se houver agentes disponíveis para emprestar recursos financeiros às Administrações Públicas, seja sob a forma de dívida (empréstimos ou títulos) ou sob a forma de emissão monetária. Pelo Tratado de *Maastricht*, os bancos centrais estão impedidos de financiar os défices orçamentais, pelo que a segunda via está excluída para os Estados-Membros da UE. Então, para qualquer um deles, $\Delta B_t = -SO_t$, em que t indexa o ano, B_t designa a dívida nominal, $\Delta B_t \equiv B_t - B_{t-1}$ a variação nominal no nível da dívida e $-SO_t$ é o simétrico do saldo orçamental, ou seja, o défice nominal em contabilidade nacional. O saldo primário (SP) obtém-se adicionando a despesa com juros (e outros encargos) ao saldo orçamental; representando esta despesa no ano t por $i_t B_{t-1}$, obtém-se

$$\Delta B_t = -SP_t + i_t B_{t-1} \quad (3)$$

A variação da dívida nominal em determinado ano resulta, assim, da soma de dois contributos nominais contemporâneos: défice primário (ou simétrico do saldo primário) e encargos da dívida. A equação (3) é a explicação convencional nos livros de texto para a evolução da dívida no curto prazo.

O leitor reparará que a estrutura da Tabela 8 acrescenta o contributo de uma terceira variável para a variação da dívida pública nominal: o tal Ajustamento Défice-Dívida. No que se segue, designe-se abreviadamente esta variável por A_t . Trata-se de uma inevitabilidade para os economistas profissionais que trabalham com as séries estatísticas de contas nacionais. Importa frisar que não existe uma contradição conceptual ou teórica entre o conhecimento ministrado no Ensino Superior e a utilização das estatísticas das finanças públicas em contabilidade nacional. A diferença é o fator A_t que se vem adicionar, nas utilizações fora de aula, ao lado direito da equação (3). A sua presença é justificada por várias causas da metodologia que as autoridades estatísticas seguem para quantificar a passagem do saldo orçamental à variação da dívida. Existem eventos financeiros que impactam na

magnitude da definição estatística de dívida sem terem efeito no saldo primário nem nos encargos da dívida. Como já se disse, a definição em uso pelos Estados-Membros da UE é o conceito de *Maastricht* explicado no parágrafo 32. A dívida a fornecedores de bens e serviços, por exemplo, não pode entrar no *stock* desta dívida nominal. Porém, como a despesa em t usada nas séries de contabilidade nacional abrange tanto os fornecimentos recebidos e pagos neste ano como os recebidos em t e a pagar em exercícios futuros, há que se retirar ao lado direito da equação (3) o valor da despesa por pagar no final do ano t . Por causa deste motivo apenas, a variável A seria negativa no ano t : o aumento da dívida comercial, ao estar integrada no défice orçamental, teria que ser dele expurgada para se obter a verdadeira variação na noção *Maastricht* da dívida pública. Na realidade transmitida pelas séries estatísticas, há, com frequência, várias outras causas, como se evidencia a seguir.

A Tabela 10 apresenta os múltiplos ajustamentos na passagem do saldo orçamental para a variação da dívida que é preciso adicionar ao défice orçamental e aos encargos da dívida para se compatibilizarem as regras das contas nacionais seguidas no apuramento do défice, dos encargos referidos e da dívida segundo *Maastricht*. Os números referem-se ao exercício económico de 2024.

Tabela 10 – Componentes do Ajustamento Défice-Dívida em 2024

1 Aquisição líquida de ativos financeiros	3774,1
2 Numerário e depósitos	1860,6
3 Títulos de dívida	1836,4
4 Empréstimos	-305,3
5 Ações e outras participações	1804,1
6 Regimes de seguros, pensões e garantias standardizadas	3,9
7 Derivados financeiros	-2587,6
8 Outros débitos e créditos	1162,1
9 Transações em passivos não incluídos na dívida	-6038,4
10 Derivados financeiros	-2918,1
11 Regimes de seguros, pensões e garantias standardizadas	-61,1
12 Ações e outras participações	0,0
13 Outros débitos e créditos	-3059,2
14 Outras variações de volume e preço dos passivos incluídos na dívida	1055,6
15 Emissões acima (-) / abaixo (+) do par	673,5
16 Diferenças entre juros corridos (-) e pagos (+)	247,0
17 Amortizações de dívida acima (+) / abaixo (-) do par	10,5
18 Apreciação (+) / depreciação (-) da dívida em moeda estrangeira	8,8
19 Outras variações	115,8
20 Variação da dívida de Maastricht	8873,8
21 Ajustamento défice-dívida [21 = 1 - 9 + 14]	10868,1
22 Ajustamento em percentagem do PIB	3,8

Fontes: Banco de Portugal.

O parágrafo 36 foi escrito com base no detalhe desta tabela. Agradece-se ao Banco de Portugal a disponibilização dos dados. Permite saber quão diverso é o conjunto de fatores que vai além da explicação dos manuais universitários para a explicação da variação no *stock* da dívida pública. Um desses casos é a celebração de contratos derivados (*swaps*) para proteger o risco cambial da República tanto em aquisições de ativos como em emissões de instrumentos de dívida denominados, uns e outros, em moeda estrangeira. Por isso, as linhas 7 e 10 devem ser interpretadas em termos líquidos entre ativos e passivos. Em 2024, destaca-se o contributo da amortização de dívida sob a forma de *Medium Term Notes* (MTN) emitida na moeda dólar norte-americano. A variação na dívida comercial das AP acima falada entra na linha 13, embora esta possa também abranger outro tipo de operações. Com efeito, segundo a autoridade estatística, em 2024 foram também registados nesta linha desfazamentos temporais no registo dos fundos europeus, no pagamento da injeção de capital na TAP, bem como a regularização de transferências anteriores de fundos de pensões. Os ajustamentos decorrentes da diferença ente juros corridos e juros pagos entra na linha 16. A terminar a justificação de alguns destes ajustamentos, note-se que as somas parciais 1 e 14 são necessárias porque impactam na variação do *stock* de dívida sem passarem pelo défice orçamental.

A dimensão total destes ajustamentos atingiu uma cifra elevada em 2024. Apesar de o saldo orçamental nominal ter sido historicamente elevado (1994 M€, com o saldo primário a valer 7869 M€), a dívida pública subiu 8874 M€. Neste ano, a maior contribuição em termos absolutos para esta subida adveio do Ajustamento Défice-Dívida, no valor de 10.868 M€ — coluna da direita da Tabela 8.

Importa observar que a variável A tem sido não nula todos os anos, assumindo valores positivos nuns anos e valores negativos noutros. Não há nenhuma razão teórica para as mudanças de sinal. Estas ocorrem em função unicamente dos eventos económico-estatísticos que entram na composição de A (as linhas da Tabela 10) e não se descartam razões para haver correlações expressivas entre eles.

Em todo o caso, é interessante dar conta de um exercício econométrico recente que tentou ordenar a importância relativa de cinco fatores explicativos da variabilidade da dívida a curto prazo.⁹ O estudo partiu da equação (3) acima expressa em rácio do produto nominal. Tratou-se da equação

⁹ BARBOSA, António Pinto e MACHADO, José António (2023), *Fiscal Space*, comunicação apresentada na Academia das Ciências de Lisboa em 22/06/2023 (no prelo).

$$\Delta\beta_t = -s_t + \frac{i_t - y_t}{1 + y_t} \beta_{t-1} + a_t \quad (4)$$

A Caixa 2 do [Relatório UTAO n.º 19/2019](#), de 14 de novembro, demonstrou a passagem de (3) a (4). Esta traduz meramente a restrição orçamental de curto prazo em rácio do PIB nominal, uma unidade de medida diferente da empregue naquela (que é a unidade monetária). Já agora, note-se que é a equação (4) que subjaz à Tabela 7. A única diferença conceptual entre (3) e (4) é a adição do termo a_t ; trata-se do Ajustamento Défice-Dívida em rácio do PIB contemporâneo. As letras minúsculas s , i e y são o rácio do saldo primário no PIB, a taxa de juro nominal e a taxa de crescimento do produto (PIB) nominal, respetivamente. O termo β é a proporção da dívida nominal no PIB nominal. Os autores desenvolveram um algoritmo de regressões sucessivas baseadas na equação (4) para quantificar a importância relativa das cinco variáveis do lado direito desta equação na explicação da evolução do rácio da dívida. As séries cobriram o período 1995 a 2021. A sucessão de regressões foi usada para ultrapassar a dificuldade causada pela correlação entre as variáveis, permitindo eliminar em cada uma a influência das outras. Deixando os detalhes para a fonte, importa esclarecer que a conclusão foi a seguinte ordenação da capacidade explicativa individual de cada uma das cinco variáveis:

N.º de ordem	Variável	Coefficiente de determinação
1.º	Taxa de crescimento do produto nominal (y)	0,8836300
2.º	Rácio do saldo primário (s)	0,8491998
3.º	Rácio do Ajustamento Défice-Dívida (a)	0,8064936
4.º	Taxa de juro nominal (r)	0,4860817
5.º	Rácio da dívida no período anterior (β_{t-1})	-0,0178437

O coeficiente de determinação (conhecido por R^2 nos livros de econometria) varia entre zero e um. No caso das regressões subjacentes às linhas do quadro acima, deve ser interpretado como a percentagem da variabilidade de $\Delta\beta$ atribuível à variável em causa, assumindo constantes as restantes variáveis. Quanto mais elevado for, maior é a influência da mesma na evolução do rácio da dívida. Ora o Ajustamento Défice-Dívida, em proporção do PIB, não tem uma influência despreciable; ao invés, na amostra portuguesa cobrindo aqueles anos, explica 80,6% da variação na evolução do rácio da dívida. É a terceira variável com maior poder explicativo. Os coeficientes na coluna da direita não são adicionáveis.

37. Excluindo a dívida pública que se encontra aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública desceu para 90,3% do PIB no final de 2024, sendo 3,2 p.p. inferior ao observado no final do ano 2023. O valor observado no final de setembro de 2024 (90,0%) reflete o mínimo desde junho de 2010. Consequentemente, o peso dos depósitos aumentou de 4,2% do PIB no final de 2023 para 4,7% do PIB no final de 2024. A informação numérica para este parágrafo e os próximos está na Tabela 11.

38. No final de fevereiro de 2025, o montante nominal da dívida pública (bruta) ascendeu a 277,2 mil M€, o que reflete uma subida homóloga de 10,2 mil M€ e um aumento mensal de 2,9 mil M€.

39. Excluindo os ativos das Administrações Públicas (AP) sob a forma de depósitos, a dívida de Maastricht situou-se em 259,2 mil M€ no final de fevereiro de 2025, o que reflete uma subida de 7,3 mil M€. Consequentemente, o montante total de ativos das Administrações Públicas sob a forma de depósitos, os quais são incluídos na dívida pública na ótica de *Maastricht*, diminuiu 2,9 mil M€ em termos homólogos, situando-se em 17,5 mil M€. Tipicamente, o *stock* de depósitos regista uma descida mensal significativa no mês de amortização de uma linha de Obrigações do Tesouro (OT) que atinja a maturidade. O título OT 2,875% 15Out será o próximo a atingir a maturidade: outubro de 2025 (Gráfico 9).

40. Quanto aos passivos no final de fevereiro de 2025, observou-se uma diminuição homóloga do peso dos instrumentos “numerário e depósitos” e “empréstimos”, por contrapartida de um acréscimo do instrumento “títulos”. Esta evolução representa uma ligeira alteração na composição dos instrumentos da dívida pública. O instrumento “numerário e depósitos” subiu para 47,8 mil M€, o qual inclui os Certificados de Aforro e do Tesouro. O valor em dívida pública sob a forma de “títulos” ascendeu a 160,1 mil M€, o que representa um aumento homólogo de 8,9 mil M€ — Tabela 11, desagregando-se entre curto prazo (3,9 mil M€) e longo prazo (5,0 mil M€). Relativamente à dívida pública contraída sob a forma de empréstimos, esta equivalia a 25,0% do total no final de fevereiro de 2025, cerca de 69,3 mil M€. Este *stock* inclui os empréstimos SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e PRR (Plano de Recuperação e Resiliência) obtidos junto de instituições da União Europeia. O montante total em dívida é cerca de 6,2 mil M€ no SURE e 2,9 mil M€ no PRR. Além disso, o instrumento “empréstimos” abrange ainda o financiamento obtido no âmbito do PAEF que permanece em dívida (47,6 mil M€).

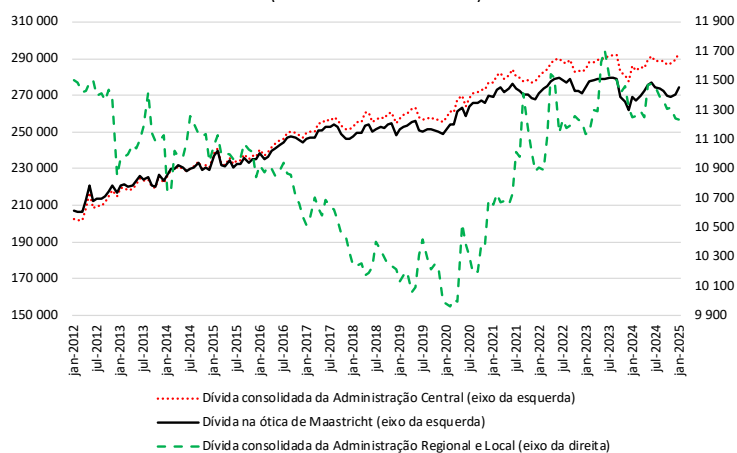
Tabela 11 – Decomposição da dívida pública de Maastricht por instrumento
(milhões de euros e percentagem)

	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	229 391	18 343	99 630	111 419	208 158	8,0	43,4	48,6	132,5	12,3
dez-2015	235 046	22 140	91 227	121 679	216 856	9,4	38,8	51,8	131,0	10,1
dez-2016	244 495	26 099	85 682	132 713	222 045	10,7	35,0	54,3	131,2	12,0
dez-2017	246 399	28 669	75 643	142 087	226 607	11,6	30,7	57,7	126,0	10,1
dez-2018	248 277	30 016	69 092	149 169	231 692	12,1	27,8	60,1	121,1	8,1
dez-2019	249 044	30 986	66 579	151 479	234 587	12,4	26,7	60,8	116,1	6,7
dez-2020	269 578	32 108	68 381	169 088	245 717	11,9	25,4	62,7	134,1	11,9
dez-2021	268 189	33 386	70 314	164 488	252 674	12,4	26,2	61,3	123,9	7,2
dez-2022	271 358	38 397	70 816	162 145	257 449	14,1	26,1	59,8	111,2	5,7
dez-2023	261 849	47 156	67 687	147 006	250 473	18,0	25,8	56,1	97,7	4,2
fev-2024	267 018	47 271	68 500	151 247	252 447	17,7	25,7	56,6		
dez-2024	270 723	47 022	69 159	154 542	257 430	17,4	25,5	57,1	94,9	4,7
fev-2025	277 231	47 789	69 333	160 109	259 712	17,2	25,0	57,8		

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.

41. Por subsectores, a subida homóloga da dívida pública de Maastricht aferida no final de janeiro de 2025 foi justificada pelo contributo da Administração Central.¹⁰ No final de janeiro de 2025, o stock da dívida bruta consolidada dentro da Administração Central (AdC) na ótica de Maastricht situou-se em 293,4 mil M€ (Gráfico 11), o que reflete um aumento de 7,4 mil M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o stock da dívida de Maastricht no final de janeiro de 2025 (11,2 mil M€) ficou marginalmente abaixo do observado no final do mês homólogo. Tendo como referência um horizonte temporal mais alargado, verificou-se uma diminuição da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local desde 2011 (Gráfico 11) até ao mínimo registado em fevereiro de 2020 (10,0 mil M€), mês imediatamente anterior ao início dos efeitos da pandemia COVID-19. Posteriormente, a dívida subnacional reiniciou trajetória ascendente, embora oscilante, situando-se em 11,2 mil M€ no final de janeiro de 2025. Adicionalmente, é de salientar que o fator de consolidação entre subsectores, que é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de Maastricht das Administrações Públicas, atingiu 30,3 mil M€ no final de janeiro de 2025 (máximo da série estatística). Genericamente, a Administração Central é credora face à Administração Local e à Administração Regional e o subsector da Segurança Social é detentor de dívida pública da Administração Central. Com efeito, a linha preta (dívida consolidada entre subsectores) está abaixo da linha vermelha (linha da dívida da AdC, consolidada dentro deste subsector).

Gráfico 11 – 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.

¹⁰ O foco deste parágrafo é a dívida pública por subsector e refere-se à definição de Maastricht, sendo que esta excluiu os créditos comerciais. Abaixo, a Secção 4.4 apresenta a decomposição subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

42. As mudanças na estrutura de detentores da dívida pública têm efeito na transmissão de choques com origem no Resto do Mundo e na liquidez dos títulos de dívida pública nos mercados financeiros. A dívida pública detida por agentes económicos não residentes faz parte da dívida externa de Portugal. Mantendo tudo o resto constante, quanto mais elevado for o *stock* de dívida externa sob a forma de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro detida por sociedades financeiras não residentes, maior é a exposição da economia portuguesa aos canais de transmissão de crises e aos choques externos.¹¹ Em 2020, o montante de dívida pública portuguesa detido por residentes passou a ser superior ao montante detido por não residentes (Gráfico 12). No final de janeiro de 2025, a dívida pública portuguesa desagregava-se entre 150,2 mil M€ detidos por agentes económicos residentes e 124,1 mil M€ por não residentes. Entre a dívida pública detida por não residentes, evidencia-se o montante de 47,6 mil M€ no âmbito do PAEF e o montante de 7,9 mil M€ dos empréstimos SURE e PRR. O restante é detido, essencialmente, por sociedades financeiras não residentes que compraram títulos de dívida pública portuguesa nos mercados financeiros primário e secundário.

43. No final de janeiro de 2025, o Banco de Portugal detinha 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.¹² O Banco de Portugal detinha no final de janeiro de 2025 o montante de 66,0 mil M€ da dívida pública portuguesa, o que representa uma descida homóloga de 2,6 mil M€ (Gráfico 13), 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.^{13, 14} A aquisição de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal ajuda a explicar como, ao longo dos anos mais recentes, o sector residente passou a deter mais dívida pública portuguesa do que o sector Resto do Mundo (Gráfico 12). No âmbito da execução da política de “*quantitative easing*” do BCE, o Banco de Portugal comprou no mercado secundário Obrigações do Tesouro que antes estariam nas carteiras de instituições financeiras não residentes. Em 31/01/2025, o *stock* detido pelo Banco de Portugal (66,0 mil M€) correspondia a 24,1% da dívida pública de *Maastricht* de Portugal e 41,9% do *stock* da dívida de *Maastricht* sob a forma de títulos, sendo o principal credor da dívida pública nacional. Entre os agentes residentes, o sector institucional Famílias é o segundo maior; ascendeu no final de janeiro de 2025 a 45,7 mil M€, detendo os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro. O sector Outras Sociedades Financeiras Residentes detinha 30,1 mil M€ no final de janeiro de 2025.

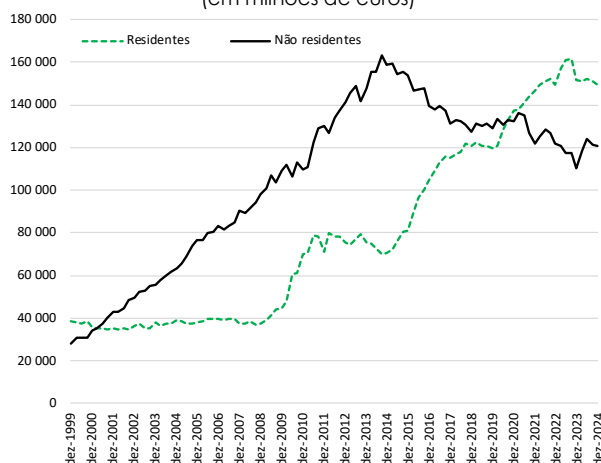
¹¹ A dívida pública elevada e totalmente detida por não residentes (designadamente, por outras sociedades financeiras não residentes) implicaria uma exposição muito elevada a choques externos. Contudo, a dívida pública elevada e totalmente detida por agentes económicos residentes poderia também ter riscos para os residentes credores devido à não diversificação dos investimentos pelos investidores nacionais. Em caso de incumprimento do devedor Estado, os restantes sectores institucionais residentes seriam afetados com perdas significativas, o que seria prejudicial para o conjunto da economia nacional como um todo. A título de exemplo, se houver um incumprimento nos reembolsos da dívida pública por parte do Estado (*hair cut*), então as famílias perderiam a poupança acumulada sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro e o FEFS perderia uma parte muito significativa da carteira de aplicações em títulos da dívida pública portuguesa, ou seja, os portugueses perderiam o aforro nacional para fazer face às suas necessidades futuras, nomeadamente de pensões futuras.

¹² PSPP — *Public Sector Purchase Programme*.

¹³ O máximo da série foi observado no final de setembro de 2022 com o valor total em *stock* de 73,9 mil M€.

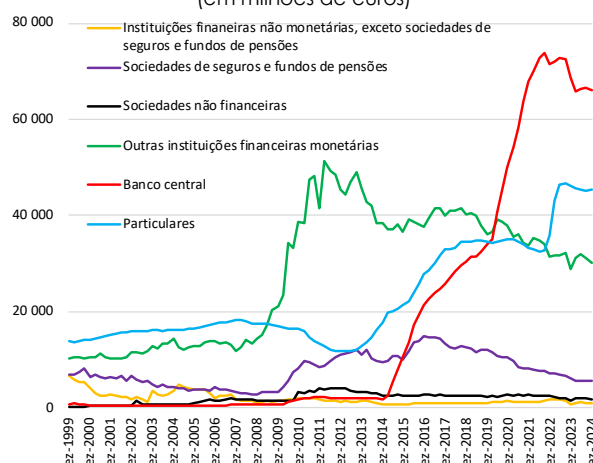
¹⁴ De acordo com a [decisão de política monetária mais recente](#), o Eurosistema deixou de reinvestir os títulos de dívida pública que atingem a maturidade, pelo que se tem verificado uma descida gradual do *stock* de dívida pública portuguesa detida pelo banco central nacional.

Gráfico 12 – Dívida pública portuguesa detida por credores residentes e por não residentes
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

Gráfico 13 – Detentores da dívida pública portuguesa por sectores institucionais residentes
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

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

44. O valor nominal da dívida pública na ótica de Maastricht encontra-se influenciado pelo efeito de consolidação que resulta do facto de entidades em todos os subsectores institucionais das AP serem investidoras em parcelas significativas de dívida pública. Este efeito aumentou entre o final do ano 2023 e o final 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) aumentou 3,3 mil M€ (coluna 4 da Tabela 12).¹⁵

45. 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 12 identifica o fator de consolidação total, ou seja, todos os montantes de dívida pública portuguesa detidos por entidades que integram as AP portuguesas.¹⁶ 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. É por esta razão que os valores da coluna 5 são inferiores aos 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 aumentou entre o final de dezembro de 2023 e o final de dezembro de 2024. 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 portuguesas (S13 na nomenclatura SEC-2010), a série da dívida pública portuguesa seria dada pela coluna 3 da Tabela 12.

46. As aplicações em dívida pública por parte das entidades públicas credoras correspondem aos instrumentos Títulos, Empréstimos e Depósitos. A diferença aritmética entre a coluna 4 e a coluna 2 dá o

¹⁵ 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.

¹⁶ A coluna 4 mostra a soma, entidade a entidade de todos os subsectores, das aplicações em qualquer instrumento de dívida pública portuguesa.

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 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.¹⁷ 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 31 de dezembro de 2024, a composição das aplicações por parte de entidades do sector S13 em dívida pública era a seguinte: 27,9 mil M€ em Títulos, 22,7 mil M€ em Empréstimos e 29,3 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 *Maastricht*. Trata-se de uma diferença importante face às aplicações em Títulos emitidos por entidades das AP, como se explica na Caixa 3.

Tabela 12 – 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	Consolidação total entre todas as unidades orgânicas das AP	Consolidação entre os subsectores das AP
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5)
	em M€			em M€	
dez-2011	201 044	13 039	214 083	29 708	6 890
dez-2012	216 747	14 082	230 829	39 242	9 064
dez-2013	223 313	14 776	238 089	44 280	10 224
dez-2014	229 391	16 505	245 896	52 469	11 937
dez-2015	235 046	15 609	250 655	53 725	12 380
dez-2016	244 495	15 537	260 031	54 773	13 251
dez-2017	246 399	15 551	261 949	57 371	15 457
dez-2018	248 277	14 621	262 899	57 097	16 683
dez-2019	249 044	13 378	262 422	58 954	16 201
dez-2020	269 578	13 298	282 875	62 674	18 405
dez-2021	268 189	13 566	281 755	65 236	20 374
dez-2022	271 358	15 604	286 961	70 242	23 038
dez-2023	261 849	23 607	285 456	76 715	27 307
dez-2024	270 723	27 925	298 647	79 972	30 135

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

47. Entre dezembro de 2023 e dezembro de 2024 observou-se um acréscimo no valor de consolidação entre subsectores das AP, devido, essencialmente, ao aumento do instrumento "títulos de longo prazo" por parte do subsector Fundos de Segurança Social.¹⁸ O montante objeto de consolidação entre subsectores das AP subiu de 27,3 mil M€ no final de dezembro de 2023 para 30,4 mil M€ no final de dezembro de 2024 (Tabela 12, coluna 5). O principal contributo para esta variação positiva no valor de consolidação veio do subsector Fundos de Segurança Social no montante de 3,0 mil M€, desagregando-se entre menor exposição ao instrumento "depósitos" (- 1,7 mil M€) e maior exposição aos instrumentos "títulos de curto prazo" (+ 252 M€) e "títulos de médio e longo prazos" (+ 4,4 mil M€).

Caixa 3 – 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

¹⁷ 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).

¹⁸ No momento de elaboração do presente relatório, a informação desagregada da consolidação por subsector e por instrumento ainda não se encontrava disponível.

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 em curso 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 família residente, uma sociedade não residente (ou seja, um agente do sector institucional Resto do Mundo), uma empresa pública ou ainda 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.

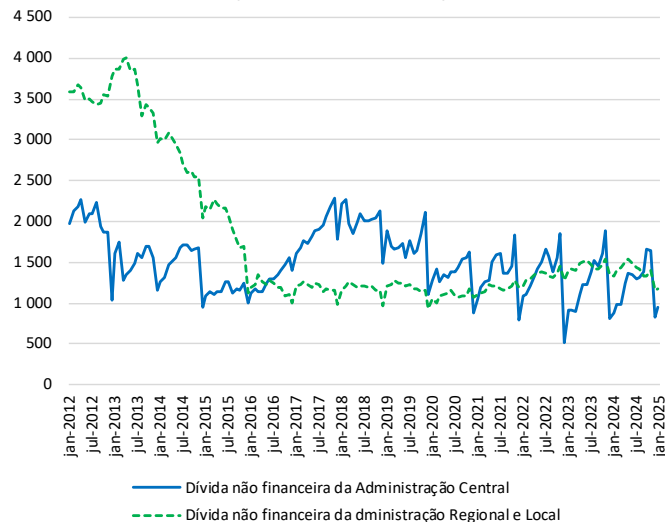
Já alterações na exposição a Depósitos e Empréstimos por parte de entidades das AP não impactam no valor da dívida pública. Quando uma empresa pública pertencente ao sector das AP deposita fundos no IGCP, cria-se simultaneamente na economia um ativo e um passivo detidos por agentes do mesmo sector. Portanto, 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.

4.4 Dívida não financeira

48. O valor da dívida comercial das Administrações Públicas no final de janeiro de 2025 foi inferior ao observado no final do mês homólogo. A presente secção incide sobre a categoria designada como "dívida comercial" que, genericamente, abrange as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o crescimento do montante de passivos comerciais num determinado ano é contabilizado no saldo orçamental desse ano, visto que refletem compromissos assumidos com a aquisição de bens e serviços. No entanto, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de Maastricht, as contas a pagar a fornecedores originam um ajustamento défice-dívida, visto que a dívida comercial não é incluída no conceito de dívida pública na

ótica de *Maastricht*. No final de janeiro de 2025, as Administrações Públicas contabilizaram um montante de dívida comercial de 2123 M€ (Gráfico 14), o que corresponde a uma variação homóloga de – 98 M€. A dívida comercial no final de janeiro de 2025 foi equivalente a 0,8% da dívida pública de *Maastricht*, peso idêntico ao verificado no final do anterior (0,8%). Por subsectores, verificou-se uma variação ascendente (+ 67 M€) na Administração Central para 955 M€, bem como a uma descida (165 M€) no conjunto da Administração Regional e Local para 1168 M€.

Gráfico 14 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

5 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

49. A dívida externa, a dívida pública e a dívida do sector privado são variáveis macroeconómicas que se influenciam reciprocamente ao longo do tempo. A dívida externa de Portugal inclui a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais da economia portuguesa contraíram junto do exterior. O sector institucional Administrações Públicas é o principal emitente da dívida externa de Portugal. Com efeito, um elevado peso da dívida externa no PIB condiciona o financiamento da economia como um todo. A Caixa 4 explica em detalhe os conceitos utilizados neste capítulo.

50. 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 4. O montante da PLII pode ser decomposto segundo diversas categorias: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é apurado pela diferença entre ativos e passivos. Quanto aos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se inserem os empréstimos entre o sector financeiro e os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e pelos Estados soberanos. A dívida externa bruta da economia portuguesa reflete os instrumentos de dívida presentes nos passivos das seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. 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.

51. 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.

52. Genericamente, 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 podem ser considerados mais benéficos do que os instrumentos de dívida, uma vez que os de capital tendem a ser pró-cíclicos com a atividade económica levando à partilha de perdas com os credores em contexto recessivo.. 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.¹⁹ Adicionalmente, os instrumentos de capital que se encontram dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas, em contraste com a categoria “investimento de carteira” que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. Quanto aos instrumentos de dívida, estes têm de ser reembolsados independentemente do ciclo económico (desde que o devedor não seja insolvente), pelo que as perdas de uma recessão são imputadas ao devedor. Além disso, 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”.

53. 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”.

5.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

54. A presente secção tem como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 26 de março de 2025 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional. Os dados divulgados encontram-se na ótica das contas nacionais. No entanto, é de referir que esta informação estatística pode apresentar diferenças quando comparada com a publicação do Banco de Portugal no âmbito das balanças corrente e de capital, as quais encontram-se aferidas na ótica da balança de pagamentos.²⁰

55. No ano 2024, a economia portuguesa registou uma capacidade de financiamento de 2,9% do PIB, o que representa o valor máximo da série estatística iniciada em 1999. Este resultado deve-se ao contributo conjunto do sector privado (2,2% do PIB) e das Administrações Públicas (0,7% do PIB). Um saldo orçamental positivo das Administrações Públicas corresponde a uma capacidade de financiamento (ou necessidade de financiamento se o saldo orçamental for negativo), o que tem impacto nos recursos

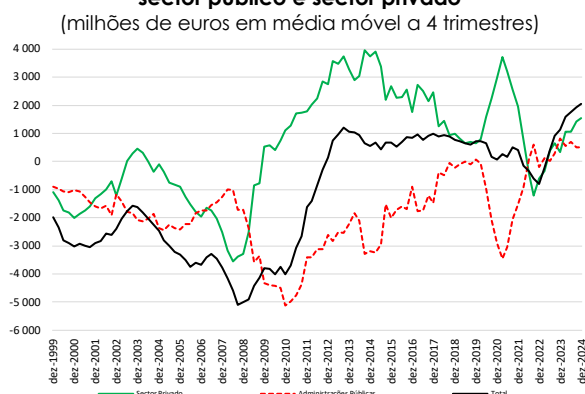
¹⁹ Esta afirmação deve ser interpretada com cautela, visto que o universo dos instrumentos de capital é heterogéneo e há fatores de valorização ou depreciação específicos de alguns sectores de atividade com capacidade de se valorizarem ou desvalorizarem em sentido contracíclico.

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

gerados pela economia nacional. No ano 2024, Portugal evidenciou uma capacidade de financiamento de 8,2 mil M€ (Gráfico 15), desagregando-se entre a capacidade de financiamento no sector institucional das Administrações Públicas (2,0 mil M€) e a do sector privado (6,2 mil M€).

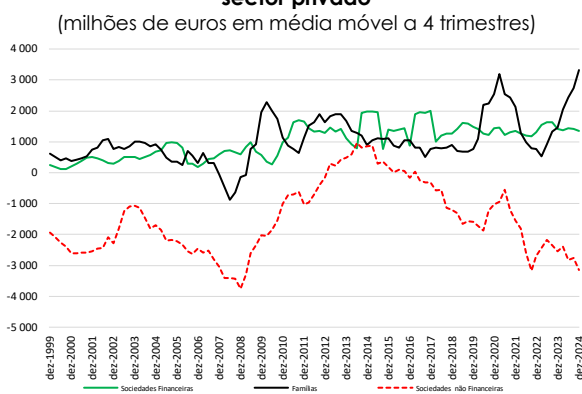
56. Em 2024, o sector institucional Famílias apresentou uma melhoria da capacidade de financiamento face ao ano anterior. O sector institucional Famílias registou no ano 2024 uma capacidade de financiamento (médias móveis de quatro trimestres no Gráfico 16) no montante de 13,3 mil M€, o que representa uma melhoria homóloga de 7,5 mil M€. As Sociedades Não Financeiras registaram uma necessidade de financiamento no valor de 12,6 mil M€, o que revela uma deterioração de 2,4 mil M€. Quanto à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta ascendeu a 5,4 mil M€, o que reflete uma degradação homóloga de 221 M€.

Gráfico 15 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado



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

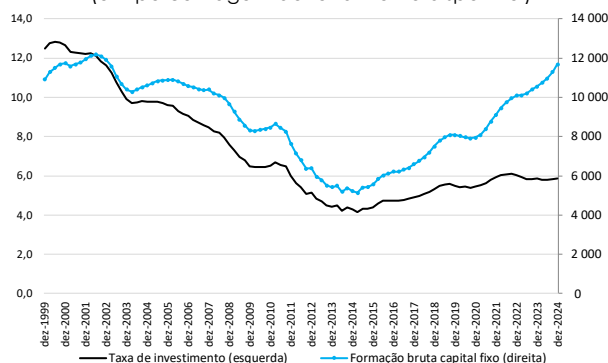
Gráfico 16 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado



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

57. A taxa de investimento das Famílias, calculada pelo rácio entre a formação bruta de capital e o rendimento disponível, desceu para 5,9% em 2024 (Gráfico 17), mantendo-se em níveis próximos do mínimo observado no ano terminado em março de 2015 (4,1%), mas significativamente inferior ao máximo registado em junho de 2000 (12,8%). A formação bruta de capital fixo (FBCF) 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. Em termos nominais, a FBCF das famílias em 2024 (11,7 mil M€) ficou abaixo do máximo da série estatística no ano terminado em 2002 (12,2 mil M€).²¹ Consequentemente, 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, originando desequilíbrio no mercado com reflexo nos preços.

Gráfico 17 – Taxa de investimento e formação bruta de capital fixo das Famílias
(em percentagem do rendimento disponível)



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

²¹ É de referir que esta comparação exclui a subida dos preços, essencialmente, a evolução do deflator da FBCF da habitação. A título de exemplo, entre 2002 e 2023 este deflator subiu 114%. Com efeito, tendo em consideração a evolução os preços, o valor em volume da FBCF em habitação em 2024 será significativamente inferior ao valor em volume de 2002.

58. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, aferida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, ascendeu a 12,2% em 2024, o que reflete uma subida face ao observado no ano anterior (8,3%). É de salientar que a taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 18) apresentava níveis baixos durante os anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,8% no período 2015–2019. Tendo por referência uma perspetiva de longo prazo, constata-se que a taxa de poupança das Famílias aumentou em períodos de crise económica: anos 2009–2010, 2012–2013 e 2020–2021.

59. O PIB de Portugal tem sido sistematicamente 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. 52. Em 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 corresponde ao 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 referir que os fluxos de rendimentos pagos ao exterior incluem os juros da dívida externa portuguesa pública e privada (Gráfico 19).

Gráfico 18 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias

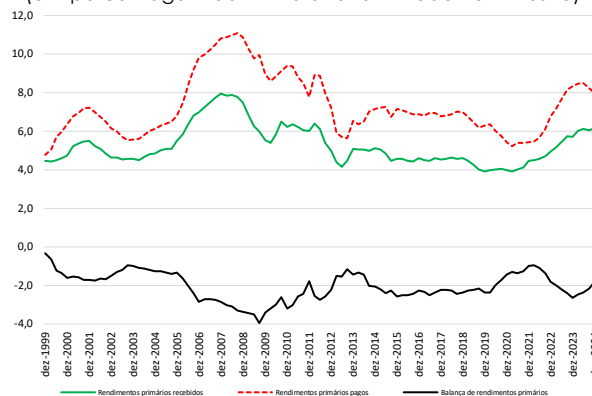
(em percentagem e em média móvel a 4 trimestres)



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

Gráfico 19 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo

(em percentagem do PIB no ano terminado no trimestre)



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

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

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

61. Entre o final de 2023 e o final de 2024, observou-se uma redução da dívida externa em valor nominal, o que teve reflexo na melhoria da PLII. A variação em percentagem do PIB beneficiou do efeito numerador (descida do montante nominal da dívida externa) e do efeito denominador (crescimento do PIB nominal). No entanto, no caso do sector institucional Administrações Públicas, a dívida externa líquida subiu em 2024. 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”.²² O peso da dívida externa líquida de Portugal no PIB desceu de 52,5% do PIB no final do ano 2023 para 44,3% um ano depois (Gráfico 20). Excluindo as Administrações Públicas, a dívida externa dos restantes sectores institucionais

²² A PLII decompõe-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”.

desceu de 13,3% do PIB para 4,6% do PIB. Em valor nominal, o montante líquido da dívida externa de Portugal passou de 140,6 mil M€ para 126,5 mil M€ entre o final de 2023 e o de 2024. O aumento da dívida externa das Administrações Públicas (de 104,9 mil M€ para 113,4 mil M€) foi contrariado pela descida nominal nos restantes sectores institucionais (de 35,7 mil M€ para 13,1 mil M€).

62. É de referir que no âmbito da execução da política monetária, o Banco de Portugal comprou em mercado secundário títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo dos programas APP e PSPP. Esses títulos de dívida 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 20 e Gráfico 21).

63. O stock da dívida externa é contabilizado ao valor de mercado, pelo que uma descida (ou subida) do preço das obrigações determina a diminuição (ou aumento) do valor da dívida externa, apesar do montante nominal a amortizar na maturidade das obrigações se manter constante. Este efeito determina uma diferença entre o montante nominal da dívida pública detida por não residentes (121,0 mil M€ no final de 2024 no Gráfico 12) e o valor da dívida externa do sector das Administrações Públicas portuguesas (113,4 mil M€ no final de 2024 no parágrafo 61).

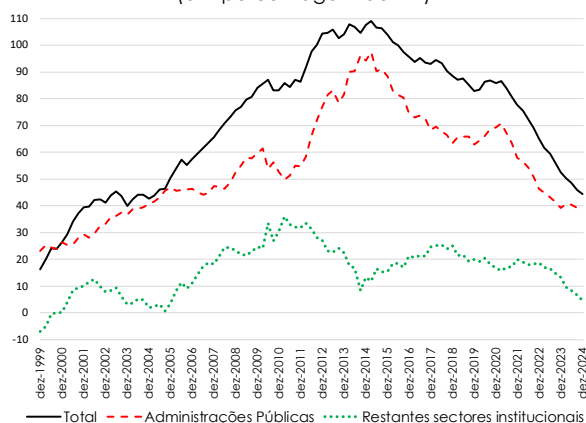
64. Entre o final de 2023 e o final de 2024, a PLII beneficiou do efeito preço no valor de 15,4 mil M€ (5,4% do PIB), essencialmente, devido aos contributos do banco central nacional (8,3 mil M€) e do sector das empresas não financeiras (7,2 mil M€).

65. Relativamente ao sector institucional administrações públicas no final de 2024, o valor nominal da PLII situou-se em – 98,0 mil M€, o qual é desagregado entre 28,1 mil M€ em ativos sobre o resto do mundo e 126,1 mil M€ em passivos face ao resto do mundo. É de referir que os ativos incluem 9,5 mil M€ de títulos de dívida do resto do mundo e 10,0 mil M€ em ações e participações de empresas não residentes, enquanto os passivos incluem, essencialmente, a dívida externa bruta. Por sua vez, a dívida líquida nominal é de 113,4 mil M€, a qual é obtida pela diferença entre a dívida bruta face ao exterior (125,9 mil M€) e a detenção de dívida do resto do mundo (12,5 mil M€).

66. Com efeito, verificou-se uma melhoria da PLII tanto em valor nominal como em percentagem do PIB, embora continue fortemente negativa, passando de – 72,3% do PIB no final de 2023 para – 58,3% do PIB no final de 2024.²³ No entanto, os subsectores evoluíram em sentido contrário. O sector das Administrações Públicas (Gráfico 21) deteriorou a sua situação, de – 92,4 mil M€ para – 98,0 mil M€. Esta variação foi mais do que compensada pela melhoria nos restantes sectores institucionais (de – 101,4 mil M€ para – 68,2 mil M€).

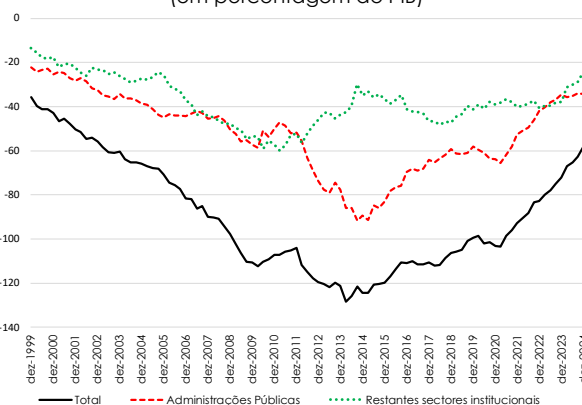
²³ É de referir que os valores da PLII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado. Contudo, na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

Gráfico 20 – Dívida externa líquida
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Gráfico 21 – Posição líquida de investimento internacional
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Caixa 4 – 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. Um saldo orçamental positivo (negativo) do sector Administrações Públicas em contabilidade nacional traduz uma capacidade (necessidade) de financiamento do mesmo nesse ano.

A capacidade ou necessidade de financiamento da economia nacional num determinado ano traduz a situação da mesma face ao exterior, i.e., perante o resto do mundo, em termos de fluxos financeiros. Matematicamente, calcula-se somando o saldo da balança corrente com o da balança de capital — equação (5); 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 (6).

$$\text{Capacidade ou necessidade de financiamento,} = \text{Balança Corrente,} + \text{Balança Capital,} \tag{5}$$

$$\text{Balança Corrente,} = \text{Bal. Bens Serviços,} + \text{Bal. de Rendim. Primários,} + \text{Bal. de Rendim. Secundários,} \tag{6}$$

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,

$$\text{Balança Financeira,} = \text{Variação Líq. de ativos,} - \text{Variação Líq. de passivos,} \tag{7}$$

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,

$$\text{Capac. ou neces. de financ.,} = \text{Variação Líq. de ativos,} - \text{Variação Líq. de passivos,} \tag{8}$$

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 (8) 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 no momento presente, 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,

$$\text{PLII}_t = \text{PLII}_{t-1} + \text{Balança Financeira}_t + \Delta\text{Preço}_t + \Delta\text{Cambial}_t + \text{Outros ajustamentos}_t \tag{9}$$

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