

Relatório UTAO n.º 11/2025

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

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

7 de agosto 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 foi elaborado por António Antunes e Jorge Faria Silva.

Título: Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: julho de 2025

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 11/2025

Data de publicação: 7 de agosto de 2025

Data-limite para incorporação de informação: 6 de agosto 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.....	5
2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana.....	5
2.2 Decisões de política monetária do BCE.....	7
3 Fluxos e nível da atividade financeira do Estado em contabilidade pública orçamental.....	11
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros.....	11
3.2 Dívida direta do Estado.....	14
4 Dívida pública em contabilidade nacional.....	23
4.1 Definição de <i>Maastricht</i>	23
4.2 Desenvolvimentos recentes.....	23
4.3 Impacto da consolidação entre subsectores na dívida pública 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.....	6
Gráfico 2 – Evolução diária em julho de 2025 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa.....	7
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa.....	7
Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: junho de 1999 a junho de 2025.....	9
Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro e Portugal: julho de 1999 a julho de 2025.....	9
Gráfico 6 – <i>Stock</i> conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro.....	17
Gráfico 7 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro.....	17
Gráfico 8 – Variação homóloga dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro.....	18
Gráfico 9 – Perfis anuais de amortização.....	20
Gráfico 10 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro.....	21
Gráfico 11 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i>	25
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.....	28
Gráfico 15 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado.....	30
Gráfico 16 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado.....	30
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.....	33
Gráfico 21 – Posição líquida de investimento internacional.....	33

Índice de Caixas

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental.....	11
Caixa 2 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo.....	33

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) para títulos com maturidade a 10 anos.....	5
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos	6
Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública	12
Tabela 4 – Dívida direta do Estado	15
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida.....	16
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro	19
Tabela 7 – Decomposição da dívida pública de <i>Maastricht</i> por instrumento.....	24
Tabela 8 – 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
EO	Entidade Orçamental
E.P.E.	Entidade Pública Empresarial
EM	Estado(s)-Membro(s)
EPR	Entidade(s) ou Empresa(s) Pública(s) Reclassificada(s)
FEEF/EFSF	Fundo Europeu de Estabilização Financeira <i>European Financial Stability Facility</i>
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/EFSM	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira <i>European Financial Stabilisation Mechanism</i>
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
OTRV	Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável
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 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. Em 2024 estes níveis de rendibilidade mantiveram-se relativamente estáveis. No início de 2025 registou-se um movimento ascendente pontual a que se seguiu uma ligeira contração. Entre 1 de janeiro e 31 de julho de 2025, os países acompanhados nesta coleção, com exceção da Itália, registaram ligeiras 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 31 de julho de 2025; todos os países elencados nesta análise registavam prémios de risco inferiores aos níveis verificados no final de 2024.

Em 31 de julho de 2025, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2024, com exceção dos títulos com maturidade a 2 anos.

As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro foram efetuadas em julho de 2025, registando-se uma ligeira subida da taxa de juro na maturidade a 27 anos e uma ligeira descida na maturidade a 6 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em maio, junho e julho de 2025 foram asseguradas a taxas de juro inferiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior.

Em julho de 2025, Portugal emitiu Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV) com maturidade no ano 2031 no valor de 612,2 M€, ficando abaixo do montante indicativo inicial de 1000 M€. O valor colocado desagrega-se entre 423,4 M€ através de oferta de subscrição e 188,8 M€ por oferta de troca. Esta nova OTRV teve como finalidade o alargamento da base de investidores da dívida pública portuguesa: particulares ou institucionais, bem como residentes ou não residentes.

As mais recentes decisões de política monetária, tomadas pelo Conselho do Banco Central Europeu (BCE), ocorreram a 24 de julho de 2025, destacando-se a manutenção do nível das três taxas de juro diretoras do BCE.

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 a um ritmo comedido e previsível, uma vez que o Eurossistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vencidos destes programas.

A inflação situa-se no objetivo de médio prazo (2%). As pressões internas sobre os preços continuam a abrandar, com o crescimento mais lento dos salários. A conjuntura mantém-se excecionalmente incerta, sobretudo devido aos litígios comerciais.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado português, nos primeiros seis meses de 2025, a emissão de dívida efetuada pelo subsector Estado, líquida de amortizações (na ótica de tesouraria), foi inferior à registada no período homólogo de 2024. A despesa (bruta) em ativos financeiros, executada nos primeiros seis meses de 2025, foi superior à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 1502 M€, mais 896 M€ do que o despendido em igual período de 2024. A execução de garantias registou valores abaixo do período homólogo, ascendendo a 21,2 M€ no período em análise (60,9 M€ no período homólogo). No primeiro semestre 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 outra parcela relevante teve como destino a TAP (343 M€). As dotações de capital atribuídas a EPR tiveram a seguinte distribuição por entidade: Infraestruturas de Portugal, S.A. (699,8 M€), Construção Pública, E.P.E. (85,4 M€) e EDIA — Empresa de Desenvolvimento e Infraestruturas do Alqueva, S.A. (4,9 M€). No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado no primeiro semestre de 2025 ascendeu a 183 M€. Face aos valores orçamentados no OE/2025, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros seis meses de 2025 o Estado financiou-se num montante correspondente a 31,5% do previsto para o conjunto do ano.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de junho 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 junho de 2025 registou-se um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sobretudo na forma de dívida titulada.

Nos primeiros seis meses de 2025, a despesa com juros e outros encargos da dívida aumentou, quer em termos brutos, quer em termos líquidos. As comissões pagas neste período também foram superiores às suportadas no período homólogo (50 M€ no período janeiro-junho de 2024 contra 65 M€ entre janeiro-junho de 2025).

Em junho 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 o período 2025-2038, 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 em 2025, até final de junho, apresenta uma maturidade média inferior à emitida no mesmo período do ano anterior. A maturidade média residual da dívida direta do Estado declina suavemente desde 2016.

O peso da dívida pública na ótica de "Maastricht" no PIB foi de 98,1% no final de junho de 2025, sendo 2,2 p.p. do PIB inferior ao observado no final do trimestre homólogo. Esta variação resulta de dois contributos de sentido oposto: o efeito denominador (- 5,7 p.p.), decorrente do crescimento do PIB nominal, sendo parcialmente contrariado pelo efeito numerador (3,5 p.p.), resultante da subida do montante nominal da dívida.

Excluindo os depósitos na dívida de "Maastricht", o rácio da dívida pública diminuiu para 88,5% do PIB no final de junho de 2025 (mínimo desde junho de 2010), sendo inferior (- 6,3 p.p.) ao verificado no final do trimestre homólogo. Consequentemente, o peso dos depósitos subiu de 5,5% do PIB no final de junho de 2024 para 9,6% do PIB no final de junho de 2025.

Em valor nominal, a dívida pública atingiu 287,0 mil M€ no final de junho de 2025, o que corresponde a um aumento homólogo de 10,2 mil M€. Além disso, a dívida de "Maastricht" líquida de depósitos diminuiu entre o final de junho de 2024 (261,5 mil M€) e o final de junho de 2025 (258,8 mil M€), o que representa uma redução de 2,7 mil M€. O stock dos ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas ascendeu 28,2 mil M€ no final de junho de 2025, o que reflete uma subida homóloga de 12,9 mil M€.

A 30 de abril de 2025, a consolidação total (79,8 mil M€) das aplicações por parte de entidades do sector das Administrações Públicas em dívida pública desagregava-se no seguinte: 28,8 mil M€ em Títulos, 22,4 mil M€ em Empréstimos e 28,6 mil M€ em Depósitos.

Quanto à dívida comercial das Administrações Públicas, este passivo situou-se em 2792 M€ no final de maio de 2025, o que equivale a 1,0% do montante da dívida de "Maastricht". Em termos homólogos, verificou-se uma diminuição de 174 M€.

A dívida externa líquida em valor nominal desceu entre o final de março de 2024 (136,7 mil M€) e o final de março de 2025 (126,9 mil M€), o que se traduziu numa melhoria da Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII). Em percentagem do PIB, a evolução beneficiou dos contributos do efeito numerador (valor nominal da dívida externa) e do efeito denominador (PIB nominal). A dívida externa líquida é um valor avaliado a preços de mercado e, como tal, desce com a diminuição dos preços dos passivos e com a subida do preço dos ativos subjacentes. A subida do preço de mercado de um título de dívida decorre da descida da taxa de juro implícita no mercado. Entre o final do ano 2024 e o final do 1.º trimestre de 2025, a PLII beneficiou do efeito preço no valor de 4,2 mil M€ (6,1% do PIB trimestral), essencialmente, devido aos contributos do banco central nacional (4,4 mil M€) com a valorização do ouro e do sector das administrações públicas (1,3 mil M€).

O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 50,3% no final de março de 2024 para 44,0% no final de março de 2025. Este resultado foi determinado por uma combinação de fatores: o aumento do montante da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas foi mais do que compensado pela descida do montante da dívida externa dos restantes sectores institucionais e pelo crescimento do PIB nominal.

Com efeito, verificou-se uma subida da PLII em percentagem do PIB para o nível mais elevado desde o ano 2003, embora permanecendo bastante negativa. Passou de - 66,9% do PIB no final de março de 2024 para - 57,6% no final de março de 2025. A dívida externa líquida de Portugal tem sido historicamente a principal fonte de financiamento da economia portuguesa, visto que é a componente da PLII com maior magnitude.

A dívida pública detida pelo Banco de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurosystema é estatisticamente considerada como dívida pública detida por um sector institucional residente. O valor da dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal ascendeu a 65,8 mil M€ no final de maio de 2025, o que compara com o máximo da série estatística de 73,9 mil M€ em setembro de 2022 e com o montante 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 23,1% do total da dívida de "Maastricht".

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 2025 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2024 e com os valores previstos para o conjunto do ano 2025 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/2025). Em casos justificados, a informação estatística dos últimos meses é comparada com a de anos mais recuados para melhor contextualizar os desenvolvimentos de curto prazo (taxas de rendibilidade de dívida soberana, emissões de Certificados de Aforro e do Tesouro e dívida de *Maastricht*, por exemplo).

4. O horizonte temporal desta análise abrange o período janeiro a julho de 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 julho 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 31 de julho 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 24 de julho 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 6 de agosto 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 junho 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 até 31 de julho de 2025. No 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 (junho de 2025), o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (junho de 2025) e o valor nominal desagregado por subsector emissor e detentor institucional (maio de 2025). Por fim, o Capítulo 5 utiliza dados da Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa (março de 2025) divulgadas pelo Banco de Portugal. Os dados das contas nacionais trimestrais por sector institucional do 1.º trimestre de 2024 foram divulgados pelo INE em 24 de junho de 2025.

5. O relatório encontra-se estruturado em cinco capítulos. O Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com destaque para a evolução mais recente, até 31 de julho 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*, desagrega 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. 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 rentabilidade 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. Entre 1 de janeiro e 31 de julho de 2025, os países elencados na Tabela 1, com exceção da Itália, registaram ligeiras subidas nas taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos. A 31 de julho de 2025, Portugal e outros seis países elencados na Tabela 1, com exceção da Itália, registavam taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos superiores às que haviam sido alcançadas no final de dezembro de 2024: Portugal (+ 0,27 p.p.), Grécia (+ 0,13 p.p.), Espanha (+ 0,22 p.p.), Irlanda (+ 0,28 p.p.), Bélgica (+ 0,24 p.p.), França (+ 0,15 p.p.) e Alemanha (+ 0,33 p.p.); Itália registou uma ligeira diminuição de 0,01 p.p.. A tendência dos mercados no período mais recente, em julho de 2025, foi no mesmo sentido: a generalidade dos países elencados na Tabela 1 registou aumentos nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos: Portugal (+ 0,06 p.p.), Grécia (+ 0,06 p.p.), Itália (+ 0,03 p.p.), Espanha (+ 0,03 p.p.), Bélgica (+ 0,05 p.p.), França (+ 0,06 p.p.) e Alemanha (+ 0,09 p.p.); a Irlanda registou uma ligeira redução de 0,01 p.p.. No final de julho de 2025, cinco dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rentabilidade superiores à dos títulos portugueses (3,12%), encontrando-se nesta condição os títulos de Itália (3,51%), Grécia (3,35%), França (3,35%), Espanha (3,27%) e Bélgica (3,21%).

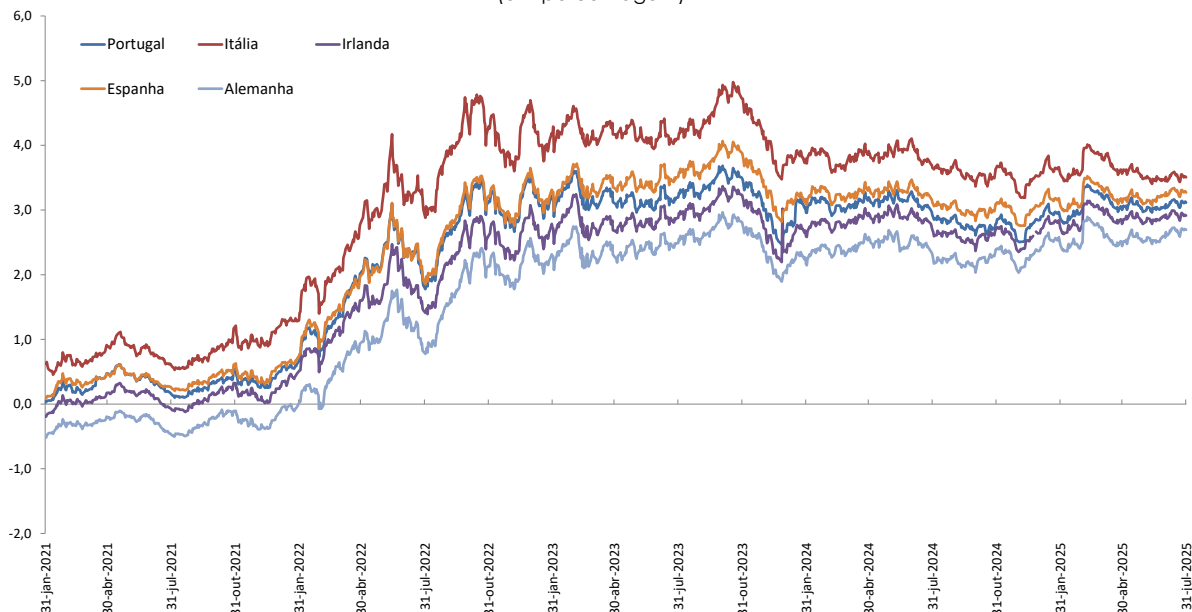
Tabela 1 – Taxas de rentabilidade (yield) para títulos com maturidade a 10 anos
(em percentagem e em pontos percentuais)

	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	31 dez. 2020	30 dez. 2021	30 dez. 2022	29 dez. 2023	30 dez. 2024	30 jun. 2025	31 jul. 2025	Variação entre 30/jun. e 31/jul. (em p.p.)	Variação desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,50	3,75	1,91	1,71	0,43	0,03	0,46	3,58	2,63	2,84	3,05	3,12	0,06	0,27
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,62	1,31	4,57	3,05	3,22	3,29	3,35	0,06	0,13
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,54	1,17	4,70	3,69	3,52	3,48	3,51	0,03	-0,01
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	2,98	3,06	3,24	3,27	0,03	0,22
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,29	0,24	3,08	2,35	2,64	2,92	2,91	0,00	0,28
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,39	0,18	3,21	2,60	2,97	3,16	3,21	0,05	0,24
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,34	0,19	3,11	2,56	3,19	3,28	3,35	0,06	0,15
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,56	2,02	2,36	2,60	2,69	0,09	0,33

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

8. Após outubro de 2023 assistiu-se a um movimento de contração das taxas de rentabilidade nos títulos a 10 anos, para valores inferiores aos registados no final de 2022. Em 2024 estes níveis de rentabilidade mantiveram-se relativamente estáveis. No início de 2025 registou-se um movimento ascendente pontual a que se seguiu uma ligeira contração. As taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos mantiveram-se num nível relativamente elevado entre o final de 2022 e o início do 4.º trimestre de 2023, altura em que registaram máximos. Após o início de outubro de 2023, assistiu-se a um movimento de contração das taxas de rentabilidade 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. No início de 2025 registou-se um movimento ascendente pontual das taxas de rentabilidade dos títulos soberanos a 10 anos, a que se seguiu uma ligeira contração e estabilização após março de 2025 — Tabela 1 e no Gráfico 1. Aquele movimento parece estar associado às decisões de política económica do novo Governo dos EUA, geradoras de grande incerteza na economia global.

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 31 de julho de 2025; todos os 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. Todos os países listados na Tabela 2 apresentaram uma redução dos seus prémios de risco face ao nível registado no final de 2024. Itália foi o país que registava, em 31 de julho de 2025, a redução mais significativa no prémio de risco, face ao final do ano anterior (- 34,3 p.b.). Grécia, França, Espanha, Bélgica, Portugal e Irlanda também apresentavam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana inferiores aos registados no final de 2024 (variações de - 19,7, - 17,5, - 11,4, - 9,2, - 5,6, e - 5,1 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 31 de julho de 2025, Portugal registou uma redução do prémio de risco em 5,6 p.b., sendo a segunda menor descida de entre os países elencados na Tabela 2. Com exceção da Irlanda (com uma diminuição de 5,1 p.b.) todos os demais países elencados na Tabela 2 registaram maiores descidas no seu prémio de risco. Ainda assim, no final de julho de 2025 o prémio de risco da dívida portuguesa valia 42 p.b. (o sexto mais elevado), um valor inferior aos da Bélgica (52 p.b.), Espanha (58 p.b.), França (65 p.b.), Grécia (65 p.b.), e ainda muito inferior ao de Itália (81 p.b.) — ver Tabela 2.

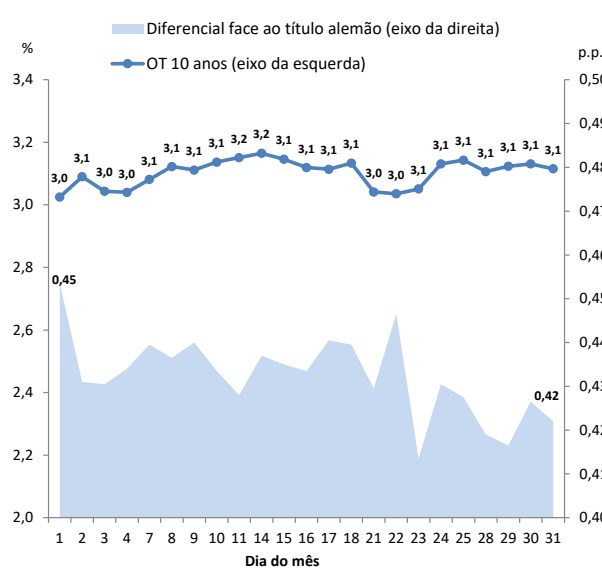
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos
(em pontos-base)

	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	30 jun. 2025	31 jul. 2025	Varição entre 30/jun. e 31/jul. (em p.b.)	Varição desde o início do ano (em p.b.)
Portugal	188	354	149	148	62	60	64	101	60	48	45	42	-2,7	-5,6
Grécia	766	690	369	416	161	119	150	200	103	85	69	65	-3,2	-19,7
Itália	97	161	158	250	160	111	135	213	167	116	87	81	-5,7	-34,3
Espanha	114	118	113	117	65	62	74	108	96	69	64	58	-5,7	-11,4
Irlanda	52	54	24	66	30	28	42	51	33	27	31	22	-9,1	-5,1
França	36	48	36	47	30	23	38	54	54	83	68	65	-2,5	-17,5
Bélgica	34	32	20	53	27	18	36	64	58	61	55	52	-3,6	-9,2

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

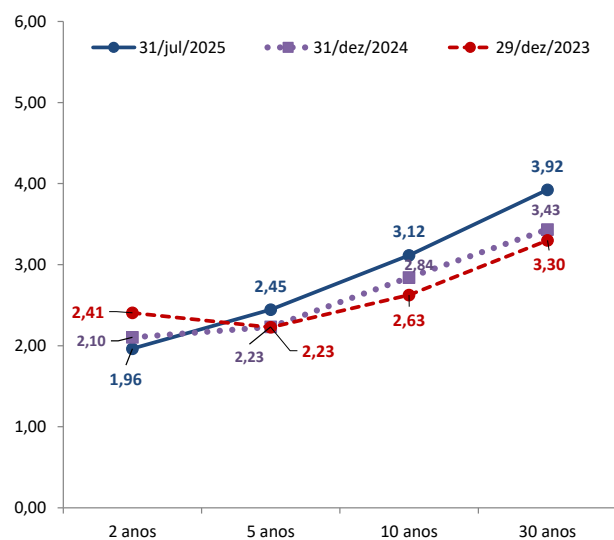
10. Em 31 de julho de 2025, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2024, com exceção dos títulos com maturidade a 2 anos. No final de julho de 2025, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da curva de rendimentos verificada no final de 2024, nas maturidades a 5, 10 e 30 anos. 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 o final de 2024 e 31 de julho de 2025, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se para cima, refletindo um aumento das respetivas taxas de rendibilidade neste período (exceção para a maturidade a 2 anos). 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 5, 10 e 30 anos registavam taxas de rendibilidade de 2,23%, 2,63% e 3,30%, respetivamente, pontos dos quais se distancia a 31 de julho de 2025.

Gráfico 2 – Evolução diária em julho de 2025 da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e em 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 do Banco Central Europeu (BCE), ocorreram a 24 de julho de 2025, destacando-se a manutenção do nível das três taxas de juro diretoras do BCE. 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, e refletem a avaliação do Conselho do BCE sobre as perspetivas de inflação (e dos riscos em torno das mesmas), 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:

- **Manutenção das três taxas de juro diretoras do BCE.** As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez foram mantidas ao mesmo nível de 2,00%, 2,15% e 2,40%, respetivamente;
- **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 a um ritmo comedido e previsível, uma vez que o Eurosystem 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 julho de 2025, a carteira de ativos detidos pelo Eurossistema no âmbito do programa APP ascendia a 2 445 550 M€, menos 227 614 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 julho de 2025, a carteira de ativos detidos pelo Eurossistema no âmbito do programa PEPP ascendia a 1 547 707 M€, menos 120 962 M€ do que no final de dezembro de 2024.

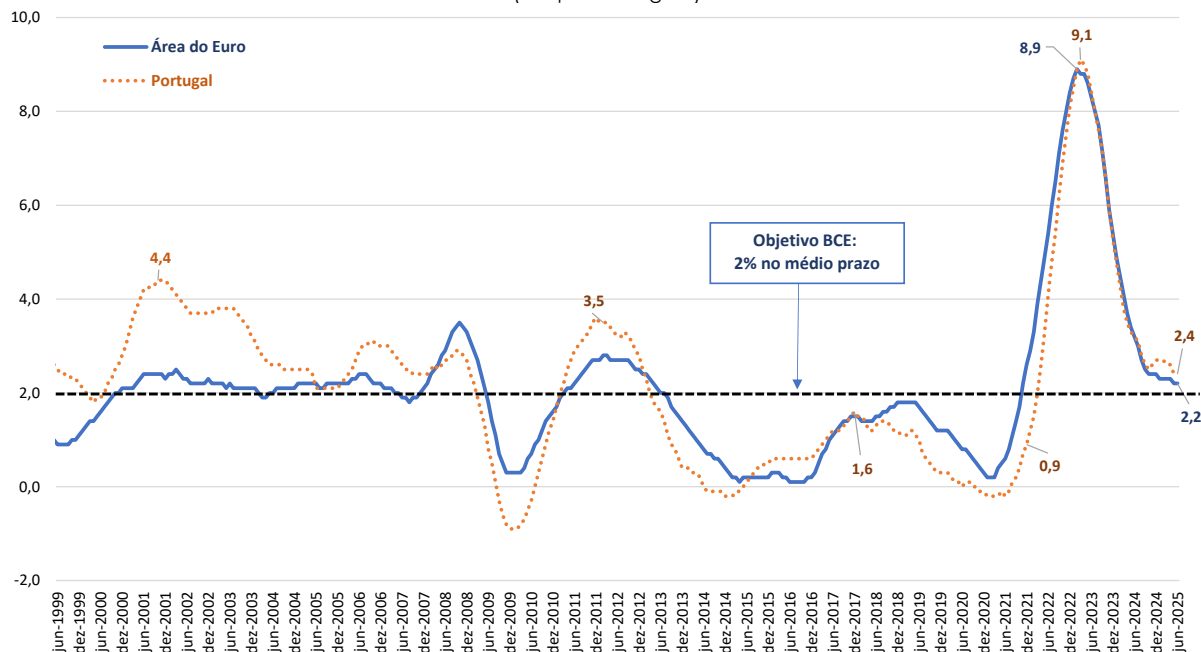
12. A inflação situa-se no objetivo de médio prazo (2%). As pressões internas sobre os preços continuam a abrandar, com o crescimento mais lento dos salários. A conjuntura mantém-se excecionalmente incerta, sobretudo devido aos litígios comerciais. Segundo o BCE, os indicadores da inflação subjacente são consentâneos com o objetivo de médio prazo de 2%.¹ A evolução dos custos do trabalho tem sido moderada, tendo o crescimento homólogo da remuneração por trabalhador abrandado para 3,8% no 1.º trimestre de 2025 (4,1% no trimestre anterior). Tendo em conta um crescimento mais forte da produtividade, registou-se um crescimento mais lento dos custos unitários do trabalho. Relativamente às expectativas sobre a inflação, o BCE refere que, em maio e junho, os consumidores baixaram as expectativas de inflação de curto prazo, contrariamente à ligeira subida observada nos meses anteriores. Ainda segundo o BCE, a maioria das expectativas de inflação a mais longo prazo continua a situar-se em torno de 2%, facto que dá algum suporte à estabilização da inflação na vizinhança do objetivo de médio prazo (2%).

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, situando-se acima, mas relativamente próxima 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 [2,2% ; 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 anos 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

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.

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 2,2% em julho de 2025 — Gráfico 4.

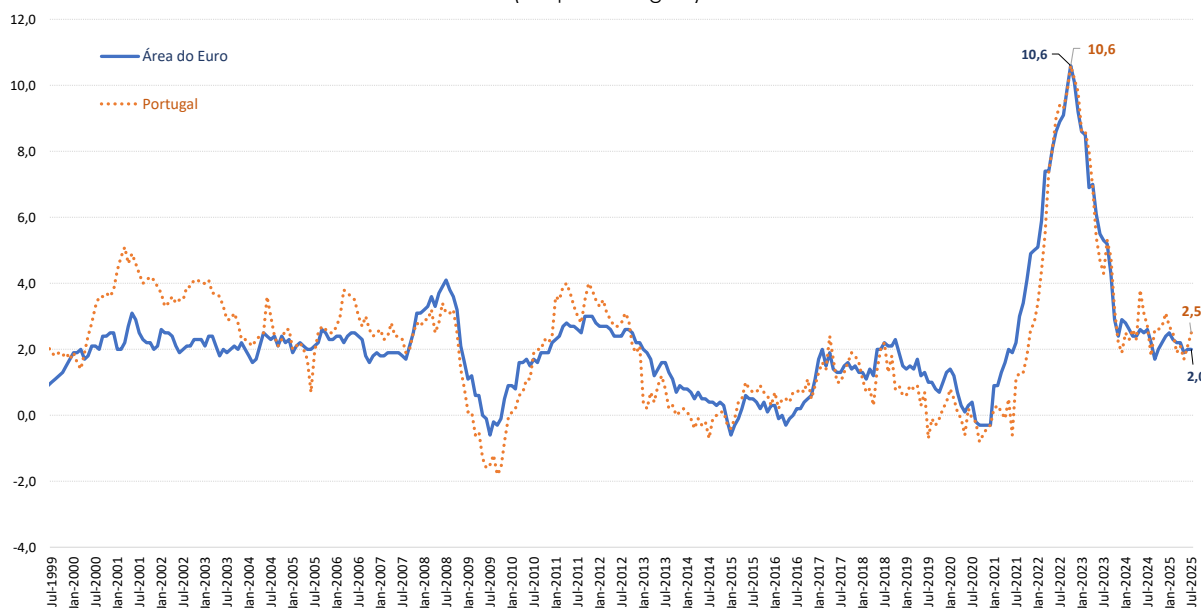
Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: junho de 1999 a junho de 2025 (em percentagem)



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:

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

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

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

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 julho de 2025) são mais acentuados na curva portuguesa. Uma situação semelhante, 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 apresenta 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 junho), em termos mensais e acumulados, previsão para o ano completo de 2025 (OE/2025) 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:

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

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.

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

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

A primeira linha da Tabela 3 exhibe a receita líquida de passivos financeiros $(R_{PF} - D_{PF})$. As linhas seguintes mostram as aplicações desta receita líquida: financiamento do défice global, financiamento da despesa líquida em ativos financeiros e financiamento do défice transitado da gerência anterior. As execuções orçamentais de 2018, 2019, 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 (obtem do) conjunto dos demais sectores institucionais da economia — incluindo os outros subsectores das Administrações Públicas. No segundo caso, a linha 1 da Tabela 3 mede a variação nas emissões de dívida financeira do subsector Estado líquidas de amortizações.

17. Nos primeiros seis meses de 2025, a emissão de dívida efetuada pelo subsector Estado, líquida de amortizações (na ótica de tesouraria), foi inferior à registada no período homólogo de 2024. Nos meses de janeiro e junho de 2025, o Estado arrecadou uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 5384 M€, um valor que se situa 2696 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 junho de 2025 absorveu 4066 M€ desses recursos (menos 3610 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 1319 M€, mais 913 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	CGE 2024	Execução mensal em 2025						Execução acumulada janeiro - junho			Referenciais anuais	
								Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	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	9 772	749	591	1 572	2 683	270	-480	8 081	5 384	-2 696	17 100	7 328
2. Saldo global	-3 666	-3 940	-12 204	-9 471	-5 781	-189	-5 656	-495	-32	-1 267	-2 521	-253	502	-7 675	-4 066	3 610	-6 990	-1 335
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	310	163	28	148	606	1 502	896	10 312	5 711
3.1 Empréstimos médio/longo prazo	2 679	3 020	2 595	911	1 059	547	608	0	132	50	159	0	0	429	342	-87	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	253	0	24	147	166	1 133	967	3 730	-85
3.3 Outros	562	62	163	36	137	187	178	2	8	7	4	4	1	11	27	16	175	-3
4. Receita de ativos financeiros	1 105	798	156	644	593	433	485	91	-52	6	1	11	126	200	183	-18	202	-283
5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)	3 673	5 559	4 585	4 301	3 469	3 266	4 116	254	559	304	163	17	22	405	1 319	913	10 110	5 994
6. Saldo da gerência anterior	0	0	-2	-7	-1	0	-3	0	0	0	0	0	0	-3	0	3	0	3
7. Saldo Total	0	0	-2	-7	-1	0	-3	0	0	0	0	0	0	-3	0	3	0	3

Fontes: EO 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 seis meses de 2025, foi superior à do período homólogo, requerendo do Estado o desembolso de 1502 M€, mais 896 M€ do que o despendido em igual período de 2024. A execução de garantias registou valores abaixo do período homólogo, ascendendo a 21,2 M€ no período em análise (60,9 M€ no período homólogo). Nos período janeiro a junho de 2025, estas verbas foram destinadas, na sua grande maioria, a dotações de capital (1133 M€). O Estado despendeu também 342 M€ em empréstimos de médio/longo prazo (valor que compara com 429 M€ despendido em igual período de 2024). A rubrica “Outros” inclui a execução de garantias, as quais registaram uma execução de 21,2 M€ no período em análise, abaixo do verificado no período homólogo (60,9 M€).³ Neste âmbito, a execução entre janeiro e junho de 2025 exigiu do Estado um maior esforço financeiro, face ao período homólogo de 2024, relativamente a dotações de capital (+967 M€) — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros, efetuado pelo Estado, no período janeiro a junho de 2025.

19. No primeiro semestre 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 outra parcela relevante teve como destino a TAP. Nos primeiros seis meses de 2025, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 1502 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (1133 M€) e empréstimos a médio e longo prazo (342 M€). Em particular, da despesa efetuada em dotações de capital (1133 M€), 343 M€ tiveram como destino a TAP, S.A. e 790,2 M€ foram destinados às EPR, com a seguinte distribuição por entidade:

— Infraestruturas de Portugal, S.A	699,8 M€;
— Construção Pública, E.P.E.	85,4 M€
— EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A.	4,9 M€.

20. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado no primeiro semestre de 2025 ascendeu a 183 M€. A grande maioria desta receita decorreu da distribuição de capital por parte do Novo Banco (128,5 M€) e da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, com o seguinte detalhe:

- 128,5 M€ referentes a outros ativos financeiros, em resultado, sobretudo, da distribuição de capital por parte do Novo Banco S.A. aos acionistas, na sequência da redução de capital realizada (126,1 M€);
- 49,1 M€ de amortizações de empréstimos a médio e longo prazos, principalmente por parte da Região Autónoma da Madeira — no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira da RAM (29 M€) — e da Administração Local (14,8 M€);
- 5,1 M€ em recuperação de créditos garantidos.

21. Face aos valores orçamentados no OE/2025, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros seis meses de 2025 o Estado financiou-se num montante correspondente a 31,5% do previsto para o conjunto do ano. Entre janeiro e junho de 2025, a receita líquida proveniente de passivos financeiros ascendeu a 5384 M€, 11 716 M€ aquém do total previsto para o ano completo de 2025 (grau de execução de 31,5%). Para este resultado concorreu, por um lado, o facto de se ter alcançado neste período um défice global do subsector Estado de 4066 M€, cerca de 2925 M€ abaixo do défice previsto no OE/2025 para o total do ano; por outro lado, contribuiu também o facto da despesa líquida em ativos financeiros, executada em janeiro e junho de 2025, ter ascendido a 1319 M€, um valor que se situou 8791 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 13,0%) — linha 5 da Tabela 3.

22. Para o conjunto do ano 2025, o OE aprovado tem subjacente um limite de 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

³ Registaram-se ainda outras despesas do Estado com ativos financeiros, relacionadas com participações em organizações internacionais, no valor de 5,3 M€.

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 7328 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€ (1335 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 seis meses de 2025 corresponde a metade do ano, ainda que a sua distribuição não seja uniforme ao longo do ano, 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 junho deste ano (– 4066 M€) não regista uma degradação homóloga (pelo contrário, regista uma melhoria de 3610 M€), e representa 58,2% 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 junho 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 junho de 2025 registou-se um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sobretudo na forma de dívida titulada. A dívida direta do Estado corresponde à dívida em que o subsector Estado é o devedor efetivo. Por este motivo, este agregado apenas inclui os passivos deste subsector, pelos quais respondem as suas receitas. Esta dívida inclui a capitalização acumulada dos juros de Certificados de Aforro. No final de junho de 2025, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 307 258 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 2302 M€ em cadeia mensal, resultante dos aumentos da dívida titulada (+ 2132 M€) e não titulada (+ 170 M€). O acréscimo da parcela de dívida não titulada reflete um aumento do stock de Certificados de Aforro (+ 319 M€) parcialmente compensado por uma redução mensal de 155 M€ em Certificados de Tesouro e de +6 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 1494 M€, decorrente das emissões realizadas no mês de junho, nomeadamente a OT 3.625% 12Jun2054 em 627 M€ e da OT 0.90% 12Oct2035 em 867 M€.⁴ No tocante à dívida titulada de curto prazo, registou-se um incremento mensal do stock de Bilhetes do Tesouro de 737 M€, resultante da emissão efetuada durante o mês de junho (BT 22MAY2026). De referir a diminuição em cadeia mensal do saldo vivo de CEDIC (– 128 M€). Tendo por referência o final do mês homólogo de 2024, no final de junho de 2025 a dívida direta era superior em 13 573 M€ e tinha subjacente alterações relevantes na estrutura da dívida. Verificou-se uma redução nos stocks de dívida titulada de curto prazo (– 1028 M€) e um aumento na dívida titulada de médio e longo prazo (+ 11 105 M€). No que respeita à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo do stock de Certificados de Aforro em 3857 M€ (+11,4%) e uma redução nos Certificados do Tesouro de 1508 M€ (– 14,6%). 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 junho 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 29 detalha o perfil de amortização dos empréstimos SURE e PRR.

⁴ Já no decorrer de julho de 2025 ocorreram duas emissões de Obrigações do Tesouro, com montantes colocados de 610 e 650 M€. Mais detalhe no parágrafo 27 e Tabela 6.

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

	jun/2024	mai/2025	jun/2025	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	jun/2024	jun/2025
Titulada	189 411	197 356	199 489	2 132	10 077	1,1	5,3	64,5	64,9
Curto prazo	21 856	20 189	20 828	639	-1 028	3,2	-4,7	7,4	6,8
Médio e longo prazo	167 555	177 167	178 661	1 494	11 105	0,8	6,6	57,1	58,1
Não titulada	48 671	50 833	51 003	170	2 333	0,3	4,8	16,6	16,6
Cert. Aforro	33 961	37 498	37 817	319	3 857	0,9	11,4	11,6	12,3
Cert. do Tesouro	10 325	8 972	8 817	-155	-1 508	-1,7	-14,6	3,5	2,9
Outra - ML prazo	4 385	4 363	4 369	6	-16	0,1	-0,4	1,5	1,4
Contas margem	87	0	0	0	-87	-	-100,0	0,0	0,0
Empréstimos Oficiais	55 516	56 766	56 766	0	1 250	0,0	2,3	18,9	18,5
Empréstimos SURE (UE)	6 234	6 234	6 234	0	0	0,0	0,0	2,1	2,0
Empréstimos PRR (UE)	1 654	2 904	2 904	0	1 250	0,0	75,6	0,6	0,9
Assistência Financeira	47 628	47 628	47 628	0	0	0,0	0,0	16,2	15,5
Total	293 685	304 956	307 258	2 302	13 573	0,8	4,6	100,0	100,0

Por memória:

Transaccionável	178 918	187 065	189 296	2 230	10 377	1,2	5,8	60,9	61,6
Não Transaccionável	114 767	117 890	117 962	72	3 195	0,1	2,8	39,1	38,4
Euro	291 211	304 956	307 258	2 302	16 047	0,8	5,5	99,2	100,0
Não euro	2 474	0	0	0	-2 474	-	-100,0	0,8	0,0
Contas margem	87	0	0	0	-87	-	-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 seis meses de 2025, a despesa com juros e outros encargos da dívida aumentou, quer em termos brutos, quer em termos líquidos. As comissões pagas neste período também foram superiores às suportadas no período homólogo (50 M€ no período jan.-jun. de 2024 contra 65 M€ entre jan.-jun. de 2025). Em termos líquidos, isto é, descontando o efeito de juros recebidos de aplicações financeiras, também se registou um aumento homólogo desta despesa, bem como um aumento dos juros recebidos pelo Estado de aplicações financeiras.⁵ No 1.º semestre de 2025, a despesa com juros e outros encargos da dívida pública ascendeu a 3878 M€ (penúltima linha a negrito no corpo principal da Tabela 5), refletindo um aumento de 3,0% (+113 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€). Este aumento foi determinado, em grande medida, pelo acréscimo homólogo do montante despendido com juros de Bilhetes do Tesouro (BT), em + 318,5% (+ 155 M€). Os juros relativos aos empréstimos oficiais (PAEF, SURE e PRR) ascenderam a um total de 342 M€ no primeiro semestre 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 às Obrigações do Tesouro (OT), o valor de juros totalizou 2266 M€ no período acumulado jan.-jun. de 2025 (- 20 M€ face ao 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 seis meses de 2025, ascendeu a 768 M€, refletindo uma diminuição de 14 M€ (- 1,8%) face ao período homólogo do ano anterior — Tabela 5. No final do período em análise (janeiro-junho 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 2349 M€, verificando-se uma alteração na sua composição: um aumento no stock de Certificados de Aforro (+ 3857 M€) e uma diminuição no montante de Certificados do Tesouro (- 1508 M€).

⁵ O Estado recebeu 75,5 M€ de juros de aplicações financeiras no período janeiro-Junho de 2024, e 86,2 M€ em igual período de 2025.

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 – Junho (M€)			OE 2025 (M€)	Grau de execução Janeiro – Junho (%)	
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	2024	2025	Tvh (%)		2024	2025
Juros da dívida pública	6 916	289	781	241	1 407	266	829	3 715	3 813	2,7	7 308	53,7	52,2
Bilhetes do Tesouro	175	63	0	77	0	64	0	49	204	-	307	27,8	66,4
Obrigações do Tesouro	3 787	3	560	4	1 100	2	596	2 286	2 266	-0,9	3 886	60,4	58,3
Empréstimos PAEF	689	0	38	0	157	19	82	283	297	5,0	774	41,0	38,3
Empréstimos SURE	21	7	0	0	0	0	6	13	13	0,1	36	-	35,3
Empréstimos PRR	13	0	21	4	0	0	8	12	33	-	106	95,9	31,0
Certif. Aforro e Tesouro	1 567	135	121	132	122	135	124	782	768	-1,8	1 607	49,9	47,8
CEDIC / CEDIM	329	43	6	25	27	46	11	155	158	2,2	357	47,1	44,3
Outros	335	37	35	0	1	0	2	136	75	-44,6	235	40,4	32,0
Comissões	47	12	6	6	6	10	25	50	65	28,7	100	107,3	64,7
Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR)	0	0	0	0	0	-1	0	0	-1	102,7	0	-	-
Outros	47	12	6	6	6	11	25	51	65	29,3	100	107,4	65,5
Juros e outros encargos pagos	6 963	301	787	247	1 413	277	854	3 765	3 878	3,0	7 408	54,1	52,3
Tvh (%)	3,8%	15,9	-24,1	34,3	-4,8	40,6	41,2	-	-	-	6,4%	-	-

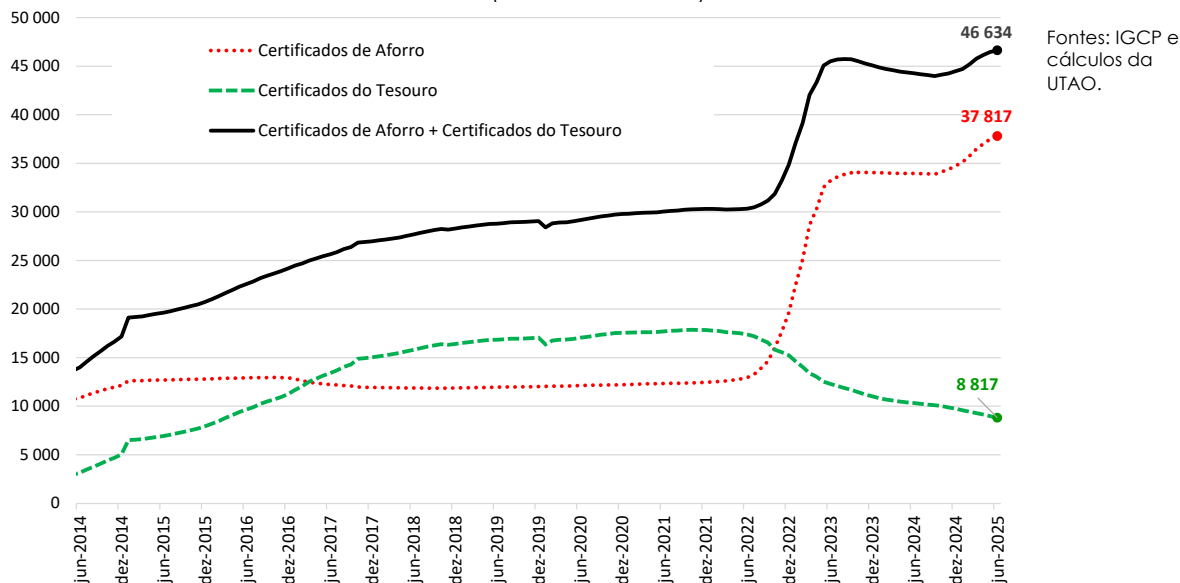
Por memória:

Juros recebidos de aplicações	165	23,0	16,3	10,1	12,5	9,6	14,8	75,5	86,2	14,1	169	45,7	51,0
Juros e outros encargos líquidos	6 798	278	770	237	1 400	267	839	3 690	3 792	2,8	7 239	54,3	52,4
Tvh (%)	6,3	13,7	-24,3	43,1	-4,9	39,6	40,1	-	-	-	6,5%	-	-

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

25. Em junho 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 acelerou extraordinariamente o seu crescimento entre agosto de 2022 e junho de 2023. Em agosto de 2023 registou-se um pico, 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 recuperação dos valores aplicados pelas famílias nestes dois instrumentos de dívida, tendo feito subir o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias para 46 634 M€, no final de junho de 2025, um novo máximo que supera o valor 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 37 817 M€ em junho de 2025, refletindo uma subida homóloga de 3857 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, contribuindo para o crescimento do stock de Certificados de Aforro neste período. Entre outubro de 2023 e setembro de 2024, as emissões líquidas de CA foram negativas, embora com valores não muito significativos, fazendo com que o stock de CA tivesse descido 184 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 37 817 M€ em junho de 2025. Assim, em junho de 2025 o stock vivo de Certificados de Aforro refletia um acréscimo homólogo de 3857 M€.

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

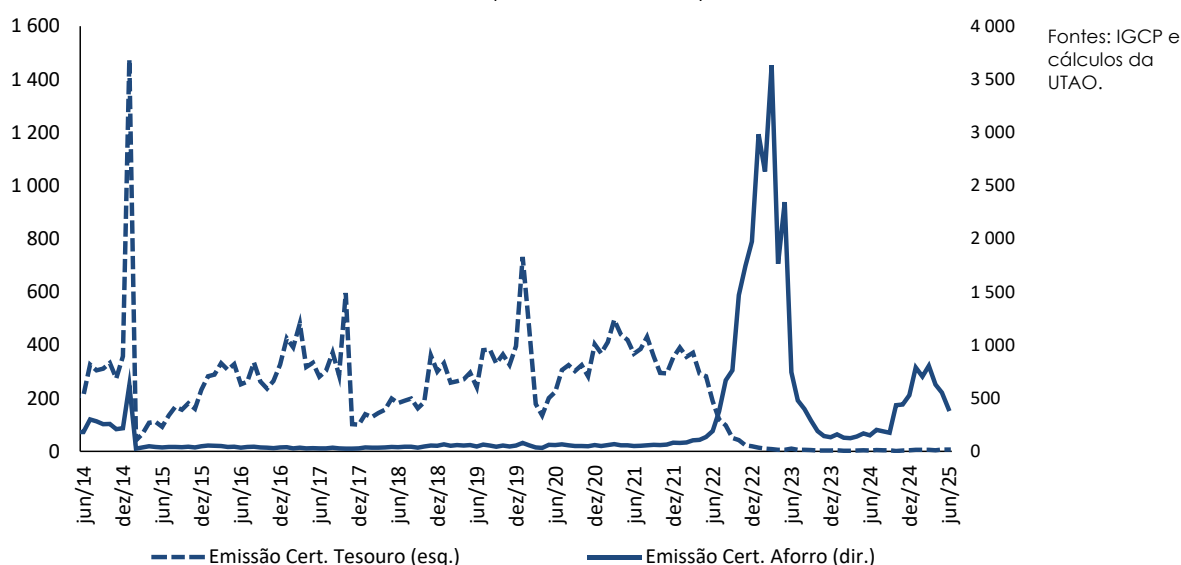
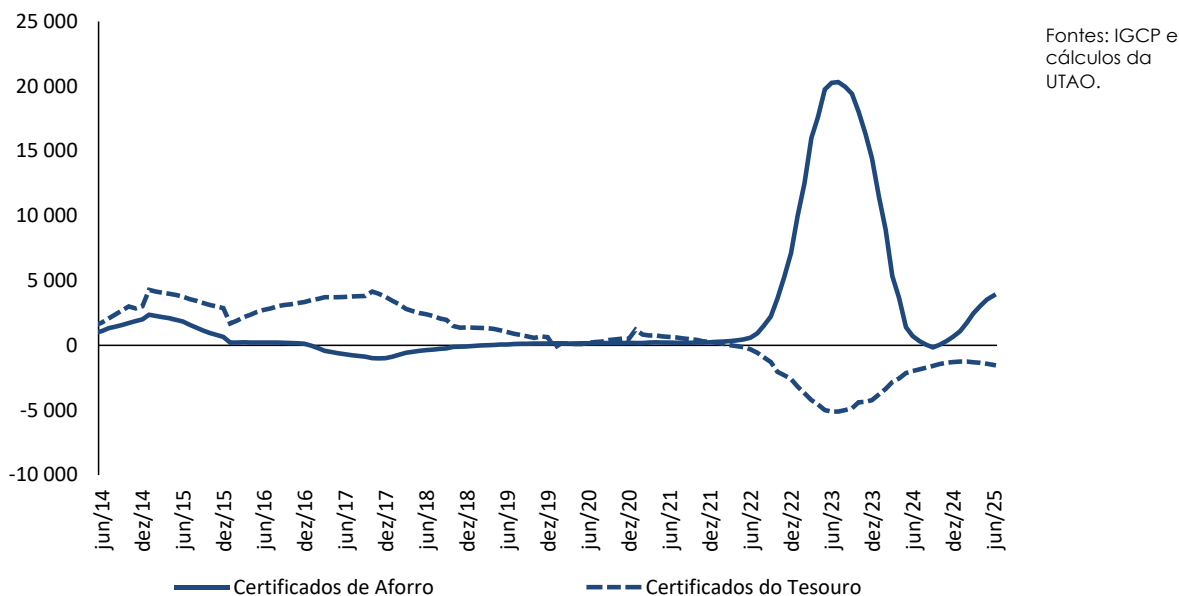


Gráfico 8 – Variação homóloga dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro
(variação homóloga, em milhões de euros)



27. Em julho de 2025, Portugal emitiu Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV) com maturidade no ano 2031 no valor de 612,2 M€, ficando abaixo do montante indicativo inicial de 1000 M€. O valor colocado desagrega-se entre 423,4 M€ através de oferta de subscrição e 188,8 M€ por oferta de troca.⁶ Esta nova OTRV teve como finalidade o alargamento da base de investidores na dívida pública portuguesa: particulares ou institucionais, bem como residentes ou não residentes. A taxa de juro nominal bruta corresponde à taxa de juro Euribor a 6 meses +0,25% (sendo assegurado um mínimo de 0,25%). A indexação à Euribor a 6 meses garante uma taxa de juro variável. No entanto, no caso das famílias residentes, estas também dispõem da possibilidade de subscrição de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro.

28. As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro foram efetuadas em julho de 2025, registando-se uma ligeira subida da taxa de juro na maturidade a 27 anos e uma ligeira descida na maturidade a 6 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas em maio, junho e julho de 2025 foram asseguradas a taxas de juro inferiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior. As últimas emissões tituladas aconteceram em julho de 2025, para OT e BT. Nos dias 11 de junho e 9 de julho de 2025, foram realizados quatro leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a 6, 27, 10 e 29 anos (Obrigações do Tesouro), no montante global de 2754 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 0.3% 17Oct2031, com taxa de rentabilidade de 2,570%, OT 1% 12Apr2052, com taxa de rentabilidade de 3,780%, OT 0.90% 12Oct2035, com taxa de rentabilidade de 3,003%, e OT 3.625% 12Jun2054, com taxa de rentabilidade de 3,785%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em 13 de março de 2024, 12 de fevereiro de 2025, 12 de março de 2025 e 14 de fevereiro de 2024, observou-se uma diminuição nas taxas de rentabilidade para as maturidades a seis e dez anos e uma subida nas taxas de rentabilidade para as maturidades mais longas, a 27 e 29 anos — Tabela 6. Nas emissões de BT efetuadas em maio (maturidade a seis meses), junho (maturidade a 11 meses) e julho (maturidade a 12 meses) 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 21NOV2025, com maturidade a seis meses, colocação de 705 M€ e taxa média ponderada de 1,947%. No segundo caso, foi leiloado o BT 22MAY2026, com maturidade a 11 meses, montante global colocado de 750 M€ e taxa média ponderada de 1,941%. Por fim, foi leiloado o BT 17JUL2026, com maturidade a 12 meses, colocação de 1142 M€ e taxa média ponderada de 1,906%. Estes leilões de BT registaram reduções nas taxas de juro para estas maturidades de -1,214 p.p., -0,033 p.p. e -0,043 p.p., respetivamente — Tabela 6.

⁶ A oferta de troca teve implícita a amortização da OTRV julho 2025 por contrapartida da emissão da OTRV julho 2031.

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

Instrumento	Obrigações do Tesouro				Bilhetes do Tesouro		
	12-jun-2054	12-out-2035	12-abr-2052	17-out-2031	21-nov-2025	22-mai-2026	17-jul-2026
Maturidade							
Data do leilão	11-jun-2025	11-jun-2025	9-jul-2025	9-jul-2025	21-mai-2025	18-jun-2025	16-jul-2025
Prazo	29 anos	10 anos	27 anos	6 anos	6 meses	11 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	627	867	610	650	705	750	1 142
Montante de Procura (M€)	1 171	1 212	1 180	1 360	2 053	2 415	2 830
Taxa média (%)	3,785	3,003	3,78	2,570	1,947	1,941	1,906

Por memória:

Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %)	14-fev-2024	12-mar-2025	12-fev-2025	13-mar-2024	18-set-2024	16-abr-2025	21-mai-2025
	3,568	3,381	3,433	2,645	3,161	1,974	1,949

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.

29. Foram realizadas duas emissões sindicadas com maturidades a 10 e 15 anos. Além das emissões operadas via leilão, foram ainda realizadas duas operações sindicadas em 2025. A primeira ocorreu em janeiro, na emissão relativa à OT 3% 15JUN2035, com um valor nominal de 4000 M€, teve um valor de encaixe de 3974 M€ (menos valia de 25,6 M€), com uma taxa de juro de 3,074%. A segunda foi realizada a 30 de abril, na emissão relativa à OT 3,375% 15JUN2040, com um valor nominal de 3000 M€, teve um valor de encaixe de 2957 M€ (menos valia de 42,9 M€), com uma taxa de juro de 3,498%.

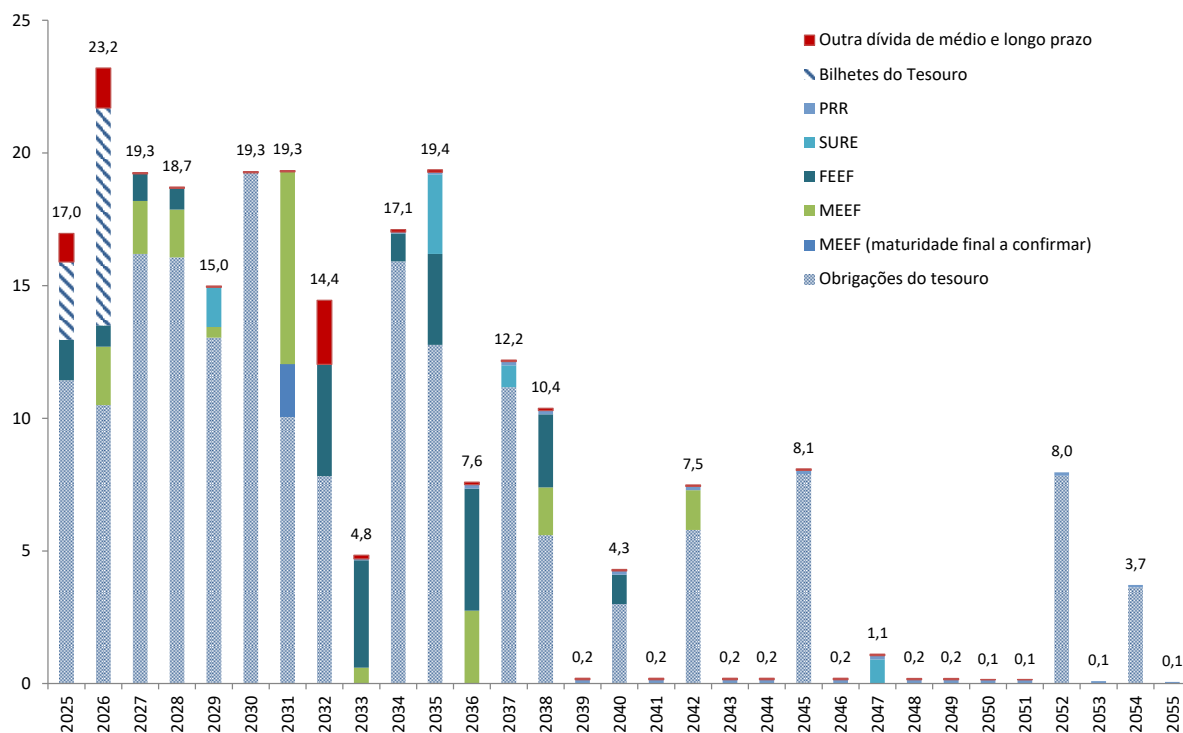
30. O perfil de amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para o período 2025-2038, mantém-se elevado, exigindo um grande volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá nas futuras operações de refinanciamento da dívida pública. Tendo por referência o *stock* de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 31 de julho 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 julho de 2025, o *stock* total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso no período 2025-2038 ascendia a 206,6 mil M€. De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 31 de julho de 2025, na próxima década será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos nos seguintes montantes anuais: 14,0 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, 19,3 mil M€ em 2030, 19,3 mil M€ em 2031, 14,4 mil M€ em 2032, 4,8 mil M€ em 2033, 17,1 mil M€ em 2034 e 19,4 mil M€ em 2035.⁷ O triénio seguinte (2036 – 2038) exigirá a amortização de títulos em cerca de 30,2 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.⁸ 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 19,4 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.

⁷ A estes montantes, acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 2,93 mil M€ em 2025 e 8,2 mil M€ em 2026.

⁸ Nos anos 2036 a 2038, os valores de dívida pública a amortizar anualmente situam-se no intervalo [7,6 ; 12,2] mil M€.

Gráfico 9 – Perfis anuais de amortização

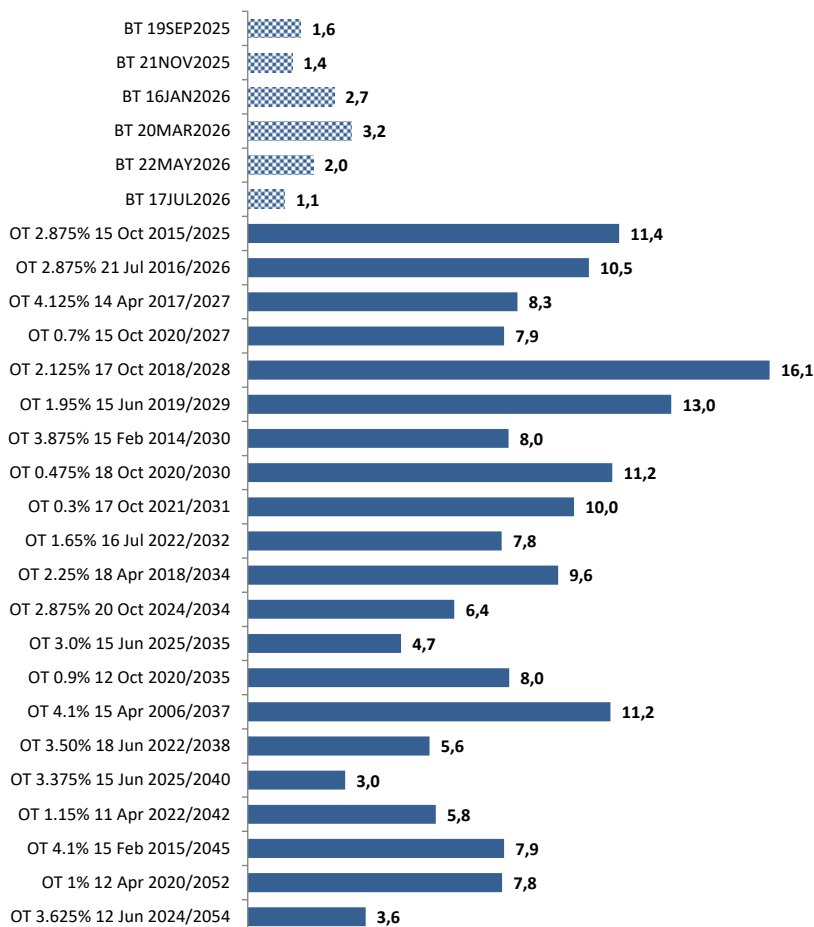
(valores nominais em milhares de milhão de euros, atualizado a 31 de julho de 2025)



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.

31. 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 apresentado o respetivo montante, por ordem crescente de maturidade, indicada na referência do respetivo título (escala da esquerda).

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 julho 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).

32. A dívida a médio e longo prazos emitida em 2025, até final de junho, apresenta uma maturidade média inferior à emitida no mesmo período do ano anterior. A maturidade média residual da dívida direta do Estado declina suavemente desde 2016. No final de junho de 2025, a maturidade média da dívida de médio e longo prazo, emitida no próprio ano, era de 13,6 anos, um valor inferior ao registado no mesmo período de 2024 (16,6 anos). Por outro lado, a maturidade residual da dívida direta do Estado⁹ apresenta um declínio desde 2016, ascendendo a 7,6 anos em junho de 2025. A maturidade residual dos empréstimos PAEF é de 6,8 e 8,5 anos para os empréstimos EFSM e EFSF, respetivamente. Excluindo os empréstimos PAEF, a maturidade média residual da dívida direta do Estado, em junho de 2025, foi de 7,6 anos.

⁹ A maturidade residual em junho do ano t é a esperança média de vida do stock total de dívida por pagar (*outstanding debt*) nesse momento.

4 Dívida pública em contabilidade nacional

33. O presente capítulo apresenta a dívida pública na ótica de Maastricht em montantes 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.

4.1 Definição de Maastricht

34. A “dívida pública na ótica de Maastricht” é um conceito harmonizado a nível da UE e diverge do conceito “dívida direta do Estado” nalgumas dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado abrange apenas a dívida emitida pelo subsector Estado através do IGCP, enquanto a dívida de *Maastricht* inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector institucional das Administrações Públicas; ii) efeitos de consolidação — a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de *Maastricht* é consolidada entre subsectores das Administrações Públicas. Os passivos incluídos no conceito de dívida de *Maastricht* são registados pelo seu valor nominal. É de referir que estes dois conceitos de dívida pública excluem a dívida a fornecedores. 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

35. Esta secção incide sobre a informação mais recente divulgada pelas autoridades estatísticas nacionais Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística. Nos países da UE, utiliza-se uma definição comum para o conceito de dívida pública: definição de *Maastricht*. 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 (junho de 2025), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (junho de 2025) e valor nominal desagregado por subsector (maio de 2025). Relativamente à decomposição por credores da dívida pública portuguesa, a informação tem por referência maio de 2025.

36. O peso da dívida pública de Maastricht no PIB nominal foi de 98,1% no final de junho de 2025, sendo 2,2 p.p. do PIB inferior ao observado no final do trimestre homólogo.¹⁰ Esta variação reflete uma subida face ao registado no final do ano 2024 (94,9%). A redução homóloga observada no final do 2.º trimestre de 2025 resulta do contributo do efeito denominador decorrente do crescimento nominal do PIB (-5,7 p.p.), sendo parcialmente contrariado pelo efeito numerador resultante do aumento da dívida pública em valor nominal (3,5 p.p.).

37. Excluindo a dívida pública aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública desceu para 88,5% do PIB no final junho de 2025, o que representa o mínimo desde junho de 2010. Em termos homólogos, a redução foi de 6,3 p.p. do PIB. Com efeito, o peso dos depósitos

¹⁰ Este rácio tem implícita a estimativa do Banco de Portugal para o PIB nominal do 2.º trimestre de 2025.

aumentou de 5,5% do PIB no final de junho de 2024 para 9,6% do PIB no final de junho de 2025 (Tabela 7).

38. O ajustamento défice-dívida apresentou uma magnitude significativa em 2024 (3,8% do PIB) e no 1.º trimestre de 2025 (10,7% do PIB). Trata-se de um conjunto heterogéneo de fatores, que corresponde à aquisição líquida de ativos financeiros, às transações de passivos não incluídos na dívida e às outras variações de volume e preço dos passivos incluídos na dívida. Devido à magnitude do efeito défice-dívida durante o ano 2024, a UTAO apresentou uma análise detalhada na secção 4.2 do [Relatório UTAO n.º 4/2025, Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: março de 2025](#).

39. No final de junho de 2025, o valor nominal da dívida pública ascendeu a 287,0 mil M€, o máximo da série estatística, o que corresponde a uma subida homóloga de 10,2 mil M€ e um aumento mensal de 2,5 mil M€.

40. Excluindo os ativos das Administrações Públicas (AP) sob a forma de depósitos, a dívida de Maastricht situou-se em 258,8 mil M€ no final de junho de 2025, o que reflete uma subida homóloga de 2,7 mil M€. Com efeito, o valor total de ativos das Administrações Públicas sob a forma de depósitos, os quais são incluídos na dívida pública na ótica de Maastricht, subiu de 15,3 mil M€ para 28,2 mil M€ neste período. Tipicamente, o montante de depósitos regista uma queda mensal significativa no mês em que uma linha de Obrigações do Tesouro (OT) atinge a maturidade. O título OT 2,875% 15Out será o próximo a atingir a maturidade: outubro de 2025 — (Gráfico 9).

41. Relativamente aos passivos no final de junho de 2025, verificou-se uma subida homóloga do peso dos instrumentos “numerário e depósitos” e “títulos”, por contrapartida de uma diminuição do instrumento “empréstimos”. Esta evolução reflete uma ligeira alteração na composição dos instrumentos da dívida pública. O instrumento “numerário e depósitos” aumentou 2,7 mil M€ para 49,4 mil M€, o qual inclui os Certificados de Aforro e do Tesouro. O valor em dívida pública sob a forma de “títulos” ascendeu a 168,2 mil M€, o que representa um aumento homólogo de 6,7 mil M€ (Tabela 7), desagregando-se entre curto prazo (- 244 M€) e longo prazo (+ 7,0 mil M€). Quanto à dívida pública contraída sob a forma de empréstimos, esta equivalia a 24,2% do total no final de junho de 2025, cerca de 69,4 mil M€. Este montante 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 valor total em dívida é cerca de 6,2 mil M€ no SURE e 2,9 mil M€ no PRR. Adicionalmente, o instrumento “empréstimos” engloba ainda o financiamento obtido no âmbito do PAEF que permanece em dívida (47,6 mil M€).

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

	Dívida de Maastricht (1) = 2 + 3 + 4	Numerário e depósitos (2)	Empréstimos (3)	Títulos (4)	Dívida de Maastricht líquida de depósitos das AP (5)	Numerário e depósitos (6) = (2) / (1)	Empréstimos (7) = (3) / (1)	Títulos (8) = (4) / (1)	Dívida de Maastricht (9) = [(1) / PIB]	Ativos das AP sob a forma de depósitos (10) = [(1) - (5)] / PIB]
	em M€				em M€	em % da dívida de Maastricht			em % do PIB	
dez-2014	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
dez-2024	270 723	47 022	69 159	154 542	257 430	17,4	25,5	57,1	94,9	4,7
mar-2025	278 175	48 526	69 335	160 313	259 390	17,4	24,9	57,6	96,4	6,5
jun-2025	286 998	49 441	69 354	168 203	258 827	17,2	24,2	58,6	98,1	9,6

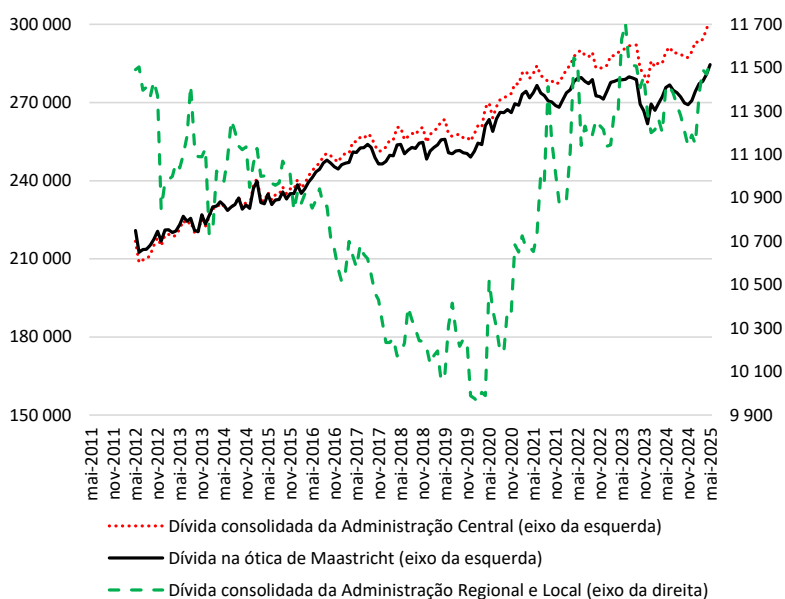
Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: (i) A coluna 2 mostra o montante de dívida contraída sob a forma mais líquida, sendo os instrumentos mais representativos desta categoria os Certificados do Tesouro e os Certificados de Aforro. (ii) A coluna 10 mostra a parcela da dívida bruta que 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.

42. Por subsectores, o aumento homólogo da dívida pública de Maastricht apurada no final de maio de 2025 foi determinada, essencialmente, devido ao contributo da Administração Central.¹¹ No final de maio de 2025, o montante da dívida bruta consolidada dentro da Administração Central (AdC) na ótica

¹¹ 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).

de *Maastricht* ascendeu a 302,4 mil M€ (Gráfico 11), o que corresponde a um acréscimo de 12,8 mil M€. Quanto ao conjunto Administração Regional e Local, o *stock* da dívida de *Maastricht* no final de maio de 2025 (11,5 mil M€) ficou 117 M€ acima do verificado no final do mês homólogo. Tendo como referência um horizonte temporal mais alargado, observou-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. A partir deste momento, a dívida subnacional iniciou uma trajetória ascendente, embora oscilante, situando-se em 11,5 mil M€ no final de maio de 2025. Adicionalmente, é de referir que o fator de consolidação entre subsectores, que é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de *Maastricht* das Administrações Públicas, ascendeu a 29,4 mil M€ no final de maio de 2025 (máximo da série estatística). Em termos gerais, a Administração Central é credora em relação à Administração Local e à Administração Regional e o subsector da Segurança Social é detentor de dívida pública da Administração Central. Consequentemente, a dívida consolidada entre subsectores (linha preta do Gráfico 11) está abaixo da dívida da AdC (linha vermelha).

Gráfico 11 – Desagregação subsectorial da dívida de *Maastricht*
(em milhões de euros)



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

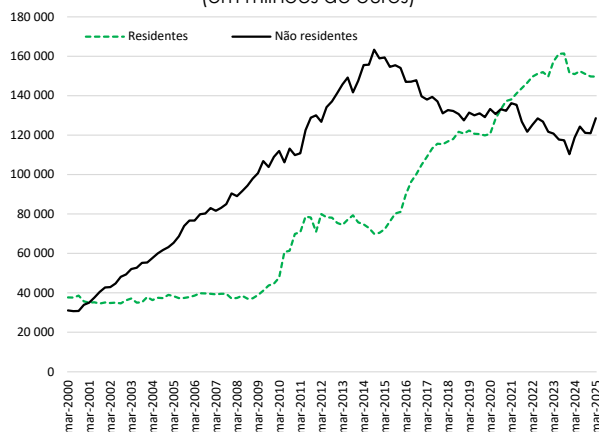
43. As alterações na estrutura de detentores da dívida pública têm efeitos na transmissão de choques com origem no exterior (resto do mundo) e na liquidez dos títulos de dívida pública nos mercados financeiros. A dívida pública detida por agentes económicos não residentes está incluída na dívida externa de Portugal. Mantendo tudo o resto constante, quanto mais elevado for o montante de dívida externa, sob a forma de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, detida por sociedades financeiras não residentes, maior é a exposição da economia portuguesa aos canais de transmissão de crises e aos choques externos.¹² Em 2020, o valor da dívida pública portuguesa detido por residentes passou a ser superior ao montante detido por não residentes (Gráfico 12). No final de maio de 2025, a dívida pública portuguesa desagregava-se entre 150,3 mil M€ detidos por agentes económicos residentes e 134,3 mil M€ por não residentes. Entre a dívida pública detida por não residentes, destaca-se o mon-

¹² Uma dívida pública elevada e totalmente detida por não residentes (designadamente, por outras sociedades financeiras não residentes) implicaria uma exposição muito elevada a choques externos. No entanto, a dívida pública elevada e totalmente detida por agentes económicos residentes poderia também ter riscos para os residentes credores devido à não diversificação dos investimentos pelos investidores nacionais. Em caso de incumprimento do devedor Estado, os restantes sectores institucionais residentes seriam afetados com perdas significativas, o que seria prejudicial para o conjunto da economia nacional como um todo. A título de exemplo, se houver um incumprimento nos reembolsos da dívida pública por parte do Estado (*hair cut*), então as famílias perderiam a poupança acumulada sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro e o FEFSS 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.

tante de 47,6 mil M€ dos empréstimos obtidos no âmbito do PAEF e o montante de 9,1 mil M€ dos empréstimos SURE e PRR. O remanescente é detido, essencialmente, por sociedades financeiras não residentes que adquiriram títulos de dívida pública portuguesa nos mercados financeiros primário e secundário.

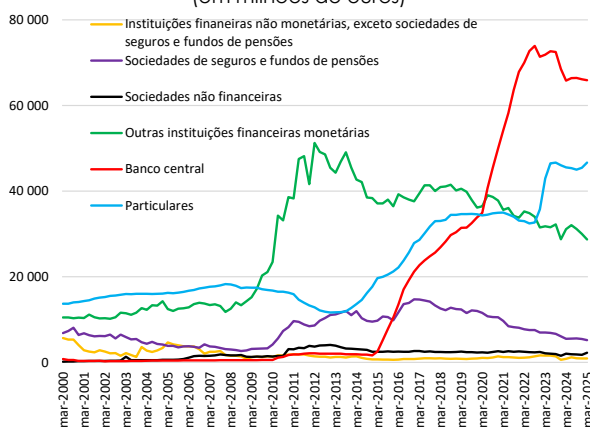
44. No final de maio de 2025, o Banco de Portugal era detentor de 65,8 mil M€ de dívida pública portuguesa adquirida no âmbito do programa de compras de ativos, sendo que o stock detido pelo banco central nacional é determinado pelas decisões de política monetária do BCE.¹³ O Banco de Portugal detinha no final de maio de 2025 o valor de 65,8 mil M€ da dívida pública portuguesa, o que reflete uma diminuição 449 M€, o que por sua vez compara com o montante de 1,7 mil M€ no final de 2014, ano que antecedeu o início do programa de compras PSCP (Gráfico 13).^{14, 15} A aquisição de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal ajudou a explicar como 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 residentes e não residentes. Em 31 de maio de 2025, o montante detido pelo Banco de Portugal (65,8 mil M€) correspondia a 23,1% da dívida pública de Maastricht de Portugal e a 39,6% do stock da dívida de Maastricht sob a forma de títulos, sendo o principal credor da dívida pública portuguesa.¹⁶ Entre os agentes residentes, o sector institucional Famílias é o segundo mais relevante, o qual ascendeu no final de maio de 2025 a 47,4 mil M€, sob a forma de Certificados de Aforro, Certificados do Tesouro e Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV). O sector “Outras Sociedades Financeiras Residentes” detinha 28,6 mil M€ no final de maio de 2025.

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 na dívida pública de Maastricht

45. O montante nominal da dívida pública na ótica de Maastricht é afetado pelo efeito de consolidação que resulta do facto de entidades em todos os subsectores institucionais das AP serem detentoras de parcelas significativas de dívida pública. A dívida pública detida por entidades pertencentes aos

¹³ PSCP — Public Sector Purchase Programme. Para mais detalhe sobre a utilização destes instrumentos não convencionais de política monetária consultar a secção 2.2 deste relatório.

¹⁴ O máximo da série foi registado no final de setembro de 2022 com o valor total em stock de 73,9 mil M€.

¹⁵ De acordo com a [decisão de política monetária mais recente](#) de 24 de julho de 2025, o Eurosystem 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.

¹⁶ Os dados mais recentes referem-se a maio de 2025. No entanto, o Gráfico 13 apresenta valores para o final do trimestre devido ao facto dos dados da série estatística iniciada no ano 2000 terem periodicidade trimestral até 2010.

diferentes subsectores das Administrações Públicas é objeto de consolidação para apuramento da dívida de *Maastricht*. Neste processo, são compensados os montantes de dívida pública detidos entre entidades que integram a Administração Central, a Administração Regional e Local e os Fundos de Segurança Social. Entre o final de 2024 e o final de abril de 2025, o fator de consolidação total (que engloba a compensação de todos os valores cruzados de dívida pública dentro das Administrações Públicas) desceu 155 M€ (coluna 4 da Tabela 8).¹⁷ A 30 de abril de 2025, a composição das aplicações por parte de entidades do sector S13 (Administrações Públicas) em dívida pública era a seguinte: 28,8 mil M€ em Títulos, 22,4 mil M€ em Empréstimos e 28,6 mil M€ em Depósitos.

46. 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, ou seja, exclui as componentes detidas por entidades pertencentes ao perímetro das AP. A coluna 4 da Tabela 8 identifica o fator de consolidação total, ou seja, todos os montantes de dívida pública portuguesa detidos por entidades que integram as AP portuguesas.¹⁸ 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. Por este motivo, os valores da coluna 5 são inferiores aos da coluna 4. 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, a série da dívida pública seria dada pela coluna 3 (Tabela 8).

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

	Dívida de <i>Maastricht</i> das AP	Dívida pública detida pelas AP sob a forma de títulos	Dívida de <i>Maastricht</i> + 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
mar-2025	278 175	28 267	306 442	78 132	27 573
abr-2025	280 824	28 793	309 617	79 817	28 821

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: (i) Entretanto, o Banco de Portugal publicou a informação para o mês de maio de 2025 para a [consolidação total](#) entre unidades orgânicas das AP e para a [consolidação entre subsectores](#) das AP.

47. Entre dezembro de 2024 e abril de 2025, verificou-se uma descida no valor de consolidação entre os subsectores das AP, devido, essencialmente, à descida do instrumento “depósitos” por parte do subsector Fundos de Segurança Social.¹⁹ O stock objeto de consolidação entre subsectores das AP desceu de 30,1 mil M€ no final de dezembro de 2024 para 28,8 mil M€ no final de abril de 2025 (Tabela 8, coluna 5). O principal contributo para esta variação no montante de consolidação veio do subsector Fundos de Segurança Social no valor de – 1,7 mil M€, desagregando-se entre menor exposição ao instrumento “depósitos” (– 2,5 mil M€) e ao instrumento “títulos de curto prazo” (– 172 M€), mas maior exposição ao instrumento “títulos de médio e longo prazos” (+ 989 M€).

¹⁷ Entre o valor das aplicações em títulos, sobressaem Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro. O montante dos depósitos engloba saldos de contas bancárias junto do IGCP e aplicações em fundos de curto prazo emitidos pelo próprio IGCP.

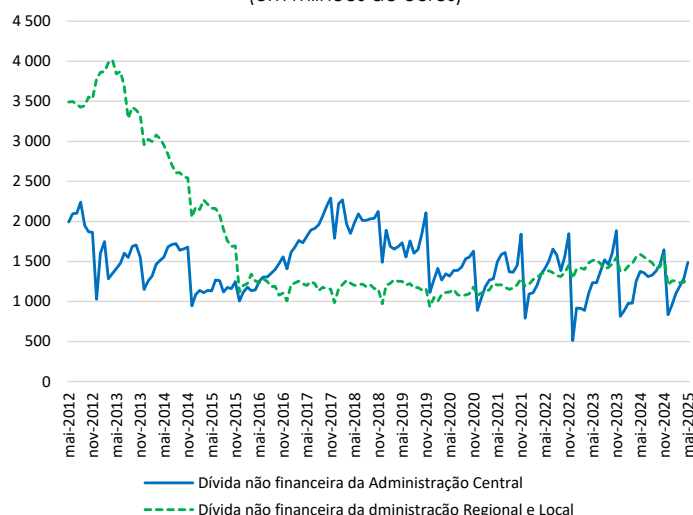
¹⁸ A coluna 4 mostra a soma, entidade a entidade de todos os subsectores das Administrações Públicas, das aplicações em qualquer instrumento de dívida pública portuguesa.

¹⁹ No momento de elaboração do presente relatório, a informação desagregada disponível da consolidação por subsector e por instrumento encontra-se disponível até ao mês de abril de 2025.

4.4 Dívida não financeira

48. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final de maio de 2025 ficou abaixo do verificado no final do mês homólogo. Esta secção incide sobre a categoria designada como "dívida comercial" que, em termos gerais, abrange as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o crescimento do valor dos passivos comerciais num determinado ano é contabilizado no saldo orçamental desse ano, visto que refletem compromissos assumidos com a aquisição de bens e serviços. Contudo, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores originam um ajustamento défice-dívida, visto que a dívida comercial não é incluída no conceito de dívida pública na ótica de *Maastricht*. No final de maio de 2025, as Administrações Públicas contabilizaram um valor de dívida comercial de 2792 M€ (Gráfico 14), o que corresponde a uma redução homóloga de 174 M€. A dívida comercial no final de maio de 2025 foi equivalente a 1,0% da dívida pública de *Maastricht*, peso ligeiramente inferior ao observado no mês homólogo (1,1%). Por subsectores, observou-se uma variação homóloga ascendente (+ 112 M€) na Administração Central para 1488 M€, a qual foi mais do que compensada pela diminuição (- 286 M€) no conjunto da Administração Regional e Local para 1304 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 mutuamente ao longo do tempo. A dívida externa de Portugal inclui a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais da economia portuguesa contraíram junto do exterior. O sector institucional Administrações Públicas é o principal emitente da dívida externa de Portugal. Consequentemente, um elevado peso da dívida externa no PIB condiciona o financiamento da economia como um todo. A Caixa 2 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 2. O montante da PLII pode ser decomposto segundo diversas categorias: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é apurado pela diferença entre ativos e passivos. Relativamente aos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se inserem os empréstimos entre o sector financeiro e os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e pelos Estados soberanos. A dívida externa bruta da economia portuguesa reflete os instrumentos de dívida presentes nos passivos das seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Com efeito, a dívida externa líquida é calculada através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

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. Em termos genéricos, no caso de um país que acumulou no passado necessidades líquidas de financiamento face ao resto do mundo (i.e. tem PLII com valor negativo), os instrumentos de capital 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.²⁰ 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

²⁰ 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.

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”.

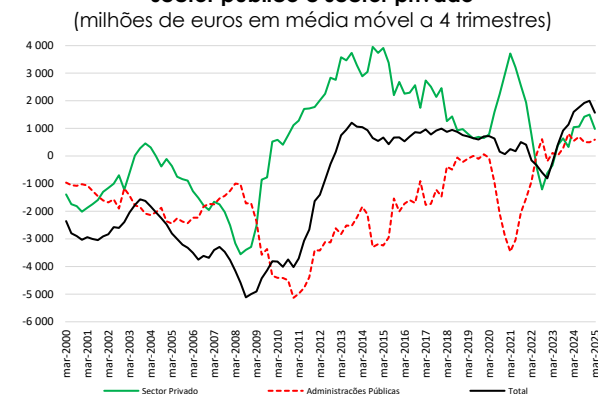
5.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

54. Esta secção utiliza como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 24 de junho de 2025 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional. Os dados divulgados encontram-se na ótica das contas nacionais. Contudo, salienta-se 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.²¹

55. No ano terminado em março de 2025, a economia portuguesa apresentou uma capacidade de financiamento de 2,2% do PIB. Este resultado desagrega-se entre o contributo do sector privado (1,4% do PIB) e o das Administrações Públicas (0,8% do PIB). Um saldo orçamental positivo das Administrações Públicas representa uma capacidade de financiamento (ou necessidade de financiamento se o saldo orçamental for negativo), o que tem impacto nos recursos gerados pela economia nacional. No ano terminado em março de 2025, Portugal evidenciou uma capacidade de financiamento de 6,3 mil M€ (Gráfico 15), desagregando-se entre a capacidade de financiamento no sector institucional das Administrações Públicas (2,4 mil M€) e a do sector privado (3,9 mil M€).

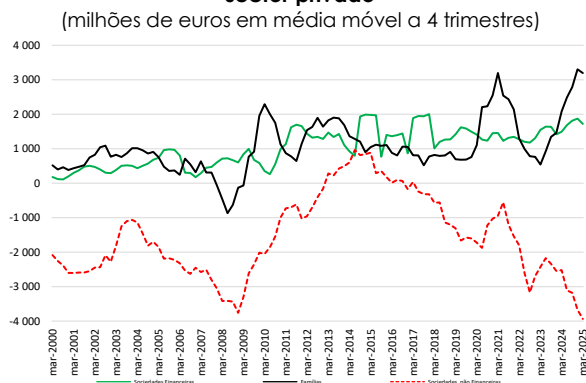
56. O sector institucional Famílias registou uma melhoria homóloga da capacidade de financiamento no ano terminado em março de 2025. O sector institucional Famílias registou no ano terminado em março de 2025 uma capacidade de financiamento (soma móvel de quatro trimestres no Gráfico 16) no valor de 8,3 mil M€, o que evidencia uma melhoria homóloga de 4,5 mil M€. As Sociedades Não Financeiras apresentaram uma necessidade de financiamento no montante de 15,7 mil M€, o que revela uma degradação de 5,6 mil M€. Relativamente à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta subiu para 6,9 mil M€, o que reflete uma variação homóloga de 910 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

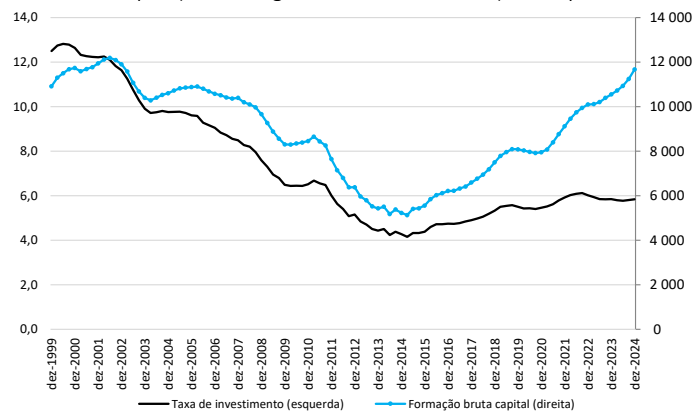


Fontes: INE e cálculos da UTAO. | Nota: valor positivo (negativo) traduz capacidade (necessidade).

²¹ A ótica das contas nacionais é utilizada por INE, Comissão Europeia, Eurostat e Ministério das Finanças, enquanto a ótica da balança de pagamentos é usada por Banco de Portugal, BCE, OCDE e FMI.

57. A taxa de investimento das Famílias, apurada pelo rácio entre a formação bruta de capital e o rendimento disponível, subiu marginalmente para 5,9% no ano terminado em março de 2025 (Gráfico 17), continuando em níveis próximos do mínimo verificado 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 recai, 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 no ano terminado em março de 2025 (12,0 mil M€) ficou ligeiramente aquém do máximo da série estatística alcançado no ano terminado em 2002 (12,2 mil M€).²² Com efeito, se esta trajetória não for compensada por outros sectores institucionais da economia portuguesa, os quais poderão, pelo menos em parte, 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.

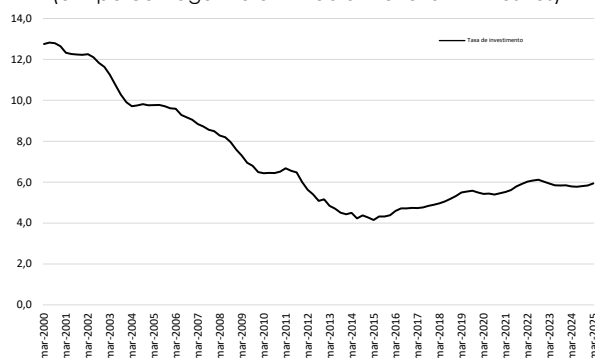
58. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, calculada pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, situou-se em 12,3% no ano terminado em março de 2025, o que corresponde a uma subida em relação ao período homólogo (9,7%). É de destacar que a taxa de poupança das famílias 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 um horizonte de longo prazo, constata-se que a taxa de poupança das Famílias subiu em períodos de crise económica: anos 2009–2010, 2012–2013 e 2020–2021.

59. O PIB de Portugal tem sido ano após ano superior ao rendimento nacional bruto, o que se reflete num saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (Resto do Mundo). Este saldo negativo advém do facto da PLII de Portugal ser significativamente negativa ao longo dos anos — explicação no início do par. 52. No ano terminado em março de 2025, o saldo da balança de rendimentos primários situou-se em – 2,0% do PIB. A diferença entre o PIB e o rendimento nacional bruto corresponde ao saldo da balança de rendimentos primários. Genericamente, os rendimentos primários contabilizam a remuneração dos fatores produtivos detidos por não residentes, bem como a remuneração de fatores produtivos localizados fora de Portugal, mas detidos por residentes em Portugal. Estes rendimentos referem-se à remuneração de trabalho, “terra” e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. Um saldo negativo na balança de rendimentos primários significa que Portugal paga ao exterior mais do que dele recebe pela utilização de fatores produtivos. É de salientar que os fluxos de rendimentos pagos ao exterior incluem os juros da dívida externa portuguesa pública e privada (Gráfico 19).

²² É de salientar que esta comparação exclui a subida dos preços, essencialmente, a evolução do deflator da FBCF da habitação. A título de exemplo, entre 2002 e 2024 este deflator subiu 123%. 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 do ano 2002.

Gráfico 18 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias

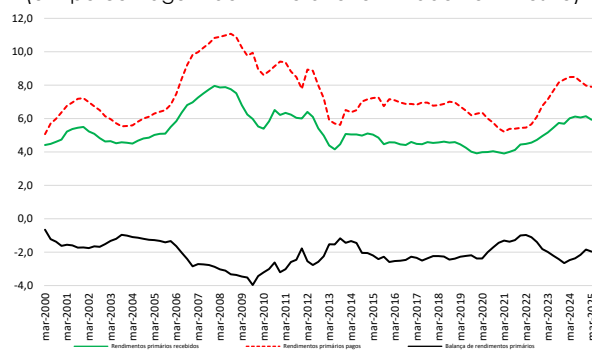
(em percentagem e em média móvel a 4 trimestres)



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. As estatísticas da PLII e da dívida externa são publicadas 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 relativamente ao trimestre anterior.

61. Entre o final de março de 2024 e o final de março de 2025, verificou-se uma diminuição da dívida externa em valor nominal, o que teve reflexo na melhoria da PLII. A variação em percentagem do PIB beneficiou do efeito numerador (montante nominal da dívida externa) e do efeito denominador (crescimento do PIB nominal). Contudo, no caso do sector institucional Administrações Públicas, a dívida externa líquida aumentou neste período. A dívida externa líquida é o principal subconjunto da PLII da economia portuguesa, sendo que os instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.²³ O peso da dívida externa líquida de Portugal no PIB diminuiu de 50,3% do PIB no final de março de 2024 para 44,0% no final de março de 2025 (Gráfico 20). Excluindo as Administrações Públicas, a dívida externa dos restantes sectores institucionais diminuiu de 9,7% do PIB para 4,5% do PIB. Em valor nominal, o valor líquido da dívida externa de Portugal passou de 136,7 mil M€ para 126,9 mil M€ entre o final de março de 2024 e o de março de 2025. O acréscimo nominal da dívida externa das Administrações Públicas (de 110,4 mil M€ para 113,9 mil M€) foi compensado pela redução nos restantes sectores institucionais (de 26,3 mil M€ para 13,0 mil M€).

62. No âmbito da execução da política monetária, o Banco de Portugal comprou em mercado secundário títulos de dívida pública portuguesa no âmbito dos programas APP e PSPP. Esses títulos de dívida foram comprados pelo Banco de Portugal a credores residentes e a credores não residentes. Os títulos detidos pelo Banco de Portugal são considerados dívida pública detida por sector institucional residente (Gráfico 20 e Gráfico 21).

63. O montante da dívida externa é contabilizado ao valor de mercado, pelo que uma descida (ou subida) do preço dos títulos sob a forma de 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 valor nominal da dívida pública detida por não residentes (128,5 mil M€ no final de março de 2025 no Gráfico 12) e o montante da dívida externa bruta do sector das Administrações Públicas portuguesas (131,6 mil M€ no final de março 2025 no parágrafo 64).

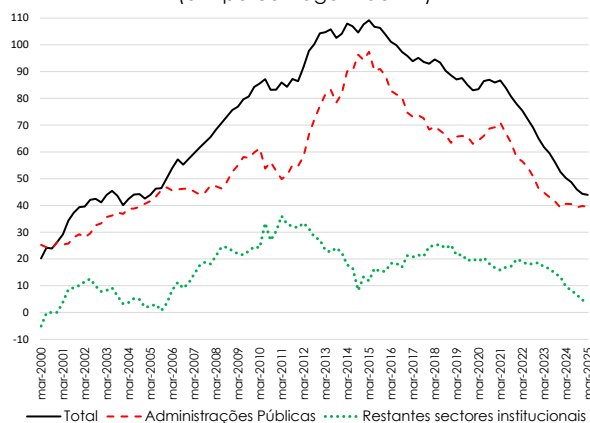
²³ A PLII desagrega-se através das seguintes categorias funcionais: “investimento de carteira”, “investimento direto”, “outro investimento”, “ativos de reserva” e “derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados”.

64. Entre o final do ano 2024 e o final de março de 2025, a PLII beneficiou do efeito preço no montante de 4,2 mil M€ (6,1% do PIB nominal trimestral), essencialmente, devido aos contributos do banco central nacional (4,4 mil M€) com a valorização do ouro e das administrações públicas (1,3 mil M€).

65. Quanto ao sector institucional administrações públicas no final de março 2025, o montante nominal da PLII situou-se em - 97,4 mil M€, o qual é desagregado entre 34,2 mil M€ em ativos sobre o resto do mundo e 131,6 mil M€ em passivos face ao resto do mundo. É de salientar que os ativos incluem 10,3 mil M€ de títulos de dívida de longo prazo do resto do mundo e 10,9 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 113,9 mil M€, a qual é obtida pela diferença entre a dívida bruta face ao exterior (131,6 mil M€) e a detenção de dívida do resto do mundo (17,7 mil M€).

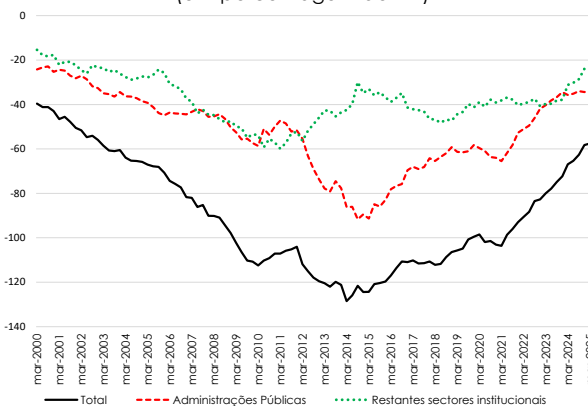
66. Consequentemente, registou-se uma melhoria da PLII quer em valor nominal quer em percentagem do PIB, embora continue bastante negativa, passando de - 66,9% do PIB no final de março de 2024 para - 57,6% do PIB no final março de 2025 (máximo desde o ano 2003).²⁴ Contudo, os diferentes sectores evoluíram em sentidos contrários. O sector das Administrações Públicas (Gráfico 21) deteriorou ligeiramente a sua posição, de - 97,1 mil M€ para - 97,4 mil M€. Esta variação foi mais do que compensada pela melhoria nos restantes sectores institucionais (de - 84,9 mil M€ para - 68,7 mil M€).

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

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

Em cada ano, a capacidade/necessidade de financiamento da economia corresponde à soma da capacidade ou da necessidade de financiamento de todos os sectores institucionais residentes. 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 (3); o lado direito mostra as origens da capacidade (ou necessidade) de financiamento. Por sua vez, o saldo da balança corrente decompõe-se na soma dos saldos das balanças de bens e serviços, rendimentos primários e rendimentos secundários do mesmo ano — equação (4).

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

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

Os fluxos destas balanças têm efeitos nos stocks de ativos e passivos financeiros da economia nacional sobre o

²⁴ É de salientar que os montantes da PLII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado. No entanto, na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

resto do mundo. O défice (excedente) no conjunto das balanças corrente e de capital traduz-se numa entrada (saída) líquida de fundos para o financiamento da economia nacional (do resto do mundo). Estes movimentos de contrapartida financeira no ano t constituem a balança financeira nesse ano. Assim,

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

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

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

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

É de salientar que o peso destes fluxos 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,

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

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

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

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



UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

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

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