

Relatório UTAO n.º 12/2022

Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: julho de 2022

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

1 de agosto de 2022

Ficha técnica

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

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

Título: Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: julho de 2022

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 12/2022

Data de publicação: 1 de agosto de 2022

Data-limite para incorporação de informação: 29 de julho de 2022

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

Índice geral

| | |
|--|-----------|
| Índice geral | i |
| Índice de Gráficos | i |
| Índice de Caixas | i |
| Índice de Tabelas | i |
| Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos | ii |
| Sumário | 1 |
| 1 Introdução | 3 |
| 2 Dívida soberana na Área do Euro | 4 |
| 2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana | 4 |
| 2.2 Decisões de política monetária do BCE | 7 |
| 3 Evolução da dívida pública | 10 |
| 3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros | 10 |
| 3.2 Dívida direta do Estado | 14 |
| 3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i> | 22 |
| 3.4 Dívida não financeira | 24 |
| 4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa | 25 |
| 4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo) | 26 |
| 4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (<i>stock</i>) | 28 |

Índice de Gráficos

| | |
|---|----|
| Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal. 5 | |
| Gráfico 2 – Evolução diária em julho de 2022 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa | 6 |
| Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa | 6 |
| Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro: janeiro de 1999 a junho de 2022 | 9 |
| Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro: janeiro de 1999 a julho de 2022 | 10 |
| Gráfico 5 – <i>Stock</i> conjunto de Certificados de Aforro e do Tesouro | 17 |
| Gráfico 6 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro | 17 |
| Gráfico 7 – Variação homóloga dos <i>stocks</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro | 18 |
| Gráfico 8 – Perfis anuais de amortização | 20 |
| Gráfico 9 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro | 20 |
| Gráfico 10 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> | 24 |
| Gráfico 11 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas | 25 |
| Gráfico 12 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado | 27 |
| Gráfico 13 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado | 27 |
| Gráfico 14 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias | 28 |
| Gráfico 15 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo | 28 |
| Gráfico 16 – Dívida externa líquida | 29 |
| Gráfico 17 – Posição de investimento internacional | 29 |

Índice de Caixas

| | |
|--|----|
| Caixa 1 – O novo <i>Instrumento de Proteção da Transmissão</i> (IPT) da política monetária do BCE | 8 |
| Caixa 2 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental | 11 |
| Caixa 3 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo | 29 |

Índice de Tabelas

| | |
|--|----|
| Tabela 1 – Taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) para títulos com maturidade a 10 anos | 4 |
| Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos | 6 |
| Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública | 12 |

| | |
|--|----|
| Tabela 4 – Dívida direta do Estado | 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 – Programa de financiamento da República Portuguesa | 22 |
| Tabela 8 – Decomposição da dívida pública de <i>Maastricht</i> por instrumento | 23 |

Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

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

Sumário

Desde o final de dezembro de 2021 tem-se vindo a registar um movimento de subida nas taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos na Área do Euro. Os oito países seguidos nesta coleção conheceram todos esta evolução (Portugal, Grécia, Itália, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha), com os maiores acréscimos a suceder com os títulos grego e italiano. Após a reunião extraordinária do BCE de 15 de junho, assistiu-se a um movimento de redução destas taxas de rendibilidade, que continuou até 15 de julho, data de fecho para incorporação de dados sobre esta variável no presente relatório. As obrigações italianas mantiveram, praticamente, a sua taxa na primeira quinzena de julho.

Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos, medidos pelo diferencial de rendibilidade face ao título alemão, aumentaram no decurso do 1.º semestre de 2022. A 15 de julho, todos os países elencados no parágrafo anterior registavam prémios de risco superiores aos níveis verificados no final de 2021.

Em 15 de julho de 2022, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2021. Desde o final de 2021, o prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos aumentou 53 pontos base, dos quais 9,9 aconteceram nos primeiros 15 dias de julho.

As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em maio e junho de 2022 registaram um aumento da taxa de juro nas maturidades a oito e nove anos. Relativamente às maturidades mais curtas, também as emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas no mesmo período, foram asseguradas a taxas de juro superiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior.

As mais recentes medidas de política monetária adotadas pelo Conselho de Governação do BCE visam manter a estabilidade de preços, combatendo a inflação, e preservar a unicidade da política monetária. Tomadas a 21 de julho de 2022, nelas se destacam o aumento em 50 pontos base das três taxas de juro diretoras do BCE e a aprovação de um novo instrumento de política monetária, o Instrumento de Proteção da Transmissão. Assim, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento, bem como as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito aumentaram para 0,50%, 0,75% e 0,00%, respetivamente.

Salienta-se que a decisão tomada a 21 de julho pelo Conselho do BCE, relativa à normalização das taxas de juro diretoras (aumento de 50 pontos base), foi maior do que a sinalizada na reunião anterior. A normalização das taxas de juro será prosseguida em futuras reuniões, tendo presente o Instrumento de Proteção da Transmissão e a unicidade da política monetária. Neste sentido, o Conselho do BCE irá continuar a acompanhar as condições de financiamento bancário e a assegurar que o vencimento dos fundos cedidos no âmbito da terceira série de ORPA direcionadas III não prejudica o mecanismo de transmissão regular da Política Monetária à economia.

Desde a criação do euro, a taxa de inflação da Área do Euro (aferida pela taxa de variação da média móvel a doze meses do IHPC) apenas superou os 2,5% em três períodos, num total de cerca de 32 meses. Com o eclodir da crise financeira de 2008 a volatilidade da inflação tornou-se muito mais acentuada. Mais recentemente, a inflação da Área do Euro tem registado um crescimento acentuado, superando todos os valores anteriormente registados.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado, no primeiro semestre de 2022 a receita proveniente de emissões de dívida (líquidas de amortizações), na ótica de tesouraria, diminuiu face ao período homólogo de 2021. De igual forma, a despesa (bruta) em ativos financeiros executada entre janeiro e junho de 2022 foi menor do que no período homólogo. Por outro lado, a grande maioria da despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino as Empresas Públicas Reclássificadas, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos. A receita de ativos financeiros arrecadada no primeiro semestre de 2022 ascendeu a 162 M€.

Face aos valores orçamentados no OE/2022, e numa ótica de tesouraria, no primeiro semestre de 2022 o Estado financiou-se num montante correspondente a 20,3% do previsto para o conjunto do ano. O OE/2022 contempla emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, superiores à execução de 2021, prevendo-se uma melhoria do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, mas uma despesa líquida em ativos financeiros significativamente superior.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de junho de 2022 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2021, maioritariamente em resultado do aumento nos "stocks" de dívida titulada de médio e longo prazos e dos empréstimos SURE e PRR. Em termos mensais, em junho de 2022 também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sobretudo sob a forma de dívida titulada a curto prazo. No primeiro semestre de 2022 registou-se uma redução na despesa com juros e outros encargos da dívida direta pública. O perfil de amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os próximos dez anos, aumentou, exigindo um elevado volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá necessariamente nas futuras operações de refinanciamento da dívida pública.

A dívida pública na ótica de "Maastricht" ascendeu a 127,0% do PIB no final do 1.º trimestre de 2022, refletindo uma descida de 12 p.p. face ao final do período homólogo. Esta variação foi determinada por dois contributos em sentido oposto: o contributo do efeito denominador (- 12,3 p.p.) decorrente da recuperação do PIB nominal,

o qual foi atenuado parcialmente pelo efeito numerador (0,3 p.p.) decorrente do aumento nominal da dívida pública. É de salientar que o máximo da série estatística foi obtido no 1.º trimestre de 2021 (138,9% do PIB nominal).

Excluindo os depósitos na dívida de "Maastricht", o rácio da dívida pública atingiu 116,8% do PIB no final do 1.º trimestre de 2022, inferior ao verificado no final do trimestre homólogo (126,4%). Este resultado foi determinado pela melhoria do denominador (PIB nominal), visto que se verificou uma subida do numerador (dívida pública líquida de depósitos).

Em valor nominal, a dívida pública situou-se em 280,4 mil M€ no final de maio de 2022, o que representa uma subida de 5,5 mil M€. Adicionalmente, a dívida pública de "Maastricht" líquida de depósitos aumentou entre o final de maio de 2021 (254,3 mil M€) e o final de maio de 2022 (254,7 mil M€), refletindo um acréscimo de 392 M€ para o qual contribuiu, essencialmente, o défice orçamental das AP. Os ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas ascenderam a 25,7 mil M€ no final de maio de 2022, o que reflete uma subida homóloga de 5,1 mil M€. O conjunto dos subsectores regional e local inverteu no período após o início da pandemia a descida no valor nominal da dívida de "Maastricht" que se verificava desde meados de 2012.

Quanto à dívida comercial, este passivo das Administrações Públicas ascendeu a 2711 M€ no final de abril de 2022, sendo equivalente a 1,0% da dívida de "Maastricht". Em termos homólogos, registou-se variação de 96 M€.

A economia portuguesa registou uma necessidade de financiamento (0,4% do PIB) durante o ano terminado no 1.º trimestre de 2022, o que reflete o valor mais baixo desde o ano 2013. A capacidade de financiamento desagrega-se entre o contributo do sector privado (+ 1,1% do PIB) e o do sector das Administrações Públicas (défice orçamental de 1,5% do PIB).

É de salientar que o saldo da balança de capital beneficiou do valor de 1114 M€ relativo à devolução em 2021 das margens pré-pagas pelo Estado português ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira, as quais haviam sido pagas em 2011 no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). Este montante devolvido representa 0,5% do PIB anual terminado no 1.º trimestre de 2022, contribuindo positivamente para o indicador da capacidade/necessidade de financiamento de Portugal.

A taxa de poupança do sector institucional Famílias desceu para 8,3% do rendimento disponível bruto no ano terminado no 1.º trimestre de 2022, caindo após o máximo (14,3%) da série estatística verificado no 1.º trimestre de 2021. No entanto, é de salientar que os níveis mais elevados de taxa de poupança durante o período de pico da pandemia refletiram uma heterogeneidade entre agregados familiares: uma parte das famílias manteve os rendimentos provenientes do trabalho e de outras fontes de rendimento, enquanto outras famílias enfrentaram uma queda dos rendimentos.

A dívida externa líquida em valor nominal desceu entre o final do 1.º trimestre de 2021 (174,5 mil M€) e o final do 1.º trimestre de 2022 (169,3 mil M€), o que representou uma melhoria da Posição de Investimento Internacional (PII) para o mesmo período. Em percentagem do PIB, a evolução foi favorável quer devido ao efeito numerador (valor nominal da dívida externa), quer devido ao efeito denominador (PIB nominal).

Consequente, o rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB diminuiu de 88,1% no final do 1.º trimestre de 2021 para 77,9% no final do 1.º trimestre de 2022. Esta evolução foi determinada pela diminuição da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 13,4 p.p. do PIB, ficando em 57,4% do PIB no final do 1.º trimestre de 2022. É de salientar que a dívida pública detida pelo banco central de Portugal no âmbito dos programas de compras de ativos do Eurosystema não é considerada dívida externa.

Com efeito, observou-se uma variação positiva da PII em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa, passando de -105,0% do PIB no final do 1.º trimestre de 2021 para -92,8% no final do 1.º trimestre de 2022. A dívida externa líquida de Portugal permanece como a principal componente da PII.

1 Introdução

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

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

3. Sempre que apropriado, a variação dos agregados financeiros em 2022 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2021 e com os valores previstos para o conjunto de 2022 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/2022). 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 2022, sendo que nem todas as variáveis apresentam a mesma data de corte. O presente relatório tem como horizonte temporal de referência o período janeiro a julho de 2022, apresentando, contudo, dados com diferentes datas de fecho. Para cada variável analisada, foi utilizada a informação mais recente à data-limite para incorporação de dados neste relatório. Assim, no caso do Capítulo 2, a Secção 2.1, que aborda os mercados da dívida soberana, usou a informação disponível até 15 de julho de 2022 e a Secção 2.2 deu conta das mais recentes decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tomadas na reunião de 21 de julho de 2022. Esta secção mostra as taxas de inflação na Área do Euro, tendo a última extração de dados ocorrido em 29 de julho de 2022. Relativamente ao Capítulo 3, que versa sobre a restrição de tesouraria do Estado e a dívida pública nas duas óticas contabilísticas, o período de referência é o primeiro semestre de 2022, quer para a evolução da dívida direta do Estado quer para a despesa com juros; para as análises que respeitam às operações de emissão e amortização de dívida pública, foi possível incorporar informação disponibilizada até 22 de julho de 2022. Nas Secções 3.3 e 3.4 foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal para o *stock* da dívida pública. A análise nas mesmas tem por referência momentos distintos em função da disponibilidade dos dados: o rácio da dívida pública em percentagem do PIB — março de 2022, o valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento — maio de 2022 e o valor nominal desagregado por subsector — abril de 2022. Por fim, no Capítulo 4 foram utilizados dados relativos ao 1.º trimestre de 2022: as contas nacionais trimestrais mais recentes por sector institucional divulgadas pelo INE em 24/06/2022, e a Posição de Investimento Internacional de Portugal e a dívida externa divulgadas em 18/05/2022 pelo Banco de Portugal.

5. O relatório encontra-se organizado com a seguinte configuração: o Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com maior destaque para a evolução mais recente, ou seja, a que aconteceu nas primeiras duas semanas de julho de 2022. A dívida pública portuguesa é o objeto de análise no Capítulo 3. Caracteriza os movimentos nos vários instrumentos de financiamento direto do Estado, a evolução da dívida pública na aceção de *Maastricht* — distinguindo as evoluções por subsectores — e ainda o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços. Por fim, o Capítulo 4 informa sobre o financiamento da economia portuguesa, decomposta entre sectores público e privado. Uma caixa encerra o relatório, para explicar os conceitos de contas externas usados no Capítulo 4.

2 Dívida soberana na Área do Euro

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

2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

7. Regista-se desde o final de 2021 uma subida das taxas de rentabilidade para os emitentes listados na Tabela 1, tendo a Grécia e a Itália sido os países com maiores acréscimos. No entanto, na primeira quinzena de julho assistiu-se a uma redução das taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos para o mesmo conjunto de países, com exceção da Itália. Em 15 de julho de 2022, Portugal, Grécia, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha registavam taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos inferiores às que haviam sido alcançadas no final de junho de 2022, apenas 15 dias antes: Portugal (-0,11 p.p.), Grécia (-0,11 p.p.), Espanha (-0,14 p.p.), Irlanda (-0,25 p.p.), Bélgica (-0,24 p.p.), França (-0,17 p.p.) e Alemanha (-0,21 p.p.). Deste conjunto de países, apenas a Itália não registou uma redução neste período. Contudo, face ao final de 2021, todos os países elencados na Tabela 1 registaram subidas nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos, sendo as maiores subidas alcançadas por Grécia (+2,18 p.p.), Itália (+2,10 p.p.), Portugal (+1,84 p.p.) e Espanha (+1,72 p.p.). Por ordem decrescente, a 15 de julho, dois dos países listados na Tabela 1 enfrentavam taxas de rentabilidade superiores aos 2,30% dos títulos portugueses. Nessa data encontravam-se nesta condição os títulos da Grécia (3,50%) e da Itália (3,27%). Espanha registava uma taxa de rentabilidade inferior, mas muito próxima da portuguesa (2,28%).

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

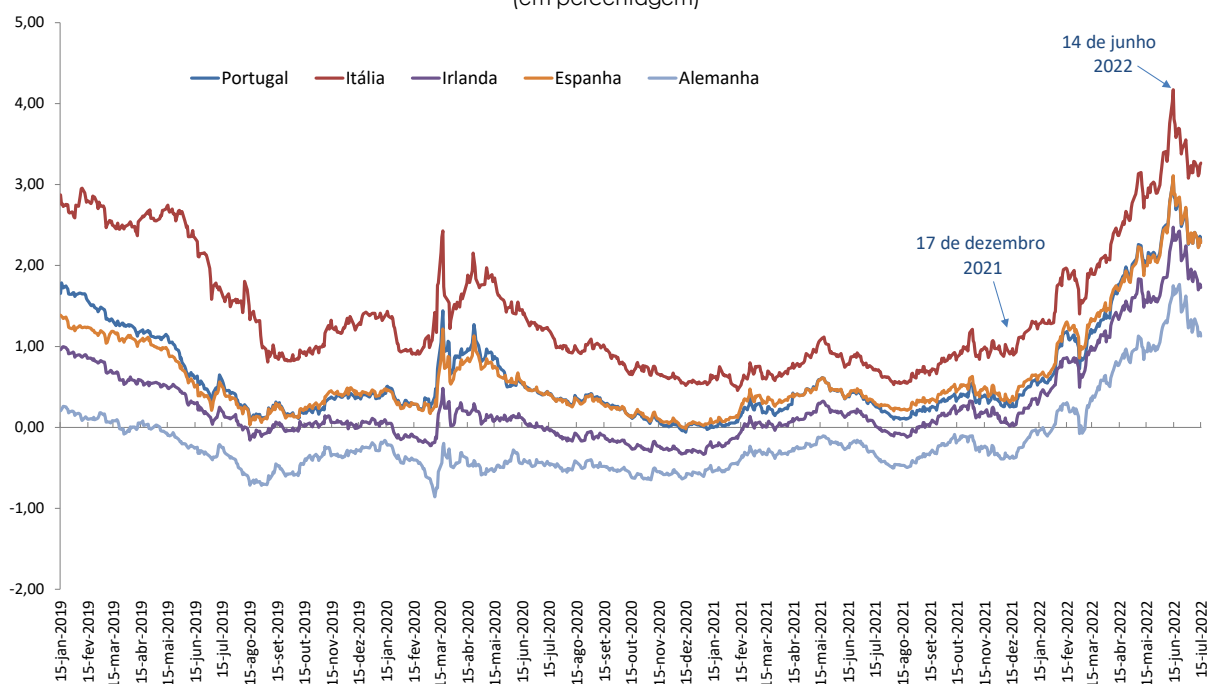
| | 30 dez. 2015 | 30 dez. 2016 | 29 dez. 2017 | 28 dez. 2018 | 30 dez. 2019 | 31 dez. 2020 | 30 dez. 2021 | 30 jun. 2022 | 15 jul. 2022 | Varição entre 30/jun. e 15/jul. (em p.p.) | Varição desde o início do ano (em p.p.) |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|---|
| Portugal | 2,50 | 3,75 | 1,91 | 1,71 | 0,43 | 0,03 | 0,46 | 2,41 | 2,30 | -0,11 | 1,84 |
| Grécia | 8,29 | 7,11 | 4,12 | 4,40 | 1,43 | 0,62 | 1,31 | 3,61 | 3,50 | -0,11 | 2,18 |
| Itália | 1,59 | 1,81 | 2,01 | 2,74 | 1,41 | 0,54 | 1,17 | 3,26 | 3,27 | 0,01 | 2,10 |
| Espanha | 1,77 | 1,38 | 1,56 | 1,41 | 0,46 | 0,04 | 0,56 | 2,42 | 2,28 | -0,14 | 1,72 |
| Irlanda | 1,15 | 0,74 | 0,66 | 0,90 | 0,11 | -0,29 | 0,24 | 1,97 | 1,73 | -0,25 | 1,49 |
| Bélgica | 0,97 | 0,53 | 0,63 | 0,77 | 0,09 | -0,39 | 0,18 | 2,01 | 1,76 | -0,24 | 1,58 |
| França | 0,99 | 0,68 | 0,78 | 0,70 | 0,12 | -0,34 | 0,19 | 1,91 | 1,74 | -0,17 | 1,55 |
| Alemanha | 0,63 | 0,20 | 0,42 | 0,24 | -0,19 | -0,57 | -0,18 | 1,33 | 1,13 | -0,21 | 1,31 |

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

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

países da Área do Euro.¹ No dia 14 de junho a Alemanha registou uma *yield* de 1,75% para os seus títulos a 10 anos, o que representou um novo máximo desde 22 de janeiro de 2014. No caso de Portugal, em 14 de junho de 2022 a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendeu a 3,10%, sendo necessário recuar até 14 de julho de 2017 para encontrar um nível superior. Na sequência da reunião *ad hoc* do Conselho do BCE, ocorrida a 15 de junho, assistiu-se a um movimento de redução das *yields* a 10 anos, tal como ilustrado no Gráfico 1 abaixo. Com efeito, a 15 de julho de 2022 a Alemanha registou uma *yield* de 1,13% para os seus títulos a 10 anos, o que representa uma redução de 0,62 p.p. desde 14 de junho de 2022. De igual forma os restantes países elencados na Tabela 1 e no Gráfico 1 abaixo acompanharam esta evolução. No caso de Portugal, em 15 de julho de 2022 a taxa de rendibilidade dos títulos soberanos a 10 anos ascendia a 2,30%, registando uma redução de 0,80 p.p. desde 14 de junho de 2022.

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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

9. Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos aumentaram no decurso do 1.º semestre de 2022 e até 15 de julho de 2022. Nesta data todos os países elencados na Tabela 2 registavam prémios de risco superiores aos níveis verificados no final de 2021. Os prémios de risco da dívida soberana, medidos através da diferença de rendibilidade do instrumento de um país face ao título alemão com a mesma maturidade, aumentaram no período 1/janeiro – 15/julho de 2022, para a generalidade dos EM. Todos os países listados na Tabela 2 apresentaram um agravamento dos seus prémios de risco face ao nível registado no início de 2022. Grécia, Itália, Portugal e Espanha registavam, em 15 de julho, os acréscimos mais significativos nos prémios de risco, face ao início do ano: +87,5, +78,7, +53,0 e +40,9 p.b., respetivamente. Bélgica, França e Irlanda também apresentavam, nessa mesma data, prémios de risco da sua dívida soberana acima dos registados no início do ano (+27,4, +23,9 e +18,1 p.b., respetivamente). Em termos relativos, no final de 2015 Portugal detinha o segundo nível mais elevado, de entre as sete dívidas observadas, com 188 p.b., posição que mantinha no final de 2016, com 354 p.b.. Nos anos seguintes, o prémio de risco da dívida italiana ultrapassou o da dívida portuguesa. No final de 2021, Portugal ocupava o quarto lugar entre os países com maior prémio de risco (64 p.b.), abaixo da Espanha (74 p.b.). Contudo, entre janeiro e 15/julho de 2022 Portugal registou um aumento do prémio de risco em +53 p.b., sendo a terceira maior subida de entre todos os países elencados na Tabela 2,

¹ Mais detalhe sobre a reunião *ad hoc* do Conselho do BCE, ocorrida a 15 de junho de 2022, encontra-se na Secção 2.2 adiante e no comunicado do Conselho do BCE disponível [aqui](#).

ultrapassando a Espanha. Apenas Grécia e Itália registaram variações superiores à portuguesa no prémio de risco dos títulos a 10 anos. Com efeito, em 15 de julho de 2022 o prémio de risco da dívida portuguesa valia 117 p.b., um valor superior ao de Espanha (115 p.b.), embora muito inferior aos de Itália (214 p.b.) e da Grécia (237 p.b.) — Ver Tabela 2.

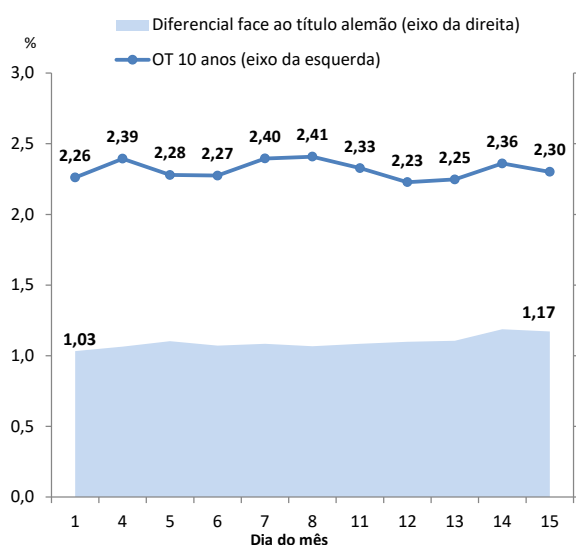
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos
(em pontos-base)

| | 30 dez. 2015 | 30 dez. 2016 | 29 dez. 2017 | 28 dez. 2018 | 30 dez. 2019 | 31 dez. 2020 | 30 dez. 2021 | 30 jun. 2022 | 15 jul. 2022 | Varição entre 30/jun. e 15/jul. (em p.b.) | Varição desde o início do ano (em p.b.) |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|---|
| Portugal | 188 | 354 | 149 | 148 | 62 | 60 | 64 | 107 | 117 | 9,9 | 53,0 |
| Grécia | 766 | 690 | 369 | 416 | 161 | 119 | 150 | 227 | 237 | 9,8 | 87,5 |
| Itália | 97 | 161 | 158 | 250 | 160 | 111 | 135 | 192 | 214 | 21,4 | 78,7 |
| Espanha | 114 | 118 | 113 | 117 | 65 | 62 | 74 | 108 | 115 | 6,8 | 40,9 |
| Irlanda | 52 | 54 | 24 | 66 | 30 | 28 | 42 | 64 | 60 | -4,0 | 18,1 |
| França | 36 | 48 | 36 | 47 | 30 | 23 | 38 | 58 | 62 | 3,4 | 23,9 |
| Bélgica | 34 | 32 | 20 | 53 | 27 | 18 | 36 | 67 | 64 | -3,6 | 27,4 |

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

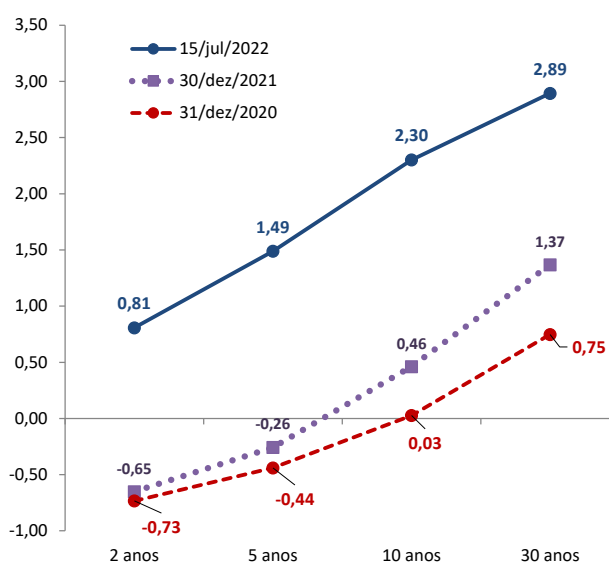
10. Em 15 de julho de 2022, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima da do final de 2021. Em 15 de julho de 2022, a posição da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa situava-se acima das curvas de rendimentos verificadas no final de 2020 e no final de 2021 (Gráfico 3). No período compreendido entre 30 de dezembro de 2021 e 15 de julho de 2022, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa deslocou-se para cima, em todas as maturidades, refletindo o aumento das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa. Na sequência desta evolução, é de referir que as taxas de rendibilidade nas maturidades a dois ou mais anos passaram a registar *yields* positivas. No final de 2021 os títulos da dívida portuguesa com maturidade a dois e a cinco anos registavam taxas de rendibilidade negativas (-0,65% e -0,26%, respetivamente), facto que já não se verifica atualmente. Nas maturidades a cinco e a dois anos, as taxas de rendibilidade da dívida portuguesa passaram a registar valores positivos a partir de 3 de fevereiro e 6 de abril de 2022, respetivamente.

Gráfico 2 – Evolução diária em julho de 2022 da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

2.2 Decisões de política monetária do BCE

11. As mais recentes decisões de política monetária, tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE), ocorreram a 21 de julho de 2022, destacando-se o aumento em 50 p.b. das três taxas de juro diretoras do BCE e a aprovação de um novo instrumento de política monetária, o chamado Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT). Estas decisões de política monetária foram tomadas tendo em conta o mandato atribuído ao BCE, a manutenção da estabilidade de preços, cujo objetivo se traduz numa inflação de 2% no médio prazo. Assim, assinalam-se, de seguida, as decisões do Conselho do BCE norteadoras da política monetária prosseguida pelo BCE:

- **Aumento das três taxas de juro diretoras do BCE em 50 p.b..** A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito serão aumentadas para 0,50%, 0,75% e 0,00%, respetivamente, com efeitos a partir de 27 de julho de 2022. Nas próximas reuniões do Conselho será ponderada uma maior normalização das taxas de juro. A antecipação da saída de taxas de juro negativas, decidida na reunião de 21 de julho, permite ao Conselho do BCE fazer uma transição para uma abordagem reunião a reunião, quanto a decisões futuras sobre taxas de juro. A trajetória futura das taxas de juro diretoras do BCE, a definir pelo Conselho do BCE, continuará a depender da informação existente e ajudará a cumprir a meta de inflação de 2% no médio prazo;
- **Prosseguimento de compras líquidas no âmbito do PEPP até, pelo menos, final de 2024.** Relativamente às aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme* — PEPP), com uma dotação total de 1850 mil M€, o Conselho do BCE tenciona **reinvestir os pagamentos de capital e de títulos vencidos adquiridos no âmbito do PEPP, pelo menos até ao final de 2024**, sinalizando que “a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada”;
- **Prosseguimento de compras líquidas no âmbito do APP. Foi decidido continuar a reinvestir a totalidade dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos (*Asset Purchase Programme* — APP),** durante um período prolongado após a data de início dos aumentos as taxas de juro diretoras do BCE, e enquanto for necessário para manter condições de liquidez amplas e uma orientação de política monetária adequada.
- **Criação do Instrumento de Proteção da Transmissão.** Trata-se de um instrumento novo, esboçado apenas na reunião de junho e nesta concretizado, com a finalidade específica de combater o risco de fragmentação da Área do Euro perante os efeitos da inflação e da subida das taxas de juro no diferencial de prémios de risco entre dívidas soberanas dos EM.

12. A decisão tomada a 21 de julho pelo Conselho do BCE, relativa à normalização das taxas de juro diretoras (aumento de 50 p.b.), foi mais expressiva do que havia sido sinalizado na reunião anterior. A normalização das taxas de juro será prosseguida em futuras reuniões, tendo presente o IPT e a unicidade da política monetária. Esta decisão baseou-se na avaliação efetuada pelo Conselho do BCE sobre os riscos de inflação e no apoio do novo Instrumento de Proteção da Transmissão quanto à eficácia na transmissão da política monetária em toda a Área do Euro. Em junho, tinha sido sinalizado o acréscimo de apenas 25 p.b. nas taxas de juro diretoras e a reunião de 21 de julho acabou por dobrar essa intenção. A esta mudança não terão sido alheias a intensificação das pressões inflacionistas em todos os EM e as dificuldades de consensualização entre membros do Conselho de Governação do BCE sobre o desenho do IPT a anunciar nesta reunião. O Conselho sinalizou que a normalização das taxas de juro será prosseguida nas próximas reuniões. A criação do IPT é justificada pela necessidade de apoiar a transmissão eficaz da política monetária em todos os EM. Com efeito, no futuro, à medida que se efetive a normalização da política monetária, o IPT visa assegurar que a política monetária é transmitida uniformemente em todos os países da Área do Euro. O Comunicado salienta que a unicidade das decisões de política monetária do BCE é uma condição prévia para que o BCE cumpra o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços. Algum detalhe sobre o novo IPT é apresentado na Caixa 1.

13. O Conselho do BCE irá continuar a acompanhar as condições de financiamento bancário e a assegurar que o vencimento dos fundos cedidos no âmbito da terceira série de ORPA direcionadas III não

prejudica o mecanismo de transmissão regular da Política Monetária à economia.² O Conselho do BCE indicou também que irá avaliar regularmente o modo como estas operações de refinanciamento estão a contribuir para a orientação da política monetária. Por fim, o Conselho do BCE referiu que “*está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, no âmbito do seu mandato*”, para garantir que a inflação estabiliza no objetivo de 2% no médio prazo. Neste sentido, o novo IPT deverá contribuir para uma transmissão uniforme da orientação da política monetária no conjunto dos países da Área do Euro. Ver mais informação na Caixa 1.

Caixa 1 – O novo Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT) da política monetária do BCE

Em 21 de julho de 2022, o Conselho de Governadores determinou uma subida das três taxas de juro diretas em 0,50 pontos percentuais e aprovou o Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT) da política monetária. Esta caixa, inspirada no [comunicado do BCE](#), explica as principais características deste novo instrumento de política monetária na Área do Euro.

O IPT visa assegurar uma disseminação suave da política monetária por todos os países da Área do Euro e evitar dinâmicas desordenadas nos mercados financeiros que coloquem em risco a transmissão da política monetária. Para o efeito, o IPT pode intervir em mercado secundário comprando títulos em países que apresentem uma deterioração das condições de financiamento em desacordo com fundamentos económicos no sentido de conter os riscos que a transmissão da política monetária poderá enfrentar. Por outras palavras, o BCE pretende com este instrumento dois objetivos: primeiro, assegurar que os instrumentos de secagem de liquidez que agora foram desencadeados (nomeadamente, a subida já das taxas de juro diretas e o comprometimento com mais subidas se necessário for para domar a inflação) produzirão os efeitos esperados de contração da procura agregada e, por seu intermédio, de redução das taxas de inflação em todas as economias da Área do Euro; segundo, evitar desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana que ponham em risco a continuação de alguns EM na união monetária.

O volume de aquisições de ativos ao abrigo do IPT depende da gravidade dos riscos para a transmissão da política monetária. De acordo com o comunicado do BCE, estas aquisições não estão sujeitas a restrições prévias de volume de intervenção. Os títulos a privilegiar por este instrumento serão obrigações emitidas por governos centrais e regionais com maturidade entre um e dez anos. Se adequado, o BCE poderá também comprar títulos de dívida privada. A aplicação do IPT permitirá ao Conselho do BCE cumprir mais eficazmente o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços, mantendo a unicidade da sua política monetária.

No entanto, o recurso a este instrumento para conter o alargamento dos prémios de risco de determinado EM apenas será possível se esse EM cumprir quatro condições simultaneamente. São elas:

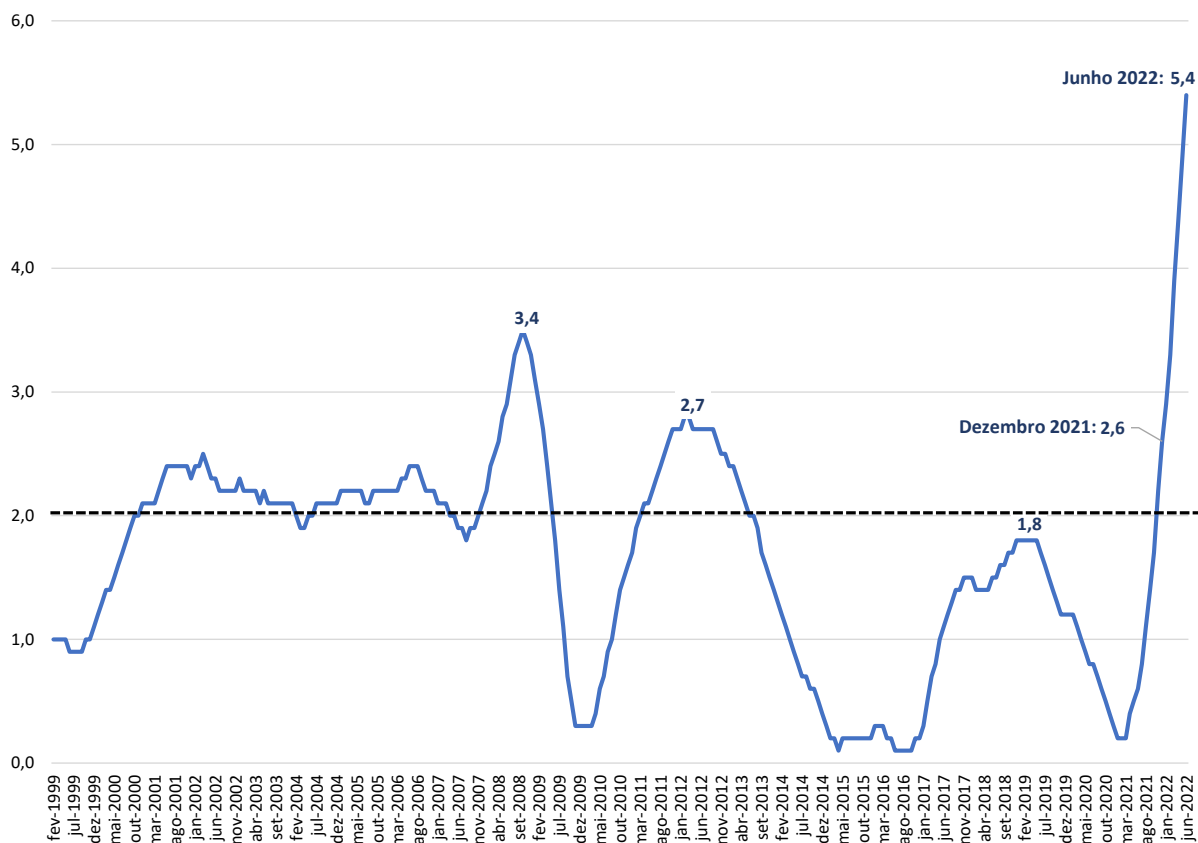
- Satisfação dos requisitos no enquadramento orçamental da UE, *i.e.*, o país não deverá encontrar-se em Procedimento por Défices Excessivos nem ter avaliação negativa na resposta às recomendações do Conselho da União Europeia ao abrigo do Artigo 126(7) do Tratado de Funcionamento da União Europeia (TFUE);
- Ausência de desequilíbrios macroeconómicos, *i.e.*, o país não pode estar dentro de um Procedimento por Desequilíbrio Macroeconómico Excessivo nem ter falhado a resposta a recomendações corretivas do Conselho da União Europeia ao abrigo do artigo 121 (4) do TFUE;
- Sustentabilidade orçamental aferida pela trajetória da dívida pública, incluindo as análises de sustentabilidade internas do BCE, mas também as da Comissão Europeia, do Mecanismo de Estabilidade Europeu, do Fundo Monetário Internacional e de outras instituições;
- Políticas macroeconómicas sólidas e sustentáveis, *i.e.*, o EM deverá ter em dia a satisfação dos compromissos assumidos no seu plano de recuperação e resiliência submetido ao Mecanismo de Recuperação e Resiliência, bem como das recomendações específicas na área orçamental da Comissão Europeia no âmbito do Semestre Europeu.

Com a criação do IPT, o BCE quer ganhar capacidade para aumentar as taxas de juro diretas no combate à inflação, sem causar uma nova crise de dívidas soberanas na Área do Euro. É interessante notar que a decisão de ativar o IPT para um determinado país vai depender de decisões tomadas por outras instituições internacionais. Com efeito, a aferição do cumprimento das quatro condições de elegibilidade do IPT irá criar ónus de responsabilidade noutras instituições. As avaliações do Fundo Monetário Internacional e da OCDE sobre desempenho e perspetivas de sustentabilidade da dívida importarão, mas o ónus maior ficará para a Comissão Europeia e o Conselho quando tiverem de se pronunciar todos os anos no quadro da supervisão multilateral sobre as políticas orçamentais, a generalidade das políticas macroeconómicas e a concretização dos planos de recuperação e resiliência. A elegibilidade para apoio do IPT passará a ser mais uma condicionante nestes exercícios de supervisão multilateral entre Comissão, Conselho e cada EM.

² ORPA, designação portuguesa para Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado, corresponde à expressão TLTRO — *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* na língua inglesa. A terceira série de Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado direcionadas designa-se por *ORPA Direcionadas III*.

14. 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 32 meses. Com o eclodir da crise financeira de 2008, a volatilidade da inflação tornou-se muito mais acentuada. Mais recentemente, a inflação da Área do Euro tem registado um crescimento acentuado, superando todos os valores anteriormente registados. Em termos históricos, a taxa de inflação da Área do Euro tem-se mantido, globalmente, próxima ou abaixo do objetivo de médio prazo para a inflação (2%). Apenas em três períodos bem definidos cronologicamente é que este indicador superou os 2,5%: entre abril de 2008 e março de 2009 (12 meses), entre outubro de 2011 e outubro de 2012 (13 meses) e a partir de dezembro de 2021. Em todos os outros momentos, este indicador manteve-se abaixo de 2,5%, nunca tendo registado valores negativos. Merece também destaque o facto de terem registado valores próximos de zero (abaixo de 0,5%) no início da crise financeira (novembro de 2009 a abril de 2010), entre dezembro de 2014 e janeiro de 2017 e entre novembro de 2020 e abril de 2021. Após o surgimento da crise financeira de 2008 e da crise das dívidas soberanas nos anos seguintes, a volatilidade da taxa de inflação tornou-se mais acentuada. Nos meses mais recentes, designadamente a partir de abril de 2021, a inflação da Área do Euro, medida pela taxa de variação da média móvel a doze meses, iniciou uma trajetória de crescimento acentuado, alcançando 2,6% em dezembro de 2021 e 5,4% em junho de 2022 — Gráfico 4 e Gráfico 5.

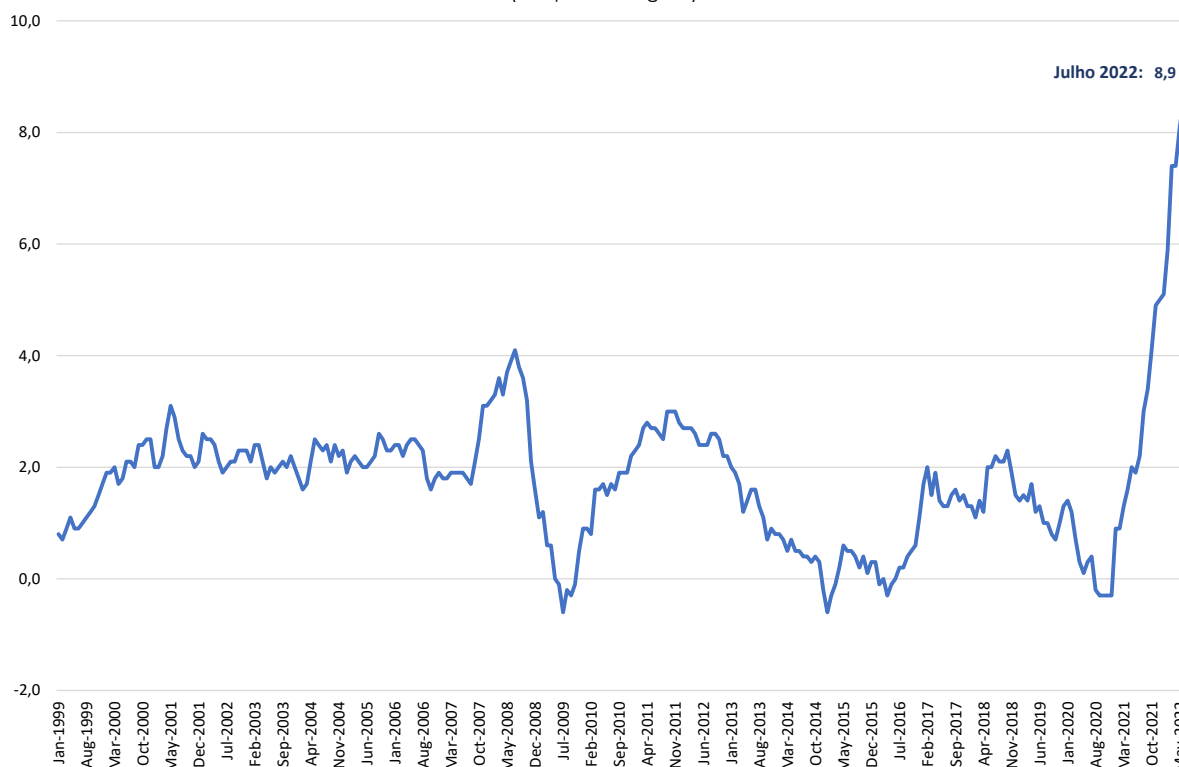
Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro: janeiro de 1999 a junho de 2022
(em percentagem)



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

$$\pi_t = \left\{ \left[\frac{\left(\sum_{i=t-11}^t \text{IHPC}_i \right) / 12}{\left(\sum_{i=t-20}^{t-12} \text{IHPC}_i \right) / 12} \right] - 1 \right\} \times 100$$

Gráfico 5 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro: janeiro de 1999 a julho de 2022
(em percentagem)



Fonte: Eurostat, [HICP - monthly data \(annual rate of change\)](#). Estimativa para julho de 2022 divulgada em 29 de julho de 2022. | Notas: IHPC, taxa de variação anual homóloga, frequência mensal. Nesta aceção, a taxa de inflação no mês t , π'_t , é calculada da seguinte forma:

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

3 Evolução da dívida pública

15. Neste capítulo é analisada a restrição de tesouraria do Estado e a evolução da dívida pública em várias dimensões. Na Secção 3.1 é analisada a restrição de tesouraria do Estado, com destaque para as necessidades líquidas de financiamento enfrentadas por este subsector e os movimentos com ativos e passivos financeiros que lhe estão subjacentes. Na Secção 3.2 é analisada a evolução da dívida direta do Estado em termos mensais e face ao período homólogo, com detalhe para os passivos titulados e não titulados e os empréstimos oficiais efetuados ao abrigo do PAEF e das iniciativas europeias SURE e PRR.³ É também analisada a despesa com juros e outros encargos da dívida pública. As novas emissões de dívida pública, as condições em que foram efetuadas e o perfil de amortização a curto, médio e longo prazos concluem esta secção. A Secção 3.3 analisa a dívida pública na definição de *Maastricht* e procede à sua desagregação por subsectores para conhecer os desenvolvimentos consolidados na Administração Central, bem como nas Administrações Regional e Local. Por fim, na Secção 3.4 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até abril de 2022.

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 retratada na Tabela 3, evidenciando-se: as execuções anuais (CGE) de 2018–2021, a execução mensal em 2022 (de janeiro a junho), em termos mensais e acumulados, a previsão para o ano completo de 2022 (POE/2022) e a variação entre a execução de 2021 e a de 2022. A primeira linha (“Receita

³ 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.

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 2 abaixo explica a restrição de tesouraria do Estado quantificada na Tabela 3.⁴

Caixa 2 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental

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

$$ST = (R_{Efe\tilde{t}iva} - D_{Efe\tilde{t}iva}) + (R_{PF} - D_{PF}) + (R_{AF} - D_{AF}) + S_{Ger\tilde{e}nciaAnterior} \quad (1)$$

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

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

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

$$R_{PF} - D_{PF} = ST - SG + (D_{AF} - R_{AF}) - S_{Ger\tilde{e}nciaAnterior} \quad (2)$$

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

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

A primeira linha da Tabela 3 exhibe a receita líquida de passivos financeiros ($R_{PF} - D_{PF}$). As linhas seguintes mostram as aplicações desta receita líquida: financiamento do défice global, financiamento da despesa líquida em ativos financeiros e financiamento do défice transitado da gerência anterior. Esclarece-se que as execuções de 2018, 2019 e primeiro semestre de 2022, bem como a previsão orçamental para o total do ano 2022, registam valores nulos para o saldo da gerência anterior e o saldo total.

⁴ A partir da publicação do [Relatório n.º 35/2018](#), divulgado em 28 de novembro de 2018, a UTAO alterou a designação na linha 1 desta tabela para evitar confundir o leitor com um conceito consagrado na literatura económica e estatística das contas nacionais. Com efeito, neste domínio usa-se a expressão "capacidade (necessidade) líquida de financiamento" do Estado como sinónimo de saldo (défice) orçamental na perspetiva contabilística das contas nacionais. A receita líquida de passivos financeiros na Tabela 3 usa outra perspetiva contabilística e mede uma variável diferente, razões que determinaram a mudança na designação da linha 1. Por um lado, os seus fluxos são gerados pela contabilidade pública orçamental. Por outro, esta linha capta a diferença entre receita e despesa do Estado com os seus passivos financeiros, o que não se confunde com o saldo orçamental em contabilidade pública. No primeiro caso, a "capacidade (necessidade) líquida de financiamento" do Estado indica o valor do financiamento líquido que o subsector Estado concede ao (obtém do) conjunto dos demais sectores institucionais da economia — incluindo os outros subsectores das Administrações Públicas. No segundo caso, a linha 1 da Tabela 3 mede a variação nas emissões de dívida financeira do subsector Estado líquidas de amortizações.

17. No primeiro semestre de 2022 as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria) diminuíram face ao período homólogo de 2021. No período janeiro a junho de 2022 o Estado garantiu uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 3 009 M€, um valor que se situa 6467 M€ abaixo do registado em igual período de 2021. A necessidade de obter esta receita líquida adveio, em primeiro lugar, da execução orçamental, cujo défice global registado até junho de 2022 absorveu 2153 M€ desses recursos (menos 5803 M€ do que em igual período de 2021) — linha 2 da Tabela 3. Em segundo lugar, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado (linha 5) consumiu 856 M€, menos 664 M€ do que no período homólogo.

18. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada no período janeiro a junho de 2022 foi menor do que no período homólogo, exigindo do Estado o desembolso de 1018 M€, montante que foi inferior, em 919 M€, ao despendido em igual período de 2021. Em 2022 estas verbas foram destinadas, na sua grande maioria, a Entidades Públicas Reclassificadas (EPR), sob a forma de dotações de capital (761 M€), concessão de empréstimos de médio e longo prazos (190 M€) e a curto prazo (65 M€).⁵ Neste capítulo, a execução entre janeiro e junho de 2022 exigiu do Estado um menor esforço financeiro, face ao período homólogo de 2021, relativamente a dotações de capital (- 595 M€) e a empréstimos a médio e longo prazos (- 370 M€) — os empréstimos a curto prazo encontram-se englobados na parcela “3.3 Outros” e a sua execução aumentou 45 M€ face ao período homólogo — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros efetuado pelo Estado no período janeiro a junho de 2022.

Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública
(em milhões de euros)

| | CGE 2018 | CGE 2019 | CGE 2020 | CGE 2021 | Execução mensal em 2022 | | | | | | Execução acumulada janeiro - junho | | | Referenciais anuais | |
|---|----------|----------|----------|----------|-------------------------|-------|------|--------|------|------|------------------------------------|--------|-----------|---------------------|-----------|
| | | | | | Jan. | Fev. | Mar. | Abr. | Mai. | Jun. | 2021 | 2022 | Δ 2021/22 | OE 2022 | Δ 2021/22 |
| 1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6) | 7 339 | 9 499 | 16 790 | 13 773 | -384 | 1 099 | 846 | 2 187 | 129 | -868 | 9 476 | 3 009 | -6 467 | 14 831 | 1 058 |
| 2. Saldo global | -3 666 | -3 940 | -12 204 | -9 471 | 380 | -753 | -601 | -2 175 | 1 | 994 | -7 956 | -2 153 | 5 803 | -6 860 | 2 611 |
| 3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3) | 4 778 | 6 357 | 4 741 | 4 945 | 70 | 354 | 285 | 30 | 137 | 142 | 1 936 | 1 018 | -919 | 11 318 | 6 373 |
| 3.1 Empréstimos médio/longo prazo | 2 679 | 3 020 | 2 595 | 911 | 29 | 0 | 139 | 0 | 12 | 11 | 560 | 190 | -370 | 7 018 | 6 107 |
| 3.2 Dotações de Capital | 1 537 | 3 276 | 1 984 | 3 998 | 40 | 354 | 111 | 0 | 125 | 132 | 1 356 | 761 | -595 | 4 109 | 111 |
| 3.3 Outros | 562 | 62 | 163 | 36 | 2 | 0 | 35 | 30 | 0 | 0 | 21 | 67 | 47 | 191 | 155 |
| 4. Receita de ativos financeiros | 1 105 | 798 | 156 | 644 | 75 | 8 | 39 | 18 | 7 | 15 | 417 | 162 | -255 | 3 347 | 2 704 |
| 5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4) | 3 673 | 5 559 | 4 585 | 4 301 | -4 | 346 | 246 | 12 | 130 | 127 | 1 520 | 856 | -664 | 7 971 | 3 670 |
| 6. Saldo da gerência anterior | 0 | 0 | -2 | -7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -7 | 0 | 7 | 0 | 7 |
| 7. Saldo Total | 0 | 0 | -2 | -7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -7 | 0 | 7 | 0 | 7 |

Fontes: DGO e cálculos da UTAO. | Notas: Por definição de restrição de tesouraria, a receita líquida com origem em passivos financeiros é igual à diferença entre o saldo total e a soma dos simétricos do saldo global e do saldo da gerência anterior com a despesa líquida em ativos financeiros — explicação na Caixa 2.

19. No primeiro semestre de 2022 a grande maioria da despesa do Estado em ativos financeiros teve como destino as EPR, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos. Nos primeiros seis meses de 2022, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 1018 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (761 M€) e empréstimos a médio e longo prazos (190 M€). Em ambos os casos, a grande maioria desta despesa teve como destino o financiamento das EPR. Com efeito, o total de despesa efetuada em **dotações de capital** (761 M€) destinou-se a EPR, com a seguinte distribuição:

- Infraestruturas de Portugal, S.A. 743 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 14 M€;
- EDIA – Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. 4 M€.

⁵ Registaram-se ainda outras despesas do Estado com ativos financeiros relacionadas com a execução de garantias (0,4 M€) e participações em organizações internacionais (1,8 M€).

Dos 190 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de **empréstimos a médio e longo prazos**, cerca de 152 M€ tiveram como destino as seguintes EPR:

| | |
|-----------------------------------|---------|
| — Metro do Porto, S.A. | 126 M€; |
| — Metropolitano de Lisboa, E.P.E. | 26 M€. |

Além dos empréstimos destinados às EPR acima referidas, o Estado concedeu ainda empréstimos a médio e longo prazos a Fundos Públicos no montante de 37,7 M€. Por fim, refira-se que o Estado concedeu ainda **empréstimos a curto prazo** à CP – Comboios de Portugal, E.P.E. (35 M€) e à Parque Escolar, E.P.E. (30 M€).

20. No que respeita à receita de ativos financeiros, o total arrecadado no primeiro semestre de 2022 ascendeu a 162 M€. A grande maioria desta receita decorreu da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, no montante de 119,1 M€, dos quais:

- 29,8 M€ pela Região Autónoma da Madeira, no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira da RAM,
- 22,1 M€ pela Navegação Aérea de Portugal — NAV Portugal, E.P.E.,
- 19,6 M€ pela Parque escolar, E.P.E.,
- 25,2 M€ por parte da Grécia, e,
- 7,5 M€ pela Região Autónoma dos Açores (RAA).

Os restantes cerca de 42,1 M€ dizem respeito a receita de outros ativos financeiros, na sua grande maioria decorrentes da recuperação de créditos garantidos, dos quais 18,5 M€ associados à PARUPS, S.A. e 16,6 M€ à dívida de Angola.

21. Face aos valores orçamentados no OE/2022, e numa ótica de tesouraria, nos primeiros seis meses de 2022 o Estado financiou-se num montante correspondente a 20,3% do previsto para o conjunto do ano. Com efeito, entre janeiro e junho de 2022 a receita líquida proveniente de passivos financeiros ascendeu a 3009 M€, 11 822 M€ aquém do total previsto para o ano completo de 2022 (grau de execução de 20,3%). Este resultado foi possível, por um lado, pelo facto de se ter alcançado, no período janeiro a junho de 2022, um défice global do subsector Estado de 2153 M€, que se situou 4707 M€ abaixo do previsto no OE/2022 para o total do ano; por outro lado, contribuiu também o facto de a despesa líquida em ativos financeiros, executada no período janeiro a junho de 2022, ter ascendido a 856 M€, um valor que se situou 7115 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 10,7%) — linha 5 da Tabela 3.

22. Para o conjunto do ano 2022, o OE aprovado prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, acima da execução de 2021, prevendo-se uma melhoria do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, mas uma despesa líquida em ativos financeiros significativamente superior. De acordo com os valores constantes do OE/2022, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 14 831 M€, mais 1058 M€ do que a execução de 2021. A previsão para 2022 tem implícita uma melhoria do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para – 6860 M€ (2611 M€ abaixo do défice do subsector Estado registado em 2021), e um aumento substancial da despesa líquida em ativos financeiros para 7971 M€ (3670 M€ acima da execução de 2021). Naturalmente, a execução acumulada nos primeiros seis meses de 2021, compilada na Tabela 3, encontra-se ainda afastada das previsões orçamentais para o conjunto do ano; contudo, o défice global alcançado até junho de 2022 representa menos de um terço (31,4%) do previsto para o ano completo de 2022.

3.2 Dívida direta do Estado

23. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de junho de 2022 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2021, maioritariamente em resultado do aumento nos stocks de dívida titulada de médio e longo prazos e dos empréstimos SURE e PRR. Em termos mensais, em junho de 2022 também se registou um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior, sobretudo sob a forma de dívida titulada a curto prazo. A dívida direta do Estado corresponde à dívida em que o subsector Estado é o devedor efetivo. Por esta razão, apenas inclui os passivos deste subsector, pelos quais respondem as suas receitas. Esta dívida inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro. No final de junho de 2022, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 281 272 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 1704 M€ em cadeia mensal resultante, sobretudo, do aumento da dívida titulada de curto prazo (+1137 M€) e de médio e longo prazo (+469 M€). A dívida não titulada, composta maioritariamente por Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, registou um acréscimo mensal de 43 M€. As contas margem registaram um acréscimo mensal de 23 M€. O acréscimo mensal da dívida titulada ficou a dever-se, sobretudo, ao aumento do saldo de Obrigações do Tesouro em 760 M€, explicado pela emissão da OT 0.3% 17OUT2031, do aumento do saldo de CEDIC no valor de 626 M€, e finalmente também devido ao aumento do saldo de Bilhetes do Tesouro em 511 M€. Estes aumentos foram parcialmente compensados pela amortização das Obrigações STCP 2007/2022 no valor de EUR 100 M€. ⁶ Tendo por referência o final do mês homólogo de 2021, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 5431 M€, em resultado do aumento na dívida titulada (+3819 M€), da dívida não titulada (+459 M€) e dos empréstimos SURE e PRR, no valor global de +983 M€. Em termos homólogos, as contas margem registaram um acréscimo de 169 M€. No que respeita à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo dos stocks de Certificados de Aforro em 606 M€ (+4,9%) e uma redução nos Certificados do Tesouro de 296 M€ (-1,7%). No que respeita aos empréstimos SURE, Portugal já recebeu 5934 M€, repartidos por três 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€, e uma terceira e última parcela em 29 de março de 2022 no valor de 523 M€, num total de 5,9 mil M€ contratualizados com a Comissão Europeia a 26 de outubro de 2020. Relativamente aos empréstimos PRR, Portugal recebeu 960 M€ a título de empréstimos, dos quais 351 M€ em agosto de 2021 e 609 M€ em maio de 2022. ⁷ O parágrafo 29 detalha o perfil de amortização dos empréstimos SURE e PRR.

⁶ CEDIC (Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo) são valores escriturais representativos de empréstimos internos de curto prazo, denominados em moeda nacional. Os CEDIC são colocados junto de entidades das AP como forma de aplicação dos respetivos excedentes de tesouraria; são emitidos por prazos até 12 meses e amortizados na respetiva data de vencimento ou antecipadamente, nas condições que forem acordadas entre o IGCP e a entidade tomadora.

⁷ Portugal recebeu ainda 553,4 M€, em maio de 2022, a título de subvenções, ao abrigo do Plano de Recuperação e Resiliência.

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

| | jun/2021 | mai/2022 | jun/2022 | Variação (M€) | | Variação (%) | | Estrutura da dívida (%) | |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|-------------|-------------------------|--------------|
| | | | | Mensal | Homóloga | Mensal | Homóloga | jun/2021 | jun/2022 |
| Titulada | 186 666 | 188 879 | 190 485 | 1 607 | 3 819 | 0,9 | 2,0 | 67,7 | 67,7 |
| Curto prazo | 20 987 | 16 886 | 18 023 | 1 137 | -2 964 | 6,7 | -14,1 | 7,6 | 6,4 |
| Médio e longo prazo | 165 679 | 171 993 | 172 462 | 469 | 6 783 | 0,3 | 4,1 | 60,1 | 61,3 |
| Não titulada | 33 643 | 34 028 | 34 103 | 75 | 459 | 0,2 | 1,4 | 12,2 | 12,1 |
| Cert. Aforro | 12 336 | 12 790 | 12 943 | 153 | 606 | 1,2 | 4,9 | 4,5 | 4,6 |
| Cert. do Tesouro | 17 696 | 17 510 | 17 400 | - 110 | - 296 | -0,6 | -1,7 | 6,4 | 6,2 |
| Outra - ML prazo | 3 611 | 3 728 | 3 760 | 32 | 149 | 0,9 | 4,1 | 1,3 | 1,3 |
| Contas margem | 493 | 640 | 662 | 23 | 169 | 3,5 | 34,3 | 0,2 | 0,2 |
| Empréstimos Oficiais | 55 039 | 56 022 | 56 022 | 0 | 983 | 0,0 | 1,8 | 20,0 | 19,9 |
| Empréstimos SURE (UE) | 5 411 | 5 934 | 5 934 | 0 | 523 | 0,0 | 9,7 | 2,0 | 2,1 |
| Empréstimos PRR (UE) | 0 | 960 | 960 | 0 | 960 | 0,0 | - | 0,0 | 0,3 |
| Assistência Financeira | 49 628 | 49 128 | 49 128 | 0 | - 500 | 0,0 | -1,0 | 18,0 | 17,5 |
| Total | 275 842 | 279 568 | 281 272 | 1 704 | 5 431 | 0,6 | 2,0 | 100,0 | 100,0 |

Por memória:

| | | | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|-------|--------|------|-------|------|------|
| Transaccionável | 177 977 | 181 032 | 182 012 | 980 | 4 035 | 0,5 | 2,3 | 64,5 | 64,7 |
| Não Transaccionável | 98 358 | 99 176 | 99 922 | 746 | 1 565 | 0,8 | 1,6 | 35,7 | 35,5 |
| Euro | 271 794 | 276 428 | 278 322 | 1 895 | 6 528 | 0,7 | 2,4 | 98,5 | 99,0 |
| Não euro | 4 047 | 3 140 | 2 950 | - 190 | -1 097 | -6,1 | -27,1 | 1,5 | 1,0 |
| Contas margem | 493 | 640 | 662 | 23 | 169 | 3,5 | 34,3 | 0,2 | 0,2 |

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

24. No primeiro semestre de 2022 registou-se uma redução na despesa com juros e outros encargos da dívida direta pública. Entre janeiro e junho de 2022, a despesa com juros e outros encargos ascendeu a 3149 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 5), refletindo uma redução de 15,8% (- 593 M€) quando comparada com igual período do ano anterior. Esta contração foi determinada, sobretudo, pela diminuição homóloga em 11,7% (- 306 M€) da despesa com juros de Obrigações do Tesouro e pela redução da despesa com juros dos empréstimos PAEF em 39,1% (- 224 M€). Relativamente aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros manteve-se negativo no período compreendido entre janeiro e junho de 2022 (- 28 M€), evidenciando o facto de a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa manter, neste período, taxas de rentabilidade negativas nas maturidades mais curtas. O montante despendido em comissões diminuiu 32,6% (- 20 M€), com maior relevância para as relativas aos empréstimos oficiais (PAEF, SURE e PRR). No tocante aos juros pagos pelo Estado sobre títulos de dívida pública detidos pelo sector institucional Famílias, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro, no primeiro semestre de 2022, foi de 334 M€, refletindo um acréscimo de 19 M€ (+ 6,1%) face ao período homólogo do ano anterior — Tabela 5. No decurso do período em análise (janeiro a junho de 2022), o montante de dívida pública financiada através destes dois produtos registou um acréscimo ligeiro de 25 M€, verificando-se uma alteração na sua composição, com uma diminuição do peso dos Certificados do Tesouro (- 449 M€) e um aumento do peso dos Certificados de Aforro (+474 M€).

Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida

(em milhões de euros e em percentagem)

| | 2021 (M€) | Execução mensal 2022 (M€) | | | | | | Execução acumulada Jan. – Jun. (M€) | | |
|--|--------------|------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--|--------------|--------------|
| | | Jan. | Fev. | Mar. | Abr. | Mai. | Jun. | 2021 | 2022 | Tvh (%) |
| Juros da dívida pública | 6 287 | 59 | 1 203 | 325 | 1 120 | 50 | 350 | 3 679 | 3 107 | -15,6 |
| Bilhetes do Tesouro | -51 | -8 | 0 | -9 | 0 | -11 | 0 | -25 | -28 | 12,5 |
| Obrigações do Tesouro | 4 642 | 0 | 1 059 | 4 | 1 010 | 0 | 232 | 2 612 | 2 306 | -11,7 |
| Empréstimos PAEF | 669 | 0 | 24 | 266 | 0 | 11 | 47 | 573 | 349 | -39,1 |
| Empréstimos SURE | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 0 | 0 | - |
| Empréstimos PRR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 0 | 0 | - |
| Certif. Aforro e Tesouro | 576 | 61 | 51 | 54 | 56 | 59 | 52 | 315 | 334 | 6,1 |
| CEDIC / CEDIM | 25 | 0 | 1 | 0 | 2 | 1 | 0 | 15 | 4 | -73,2 |
| Outros | 423 | 5 | 68 | 9 | 52 | -11 | 19 | 189 | 142 | -24,9 |
| Comissões | 77 | 15 | 5 | 5 | 8 | 7 | 2 | 63 | 42 | -32,6 |
| Empréstimos Oficiais (PAEF, SURE e PRR) | 28 | 7 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 22 | 9 | -60,6 |
| Outros | 49 | 9 | 5 | 2 | 8 | 7 | 2 | 40 | 34 | -17,1 |
| Juros e outros encargos pagos | 6 364 | 74 | 1 208 | 330 | 1 128 | 57 | 352 | 3 742 | 3 149 | -15,8 |
| Tvh (%) | -8,0 | 6,2 | -8,0 | 3,8 | -19,8 | -59,2 | -29,0 | - | - | - |

Por memória:

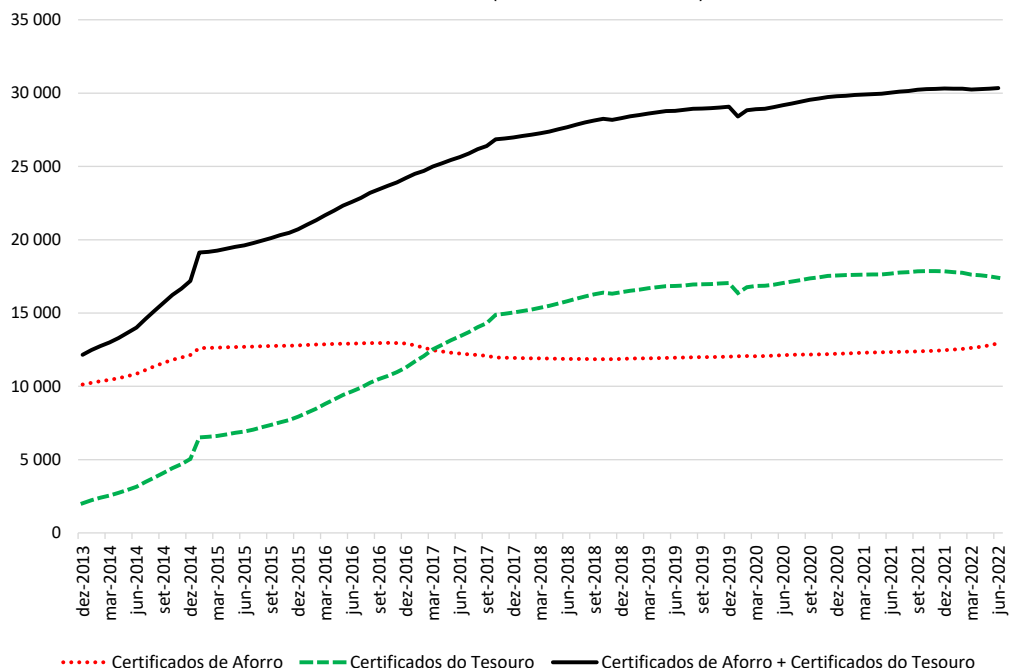
| | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|-------------|------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------|-------|-------|
| Juros recebidos de aplicações | 13 | -0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,9 | 1,7 | 2,6 | 4 | 5,5 | 54,1 |
| Juros e outros encargos líquidos | 6 378 | 74 | 1 209 | 330 | 1 129 | 59 | 355 | 3 746 | 3 155 | -15,8 |
| Tvh (%) | -7,9 | 8,0 | -8,0 | 3,7 | -19,8 | -58,1 | -28,8 | - | - | - |

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

25. Em junho de 2022 o stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias registou um crescimento face ao mês homólogo, alcançando um novo máximo histórico em junho de 2022. O stock de dívida pública detida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro manteve uma tendência de crescimento, atingindo um novo máximo em junho de 2022, ainda que tenha desacelerado após novembro de 2020 — Gráfico 6. No final de 2021, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro alcançou o valor de 30 318 M€. Após esta data, o stock total de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro registou pequenas variações mensais, positivas e negativas, registando-se contudo um acréscimo no conjunto do primeiro semestre de 2022. Com efeito, o valor registado em junho de 2022 situou-se 25 M€ acima do alcançado no final de 2021 (30 318 M€). Em particular, no final de junho de 2022, o montante de Certificados do Tesouro (CT) ascendeu a 17 400 M€, um valor 449 M€ abaixo do alcançado no final de dezembro de 2021 (17 849 M€). A série histórica com o valor mensal das novas emissões de CT, líquido de amortizações, apresenta uma evolução positiva desde outubro de 2013, tendo esta sequência de crescimento sido interrompida apenas em três momentos: novembro de 2018 (variação mensal de - 70 M€), janeiro de 2020 (variação mensal de - 691 M€) e no período de novembro de 2021 a junho de 2022 (variação de - 465 M€ no conjunto destes oito meses). Em sentido contrário, o stock de Certificados de Aforro apresentou uma recuperação, que foi mais expressiva nos meses mais recentes, permitindo compensar o decréscimo ao nível dos Certificados de Tesouro: no final de junho de 2022, o montante de Certificados de Aforro ascendeu a 12 943 M€, um valor 474 M€ acima do alcançado no final de dezembro de 2021 (12 469 M€). O Gráfico 7 apresenta as subscrições brutas mensais de CA e CT e o Gráfico 8 as correspondentes variações homólogas nos stocks de CA e CT.

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

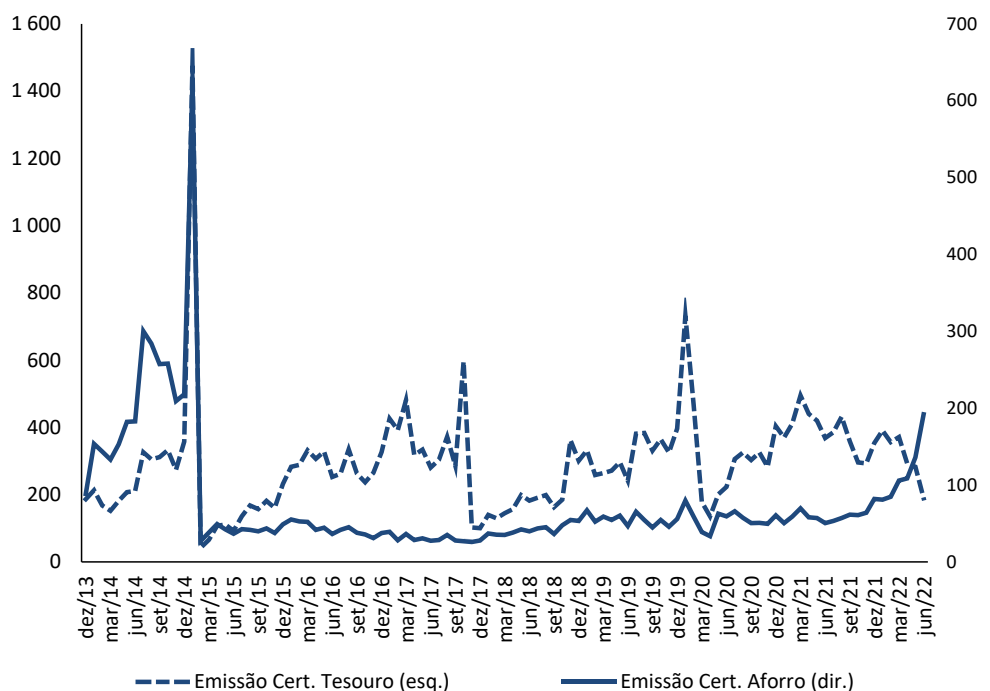
(em milhões de euros)



26. O stock de Certificados de Aforro ascendeu a 12 943 M€ em junho de 2022, refletindo uma subida homóloga de 606 M€ (Gráfico 6, Gráfico 7 e Gráfico 8). Desde abril de 2020 que se regista uma série contínua de emissões líquidas positivas de Certificados de Aforro. A interrupção ocorrida em março de 2020 refletiu um movimento pontual, de dimensão relativamente reduzida, uma vez que o valor nominal de amortizações superou o de emissões em apenas 8,3 M€. Após esta data a emissão bruta de CA (e também a emissão líquida) retomou uma tendência de recuperação suave, que se manteve até ao final de 2021. Nos meses mais recentes, em particular após dezembro de 2021 as emissões brutas de Certificados de Aforro aumentaram de forma mais expressiva, mantendo-se relativamente estáveis os montantes amortizados, contribuindo para o crescimento do stock de Certificados de Aforro. Com efeito, em junho de 2022 o stock vivo de Certificados de Aforro refletia um acréscimo homólogo de 606 M€, dos quais 474 M€ foram alcançados no primeiro semestre de 2022.

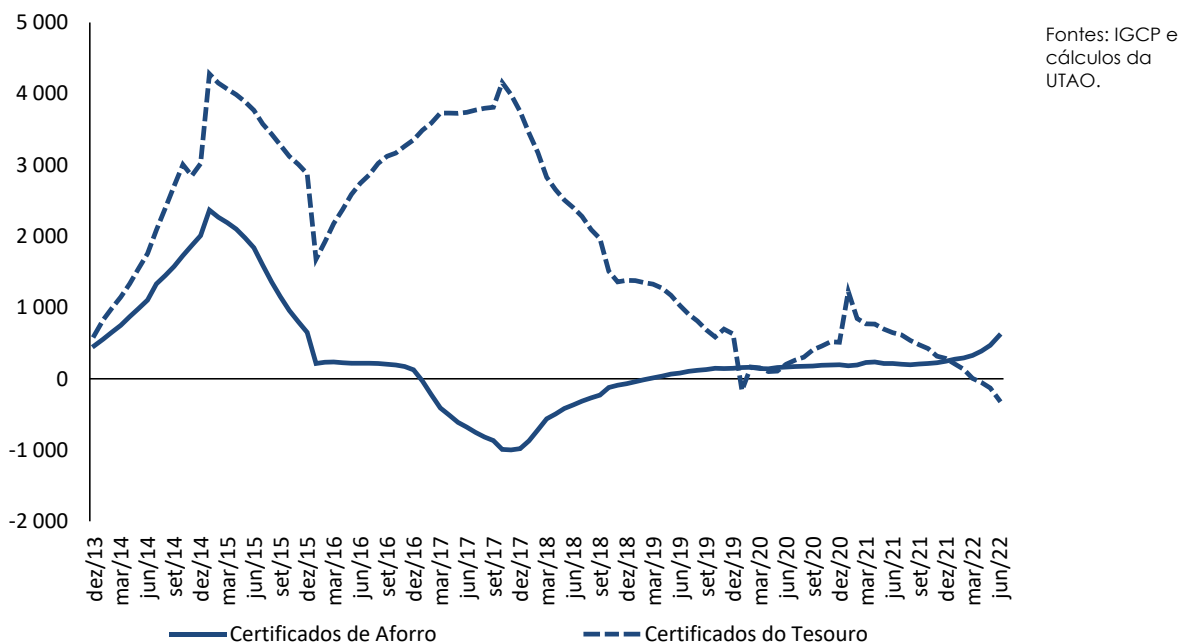
Gráfico 7 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

(em milhões de euros)



27. Ainda que o stock vivo de CT apresente uma trajetória descendente nos oito últimos meses (desde novembro de 2021), em termos globais regista-se uma tendência de crescimento no montante de dívida pública portuguesa devida pelo sector institucional das famílias, sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro. Esta evolução é o reflexo das taxas de juro mais atrativas que estes instrumentos apresentam, face a outros instrumentos de poupança existentes no mercado com nível de risco idêntico — Gráfico 6. Os depósitos a prazo tradicionais oferecidos pelo sistema financeiro oferecem taxas de remuneração nominal próximas de 0%, para um nível de risco que pode ser considerado idêntico ao dos Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro. No tocante à poupança das famílias, o período pandémico caracterizou-se por um acréscimo substancial do nível de poupança, em termos agregados, cujo nível máximo foi atingido no final do 1.º trimestre de 2021 (14,3%).⁸ Em resultado da sua atratividade, estes produtos emitidos pelo IGCP (em nome e em representação da República Portuguesa) têm conseguido preservar uma parcela substancial da poupança acumulada pelas famílias.

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



28. As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em maio e junho de 2022 registaram um aumento da taxa de juro nas maturidades a oito e nove anos. De igual modo, as emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas no mesmo período, foram asseguradas a taxas de juro superiores às registadas para títulos com as mesmas maturidades no leilão imediatamente anterior. Nos dias 18 de maio e 8 de junho de 2022 foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a oito e nove anos (Obrigações do Tesouro), respetivamente, no montante global de 1651 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 0,475% 18Oct2030, com taxa de rentabilidade de 1,767%, e OT 0,3% 17Oct2031, com taxa de rentabilidade de 2,330%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em 14 de julho de 2021 e 9 de fevereiro de 2022, observou-se uma subida de 1,640 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a oito anos e de 1,322 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a nove anos (Tabela 6). Relativamente às emissões de BT efetuadas em maio e junho de 2022, estas foram asseguradas com taxas de juro superiores às verificadas em leilões anteriores para títulos com as mesmas maturidades. Com efeito, a 18 de maio e a 15 de junho de 2022 foram leiloados três BT com maturidades a 12, seis e três meses, com um montante global colocado de 2226 M€ e taxas médias ponderadas de +0,236%, -0,179% e -0,302%, respetivamente. Estes leilões de BT registaram aumentos significativos nas taxas de juro para estas maturidades, +0,703 p.p., +0,392 p.p. e +0,353 p.p., respetivamente (Tabela 6).

⁸ A evidência sobre esta afirmação está no parágrafo 48 abaixo. A taxa de poupança do sector institucional das famílias (medida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível) atingiu o valor máximo no final do 1.º trimestre de 2021 (14,3%).

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

| Instrumento | Obrigações do Tesouro | | | | Bilhetes do Tesouro | | |
|--|-----------------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|---------------|---------------|
| | 14-abr-2027 | 18-abr-2034 | 18-out-2030 | 17-out-2031 | 19-mai-2023 | 18-nov-2022 | 23-set-2022 |
| Maturidade | | | | | | | |
| Data do leilão | 9-mar-2022 | 9-mar-2022 | 18-mai-2022 | 8-jun-2022 | 18-mai-2022 | 18-mai-2022 | 15-jun-2022 |
| Prazo | 5 anos | 12 anos | 8 anos | 9 anos | 12 meses | 6 meses | 3 meses |
| Montante Colocado (M€) | 501 | 521 | 891 | 760 | 1005 | 710 | 511 |
| Montante de Procura (M€) | 1 021 | 790 | 1 397 | 2 011 | 1 440 | 1 450 | 1 065 |
| Taxa média (%) | 0,217 | 1,154 | 1,767 | 2,330 | 0,236 | -0,179 | -0,302 |
| <i>Por memória:</i> | | | | | | | |
| Emissão anterior com maturidade idêntica (data; taxa média em %) | - | - | 14-jul-2021 | 9-fev-2022 | 16-mar-2022 | 16-mar-2022 | 20-abr-2022 |
| | - | - | 0,127 | 1,008 | -0,467 | -0,571 | -0,655 |

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. O perfil de amortização de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os próximos dez anos, aumentou, exigindo um elevado volume de reembolsos, cujo impacto se repercutirá necessariamente nas futuras operações de refinanciamento da dívida pública. Tendo por referência o stock de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 22 de julho de 2022 e o perfil de amortização para o período até 2052, os maiores volumes de reembolsos concentram-se, sobretudo, nos anos 2023 a 2032 (Gráfico 9 e Gráfico 10). À data de 22 de julho de 2022, o stock total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2023 e 2032 ascendia a 156 mil M€, um valor superior ao registado em 15 de fevereiro de 2022 para o mesmo período (153 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos nos seguintes montantes: 11,3 mil M€ em 2022, 12,1 mil M€ em 2023, 12,8 mil M€ em 2024, 16,8 mil M€ em 2025, 17,0 mil M€ em 2026, 19,7 mil M€ em 2027, 18,4 mil M€ em 2028, 13,8 mil M€ em 2029, 18,5 mil M€ em 2030, 15,5 mil M€ em 2031 e 11,6 mil M€ em 2032.⁹ Ainda assim, o quinquénio seguinte será também muito exigente, exigindo a amortização de títulos em cerca de 45 mil M€. Com o atual perfil de amortização de dívida pública, só a partir de 2038 é que o valor anual de amortizações de dívida pública a médio e longo prazos desce para valores abaixo de 10 mil M€/ano.¹⁰ A primeira *tranche* do empréstimo SURE, recebida em dezembro de 2020, no montante de 3 mil M€ tem maturidade de 15 anos, devendo ser amortizada em 2035, ano em que o volume de amortizações de dívida a médio e longo prazos apresenta um novo máximo local (12,2 mil M€). A segunda *tranche* dos empréstimos SURE, no valor de 2411 M€, recebida em maio de 2021, tem a sua amortização prevista para 2029 (1500 M€) e 2046 (911 M€). A terceira e última parcela dos empréstimos SURE, recebida em março de 2022, no montante de 523 M€, deverá ser amortizada em 2037. No tocante aos empréstimos PRR, Portugal recebeu 351 M€ em agosto de 2021 e 609 M€ em maio de 2022, estando prevista a sua amortização ao longo de um período de 21 anos (2032 a 2052) ao ritmo de 48 M€ por ano, com exceção do primeiro e do último ano desta série em que os valores amortizados serão de 17,5 e 30,5 M€, respetivamente.¹¹ Relativamente aos empréstimos do PAEF, encontram-se por reembolso 49 128 M€, os quais se desagregam em 23 800 M€ do MEEF e 25 328 M€ do FEEF. As amortizações futuras relativas a estes dois empréstimos encontram-se distribuídas ao longo de um período alargado (2022–2042), estando evidenciadas no Gráfico 9.

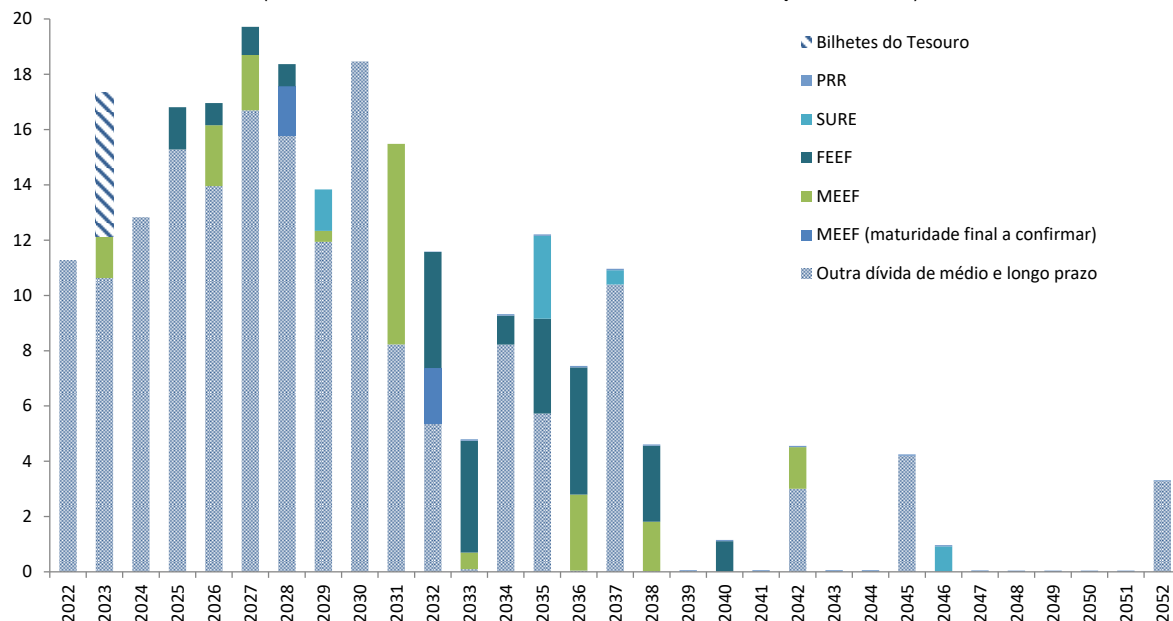
⁹ A estes montantes acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo: Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 3,86 mil M€ em 2022 e 5,22 mil M€ em 2023.

¹⁰ Nos anos 2033 a 2037 os valores de dívida pública a amortizar situam-se no intervalo [4,8 ; 12,2] mil M€.

¹¹ Portugal recebeu ainda 553,4 M€, em maio de 2022, a título de subvenções, ao abrigo do Plano de Recuperação e Resiliência.

Gráfico 9 – Perfis anuais de amortização

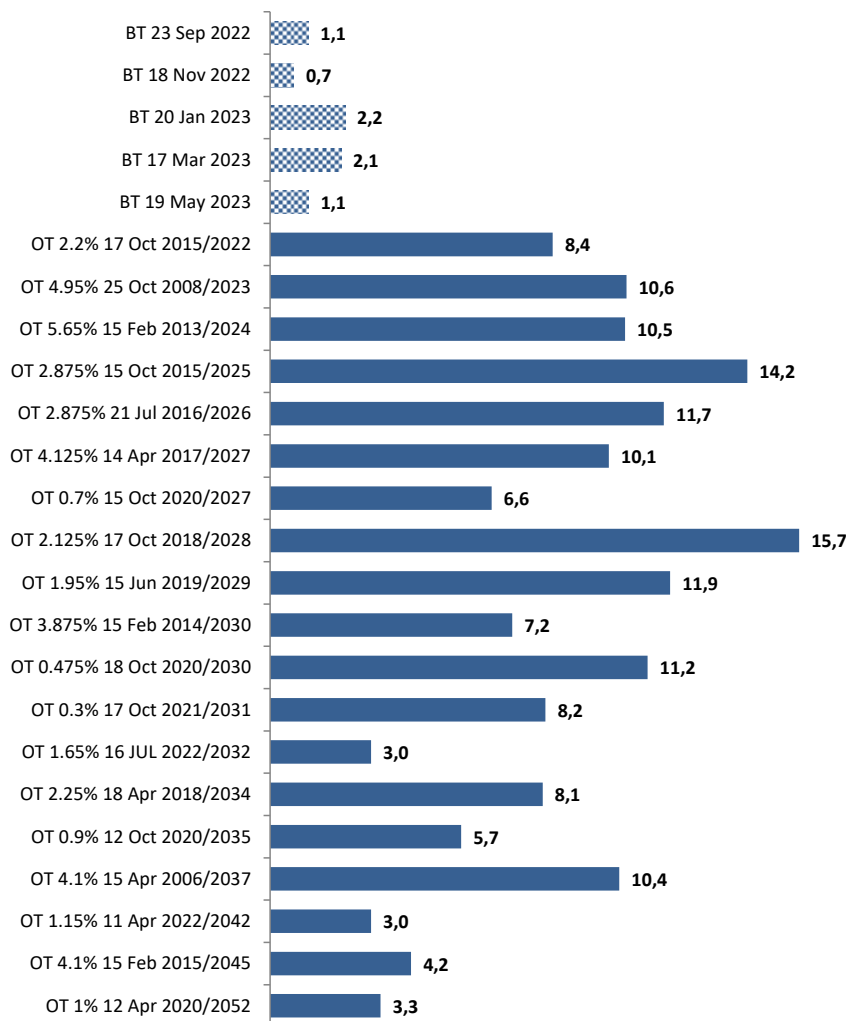
(em milhares de milhões de euros, atualizado a 22 de julho de 2022)



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

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

(em milhares de milhões de euros, atualizado a 22 de julho de 2022)



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

30. O IGCP, E.P.E. tem vindo a realizar operações de gestão da dívida pública com recurso a leilões de troca e de recompra de Obrigações do Tesouro. Em 2022, estas operações tiveram como resultado a recompra de Obrigações do Tesouro com maturidades mais curtas e a venda de Obrigações do Tesouro com maturidades mais longas. Com efeito, desde o início do ano foram efetuadas os seguintes leilões de troca/recompra de Obrigações do Tesouro:

- No dia 29 de março de 2022 foi realizado um leilão de recompra no valor de 431 M€ do seguinte instrumento PGB 2,2% 17Out2022, com taxa média de colocação de - 0,559% e preço médio de colocação de 101,52%;
- No dia 6 de julho de 2022 foram realizados leilões de troca (recompra e venda) dos seguintes instrumentos:
 - PGB 4,95% 25Oct2023: Recompra de 538 M€, com taxa média de colocação de + 0,688% e preço médio de colocação de 105,49%;
 - PGB 5,65% 15Fev2024: Recompra, 225 M€ com taxa média de colocação de + 0,852% e preço médio de colocação de 107,63%;
 - PGB 2,125% 17Oct2028: Venda, 531 M€ com taxa média de colocação de + 1,638% e preço médio de colocação de 102,88%;
 - PGB 0,9% 12Oct2035: Venda, 232 M€ com taxa média de colocação de 2,495 e preço médio de colocação de 82,17%.

31. O IGCP procedeu à revisão do Programa de Financiamento da República Portuguesa para 2022, tendo divulgado as linhas de atuação para o 3.º trimestre em 1 de julho de 2022. Face ao programa de financiamento divulgado a 4 de janeiro de 2022, a versão ora divulgada revê em baixa as necessidades líquidas de financiamento do Estado para 9,2 mil M€ em 2022. Para a amortização da dívida a médio e longo prazo serão necessários 13,5 mil M€. As necessidades líquidas de financiamento do Estado para 2022 foram inicialmente (4 de janeiro de 2022) estimadas pelo IGCP tendo por base o PE/2021-25 e atualizadas a 1 de julho com base em informação mais recente. A estratégia de financiamento para 2022 centra-se na emissão de títulos de dívida pública nos mercados financeiros, sobretudo Obrigações do Tesouro, encontrando-se prevista a emissão de 13,1 mil M€ destes títulos, menos 4,6 mil M€ que a previsão constante do Programa de Financiamento da República Portuguesa divulgado em janeiro de 2022. O financiamento líquido obtido com recurso à emissão de Bilhetes do Tesouro deverá ascender a 2,5 mil M€ (3,0 mil M€ no Programa de Financiamento da República Portuguesa divulgado em janeiro de 2022). Em contrapartida, a revisão efetuada prevê uma maior utilização de depósitos para financiamento do Estado (+1,5 mil M€), uma vez que o valor inicialmente previsto era de 1,3 mil M€, tendo sido revisto para 2,8 mil M€, ainda assim trata-se de um valor substancialmente inferior ao utilizado em 2021 (8,3 mil M€).

Tabela 7 – Programa de financiamento da República Portuguesa
(em milhares de milhões de euros)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 ^P (4 Jan. 2022) | 2022 ^P (1 Julho 2022) |
|---|-------------|--------------|-------------|------------------------------------|-------------------------------------|
| 1. Necessidades de financiamento do Estado | 19,2 | 24,5 | 26,6 | 24,3 | 22,7 |
| 1.1. Necessidades líquidas de financiamento do Estado | 9,5 | 16,8 | 13,8 | 10,9 | 9,2 |
| <i>Saldo global¹</i> | 3,9 | 12,2 | 9,5 | 8,7 | 5,7 |
| <i>Aquisição líquida de ativos financeiros²</i> | 5,6 | 4,6 | 4,3 | 2,2 | 3,5 |
| <i>Operações pontuais³</i> | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 1.2. Amortizações de Médio e Longo Prazo | 9,7 | 7,7 | 12,8 | 13,4 | 13,5 |
| <i>Obrigações do Tesouro e Medium Term Notes⁴</i> | 7,7 | 7,7 | 9,4 | 9,4 | 9,5 |
| <i>Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável</i> | 0,0 | 0,0 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| <i>Empréstimos oficiais</i> | 2,0 | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 0,5 |
| 2. Fontes de financiamento do Estado | 19,2 | 24,5 | 26,6 | 24,4 | 22,7 |
| 2.1. Utilização de depósitos | 2,5 | -10,2 | 8,3 | 1,3 | 2,8 |
| 2.2. Instrumentos de financiamento | 16,7 | 34,8 | 18,3 | 23,0 | 19,8 |
| <i>União Europeia (SURE e PRR)</i> | 0,0 | 3,0 | 2,8 | 1,2 | 1,2 |
| <i>Obrigações do Tesouro e Medium Term Notes</i> | 15,7 | 27,2 | 14,6 | 17,7 | 13,1 |
| <i>Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável</i> | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| <i>Certificado de Aforro/Cert. Tesouro/CTPM (valor líquido)</i> | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,1 | -0,1 |
| <i>Bilhetes do Tesouro (valor líquido)</i> | -1,4 | -0,5 | -4,8 | 3,0 | 2,5 |
| <i>Outros (valor líquido)⁵</i> | 1,6 | 4,4 | 5,2 | 0,9 | 3,1 |
| 3. Saldo de disponibilidades de Tesouraria no final do ano⁶ | 6,8 | 17,0 | 8,8 | 7,7 | 5,9 |

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: 1) Saldo global do subsector Estado em contabilidade pública (para 2022 corresponde a uma estimativa); 2) Inclui refinanciamento de outras entidades públicas (nomeadamente empresas públicas) e linhas de crédito ao Fundo de Resolução nacional e Fundo de Resolução Europeu; 3) Inclui outras operações com impacto na determinação das necessidades de financiamento do Estado, como, por exemplo, receitas de privatização; 4) Inclui impacto líquido de operações de troca; 5) Inclui centralização de fundos de outras entidades da Tesouraria Central do Estado; 6) Exclui contas margem associadas a instrumentos financeiros.

3.3 Dívida pública na definição de Maastricht¹²

32. A presente secção usa a informação mais recente divulgada pelas autoridades estatísticas Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística. A dívida pública é uma variável *stock* observável no final de cada período: mês, trimestre ou ano. No entanto, a presente secção utilizou três momentos distintos devido à disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (março de 2022), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (maio de 2022) e valor nominal desagregado por subsector (abril de 2022).

33. O rácio entre a dívida pública na ótica de Maastricht e o PIB nominal foi de 127,0% no final do 1.º trimestre de 2022, o que corresponde a uma redução homóloga de 12 p.p. do PIB. Esta descida homóloga foi determinada pelo efeito denominador do PIB (-12,3 p.p.), sendo atenuado parcialmente pelo efeito numerador (0,3 p.p.). Excluindo a parte da dívida pública que se encontra aplicada em ativos financeiros (depósitos das Administrações Públicas), a dívida pública situou-se em 116,8% do PIB no final de março de 2022, sendo 9,6 p.p. inferior ao observado no final do trimestre homólogo. Com efeito,

¹² A “dívida pública na ótica de Maastricht” é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito “dívida direta do Estado” nas seguintes dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo subsector Estado através do IGCP, enquanto a dívida de Maastricht inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector institucional das Administrações Públicas; ii) efeitos de consolidação — a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada entre subsectores das Administrações Públicas. Os passivos incluídos no conceito de dívida de Maastricht são registados pelo seu valor nominal. Note-se que a dívida a fornecedores não entra em nenhum destes dois conceitos de dívida. O Eurostat efetuou em agosto de 2019 uma alteração metodológica nas estatísticas da dívida pública. Incidiu sobre o tratamento a dar aos juros dos Certificados de Aforro (instrumento de dívida pública detido pelo sector institucional Famílias). O valor capitalizado dos juros passou então a integrar o *stock* de dívida pública de Maastricht, enquanto no passado os juros deste instrumento não eram contabilizados como dívida, mas sim como encargos da dívida. A título de exemplo, o *stock* nominal de dívida pública no final do ano de 2018 foi revisto em alta em 4258 M€. Mais detalhes em [Relatório UTAO n.º 14/2019, “Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019”](#).

o peso dos depósitos desceu de 12,5% do PIB no 1.º trimestre de 2021 para 10,2% do PIB no 1.º trimestre de 2022.

34. No final de maio de 2022, o stock nominal da dívida pública na ótica de Maastricht ascendeu a 280,4 mil M€, refletindo um aumento de 5,5 mil M€ face ao verificado no final do mês homólogo. Esta variação foi concretizada, essencialmente, através do aumento dos títulos de longo prazo (5,8 mil M€), o que contribuiu para o acréscimo da maturidade do stock de dívida pública. Em sentido contrário, observou-se uma redução dos títulos de curto prazo (1,8 mil M€).

35. Excluindo os ativos das AP aplicados em depósitos, a dívida de Maastricht foi de 254,7 mil M€ no final de maio de 2022 (Tabela 8), o que reflete um aumento homólogo de 392 M€ devido, essencialmente, ao contributo do défice orçamental. Com efeito, o valor total de ativos em depósitos das Administrações Públicas, os quais estão incluídos na definição de dívida pública na ótica de Maastricht, subiu 5,1 mil M€ em termos homólogos, de 20,6 mil M€ para 25,7 mil M€.

36. Relativamente aos passivos, o instrumento “títulos” apresenta o peso mais elevado na dívida de Maastricht, situando-se em 62,5% no final de maio de 2022, ficando 0,2 p.p. acima do peso no final do mês homólogo. O stock da dívida pública sob a forma de títulos situou-se em 175,1 mil M€, o que reflete uma subida homóloga de 4,0 mil M€ — composição da dívida, segunda a natureza do instrumento financeiro (Tabela 8). Quanto à dívida pública contraída sob a forma de empréstimos, esta correspondeu a 25,2% no final de maio de 2022, situando-se em 70,7 mil M€ (70,3 mil M€ no final do mês homólogo). Para esta subida contribuiu o valor dos empréstimos SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e PRR (Plano de Recuperação e Resiliência) obtidos junto de instituições da União Europeia, na sequência de medidas associadas à pandemia de COVID-19. O montante total obtido foi cerca de 5,9 mil M€ do SURE e 960 M€ do PRR.¹³ Adicionalmente, o instrumento “empréstimos” inclui ainda o financiamento obtido no âmbito do PAEF que permanece em dívida (cerca de 49,1 mil M€).¹⁴ Quanto à dívida pública no instrumento “numerário e depósitos”, o stock no final de maio de 2022 foi de 34,6 mil M€, refletindo uma variação homóloga de 1,1 mil M€.

Tabela 8 – Decomposição da dívida pública de Maastricht por instrumento
(milhões de euros e percentagem)

| | Dívida de Maastricht (1) = 2 + 3 + 4 | Numerário e depósitos (2) | Empréstimos (3) | Títulos (4) | Dívida de Maastricht líquida de depósitos das AP (5) | Numerário e depósitos (6) = (2) / (1) | Empréstimos (7) = (3) / (1) | Títulos (8) = (4) / (1) | Dívida de Maastricht (9) = [(1) / PIB] | Ativos das AP sob a forma de depósitos (10) = [(1) - (5)] / PIB] |
|----------|---|------------------------------|--------------------|----------------|---|--|--------------------------------|----------------------------|---|---|
| | em M€ | | | | em M€ | em % da dívida de Maastricht | | | em % do PIB | |
| dez-2014 | 230 059 | 18 976 | 99 606 | 111 476 | 208 826 | 8,2 | 43,3 | 48,5 | 132,9 | 12,3 |
| dez-2015 | 235 746 | 22 815 | 91 209 | 121 723 | 217 556 | 9,7 | 38,7 | 51,6 | 131,2 | 10,1 |
| dez-2016 | 245 245 | 26 832 | 85 647 | 132 766 | 222 795 | 10,9 | 34,9 | 54,1 | 131,5 | 12,0 |
| dez-2017 | 247 175 | 29 462 | 75 561 | 142 151 | 227 383 | 11,9 | 30,6 | 57,5 | 126,1 | 10,1 |
| dez-2018 | 249 260 | 30 798 | 69 134 | 149 328 | 232 675 | 12,4 | 27,7 | 59,9 | 121,5 | 8,1 |
| dez-2019 | 249 977 | 31 808 | 66 533 | 151 636 | 235 520 | 12,7 | 26,6 | 60,7 | 116,6 | 6,7 |
| dez-2020 | 270 481 | 33 062 | 68 174 | 169 244 | 246 620 | 12,2 | 25,2 | 62,6 | 135,2 | 11,9 |
| dez-2021 | 269 232 | 34 441 | 70 157 | 164 634 | 253 718 | 12,8 | 26,1 | 61,1 | 127,4 | 7,3 |
| mar-2022 | 275 995 | 34 291 | 70 591 | 171 113 | 253 846 | 12,4 | 25,6 | 62,0 | 127,0 | 10,2 |
| mai-2022 | 280 354 | 34 552 | 70 699 | 175 103 | 254 656 | 12,3 | 25,2 | 62,5 | - | - |

Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: A coluna 2 mostra o montante de dívida contraída sob a forma mais líquida. Os instrumentos mais representativos desta categoria são os Certificados do Tesouro e os Certificados de Aforro. A coluna 10 mostra a parcela da dívida bruta que está aplicada pelas AP em depósitos no sistema bancário. Portanto, a coluna 2 é um passivo e a coluna 10 um ativo das AP.

37. Por subsectores, o aumento homólogo da dívida pública de Maastricht no final de abril de 2022 foi determinado, essencialmente, pelo contributo da Administração Central.¹⁵ No final de abril de 2022, o stock da dívida bruta consolidada dentro da Administração Central na ótica de Maastricht situou-se em 288,6 mil M€ (Gráfico 11), o que corresponde a um aumento homólogo de 8,3 mil M€. Quanto ao conjunto Administração Regional e Local, o montante da dívida de Maastricht no final de abril de 2022 (11,5 mil M€) ficou acima do verificado no final do mês homólogo (10,7 mil M€). Tendo como referência um horizonte temporal mais alargado, observou-se uma redução da dívida de Maastricht no conjunto

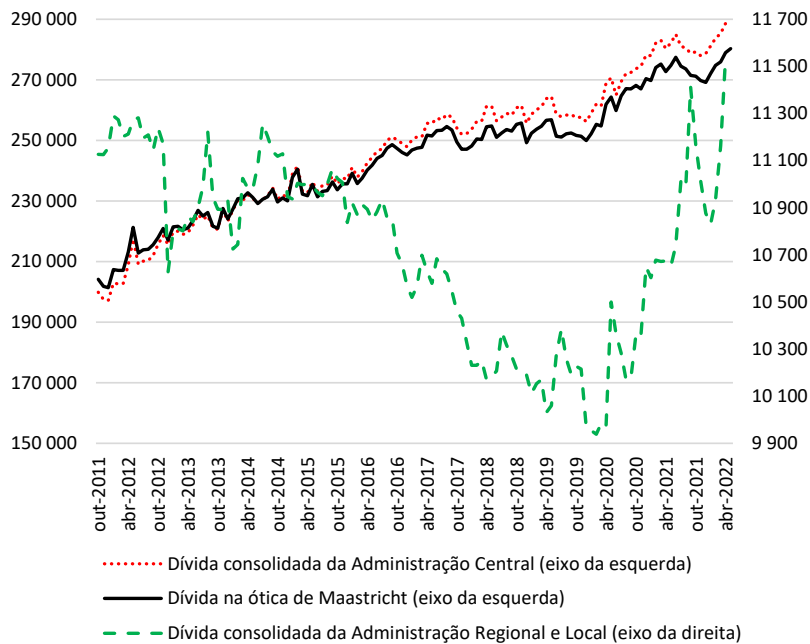
¹³ Durante 2022, os empréstimos obtidos no âmbito dos programas SURE e PRR foram de 518 M€ e 609 M€, respetivamente.

¹⁴ Durante 2022, o montante amortizado dos empréstimos do PAEF ascendeu a 500 M€, relativos ao Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira.

¹⁵ O presente parágrafo incide sobre a dívida por subsector e refere-se à definição de Maastricht, sendo que esta excluiu os créditos comerciais. Em seguida, a Secção 3.4 apresenta a decomposição subsectorial da dívida não financeira (créditos comerciais).

da Administração Regional e Local desde 2011 (Gráfico 11) até ao mínimo registado em fevereiro de 2020 (9,9 mil M€), mês imediatamente anterior ao início dos efeitos da pandemia COVID-19. Posteriormente, esta dívida subiu até ao máximo em abril de 2022 (11,5 mil M€). Além disso, é de referir que o fator de consolidação entre subsectores, que é objeto de eliminação no âmbito do apuramento da dívida pública de *Maastricht* das Administrações Públicas, subiu de 18,1 mil M€ no final de abril de 2021 para 21,2 mil M€ em abril último. Tipicamente, a Administração Central é credora em relação à Administração Local e à Administração Regional.

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

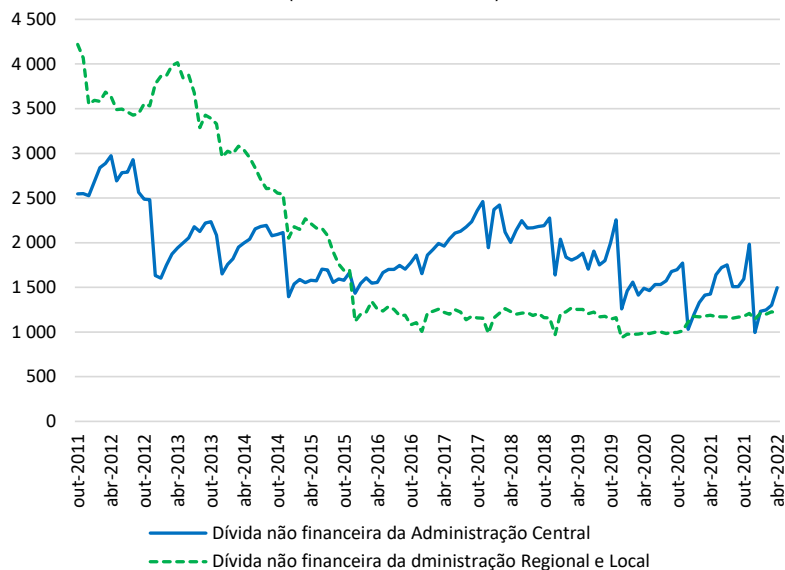


Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: (i) a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector. (ii) A última observação para a linha preta (verde e vermelha) é maio (abril) de 2022.

3.4 Dívida não financeira

38. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final de abril de 2022 ficou acima do verificado no final de abril de 2021. A presente secção recai sobre a categoria designada como "dívida comercial" que, resumidamente, agrega as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Na ótica das contas nacionais, o aumento do stock de passivos comerciais num determinado ano é registado no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. Por isso, para evitar dupla contagem, esta "dívida comercial" não é incluída na definição de *Maastricht* de dívida pública. Consequentemente, na transição do saldo orçamental em contabilidade nacional para a variação da dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores dão origem a um ajustamento défice-dívida. No final de abril de 2021, as Administrações Públicas apresentaram um montante de dívida comercial de 2711 M€ (Gráfico 12), o que corresponde a uma variação de 96 M€. A dívida comercial no final de abril de 2022 foi equivalente a 1,0% da dívida pública de *Maastricht*, idêntico ao observado no final do mês homólogo. Por subsectores, verificou-se uma subida homóloga (70 M€) deste stock na Administração Central para 1496 M€, bem como um acréscimo (26 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1215 M€ no final de abril de 2022).

Gráfico 12 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

39. A dívida pública, a dívida privada e a dívida externa são variáveis macroeconómicas que se influenciam mutuamente. A dívida externa de Portugal inclui a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais residentes contraíram junto do exterior. O sector institucional Administrações Públicas contraiu a maior parte da dívida externa de Portugal. Consequentemente, o elevado peso da dívida externa portuguesa no PIB representa, assim, um obstáculo ao financiamento da economia como um todo. A Caixa 3 explica os conceitos utilizados neste capítulo.

40. Os fluxos acumulados, ano após ano, na capacidade (ou necessidade) de financiamento, aferida pela soma da balança corrente com a balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução na Posição de Investimento Internacional (PII) de um país. Os detalhes encontram-se na Caixa 3. O stock da PII pode ser desagregado de diversas formas: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é obtido pela diferença entre ativos e passivos. No caso dos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se inserem os empréstimos entre o sector financeiro, os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e as obrigações soberanas. A dívida externa bruta da economia portuguesa encontra-se nos instrumentos de dívida e é obtida pela soma de passivos incluídos nas seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Assim, a dívida externa líquida é obtida através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

41. O peso da dívida externa líquida dentro da PII é elevado na economia portuguesa. A dívida externa é a principal componente da PII porque o financiamento externo de Portugal é obtido, essencialmente, através de instrumentos de dívida. Genericamente, a PII inclui instrumentos de dívida e capital. A composição entre instrumentos pode ser alterada ao longo de cada período pelas transações entre detentores destes instrumentos. No limite, pode acontecer um aumento (diminuição) do peso dos instrumentos de dívida na PII por contrapartida da diminuição (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PII.

42. Para um país que necessita de financiamento líquido, os instrumentos de capital são considerados mais benéficos do que os instrumentos de dívida, já que os de capital são pró-cíclicos com a atividade

económica, sendo que as perdas num contexto de recessão são partilhadas com os credores. Em termos gerais, os instrumentos de capital são as ações detidas pelos acionistas das empresas, enquanto os instrumentos de dívida são as obrigações emitidas pelas empresas, os empréstimos e depósitos entre instituições, bem como as obrigações do Tesouro e os bilhetes do Tesouro emitidos pelo Soberano. Os instrumentos de capital caracterizam-se, tipicamente, pela valorização (desvalorização) em períodos de expansão (recessão) económica, sendo os ganhos (as perdas) imputados ao acionista, uma vez que assume o risco no capital investido.¹⁶ Além disso, os instrumentos de capital que estão dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas do país, em contraste com a categoria “investimento de carteira” que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. Quanto aos instrumentos de dívida, estes têm de ser reembolsados independentemente do ciclo económico, pelo que as perdas de uma recessão ficam no lado do devedor (desde que este não seja insolvente). Adicionalmente, os instrumentos de dívida dentro da categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se pela maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento direto”.

43. A categoria funcional “investimento de carteira” inclui os títulos de dívida pública Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, sendo que o investidor tem maior facilidade em se desfazer dos títulos desta categoria funcional que tenham, entretanto, ficado mais arriscados, minimizando perdas em caso de incumprimento (*default*) do emitente. Adicionalmente, será também mais difícil a obtenção de novos financiamentos em conjunturas económicas adversas para os emitentes (*i.e.*, o financiamento da economia através do “investimento de carteira” é mais instável do que no caso do financiamento obtido na categoria funcional de “investimento direto”).

4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

44. A presente secção utiliza como fonte de informação estatística os dados divulgados pelo INE em 24 de junho de 2022 no âmbito das contas nacionais trimestrais por sector institucional. Os dados divulgados encontram-se na ótica das contas nacionais. É de referir que esta informação estatística pode apresentar diferenças quando comparada com a publicação do Banco de Portugal no âmbito das balanças corrente e de capital, as quais encontram-se medidas na ótica da balança de pagamentos.¹⁷

45. No ano terminado no 1.º trimestre de 2022 a economia portuguesa apresentou uma necessidade de financiamento de 0,4% do PIB, sendo o pior registo desde 2013. O sector institucional das Administrações Públicas apresentou uma necessidade de financiamento (- 1,5% do PIB) nestes quatro trimestres, enquanto o sector privado evidenciou uma capacidade de financiamento (1,1%). O saldo orçamental negativo das Administrações Públicas representa uma necessidade de financiamento (ou capacidade de financiamento se o saldo orçamental for positivo), o que tem efeitos nos recursos gerados pela economia nacional. No ano terminado no 1.º trimestre de 2022, Portugal evidenciou uma necessidade de financiamento de 930 M€, desagregando-se entre a necessidade de financiamento (3,3 mil M€) no sector institucional das Administrações Públicas e a capacidade de financiamento (2,4 mil M€) no sector privado (Gráfico 13). Tendo por referência o ano terminado no 1.º trimestre de 2021, registou-se uma deterioração do indicador de financiamento da economia nacional como um todo, mas uma evolução diferente entre os contributos dos sectores público e privado. Nesta análise considera-se que o sector privado corresponde aos sectores institucionais Famílias, Sociedades Financeiras e Sociedades Não Financeiras.

46. Quanto à decomposição institucional do sector privado, os sectores institucionais Sociedades Financeiras e Famílias apresentam capacidade de financiamento. Em sentido contrário, o sector institucional Sociedades Não Financeiras registou uma necessidade de financiamento. O sector institucional

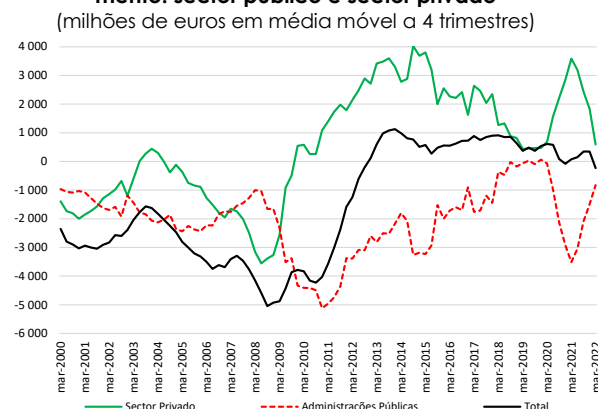
¹⁶ Esta afirmação deve ser lida com cautela, pois o universo dos instrumentos de capital é heterogéneo e há fatores de valorização ou depreciação específicos de alguns sectores de atividade com capacidade de se valorizarem em sentido contracíclico. Por exemplo, há segmentos de atividade económica que prosperaram durante a pandemia (indústrias dos equipamentos de proteção individual, das entregas ao domicílio e parte do segmento ligado à produção de vacinas), com reflexos na valorização das suas ações.

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

Famílias evidenciou no ano terminado no 1.º trimestre de 2022 capacidade de financiamento (Gráfico 14) no valor de 5,1 mil M€, o que reflete uma descida homóloga de 9,6 mil M€. Relativamente às Sociedades Não Financeiras, este sector institucional apresentou uma necessidade de financiamento nestes quatro trimestres no valor de 6,0 mil M€, o que corresponde a uma deterioração 837 M€. Quanto à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta ascendeu a 3,3 mil M€ no ano terminado no 1.º trimestre de 2022, representando uma deterioração homóloga de 1,5 mil M€.

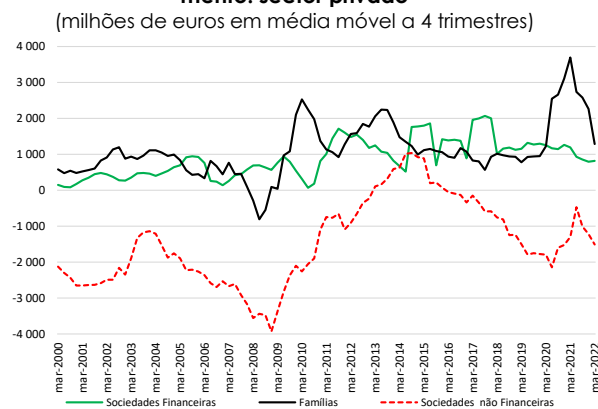
47. O saldo da balança de capital em 2021 beneficiou do reembolso das margens pré-pagas relativas a um empréstimo obtido por Portugal no âmbito do PAEF no montante de 1114 M€. Este valor foi pago por Portugal em junho de 2011 ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF) no âmbito de um empréstimo do PAEF. O montante de 1114 M€ reflete a margem pré-paga (828 M€) e os juros associados à respetiva rentabilidade (287 M€).

Gráfico 13 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado



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

Gráfico 14 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado



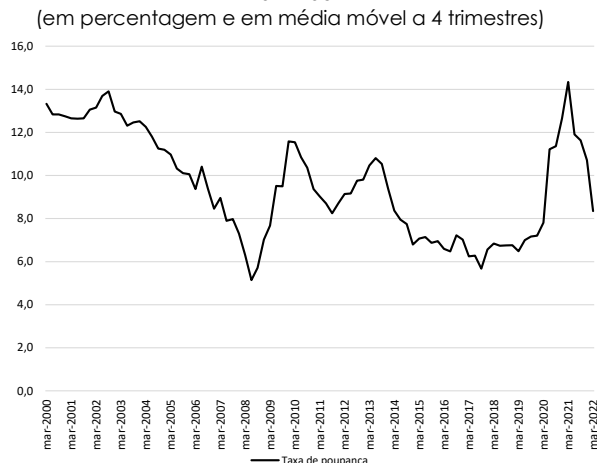
Fontes: INE e cálculos da UTAO. | Nota: valor positivo (negativo) traduz capacidade (necessidade).

48. A taxa de poupança do sector institucional Famílias, aferida pelo rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível, ficou em 8,3% no ano terminado no 1.º trimestre de 2022, o que é uma redução face às taxas observadas durante o pico da pandemia COVID-19, mas um acréscimo face à taxa observada no ano 2019. A taxa de poupança das famílias portuguesas (Gráfico 15) apresentava níveis baixos durante os anos imediatamente anteriores ao surgimento da pandemia COVID-19, média de 6,7% no período 2015–2019. Contudo, registou-se uma alteração significativa no comportamento do sector institucional Famílias com o surgimento da pandemia, o que permitiu atingir um máximo na taxa de poupança no ano terminado no 1.º trimestre de 2021 (14,3%), determinado pela queda do consumo nominal em 8,0%, em combinação com uma variação de – 1,2% no rendimento disponível. Entretanto, a taxa de poupança desceu para 8,3% no final do 1.º trimestre de 2022.¹⁸ No Gráfico 15 encontra-se evidência de que a taxa de poupança das Famílias tende a subir em períodos de crise económica — repare-se nas evoluções verificadas em 2002–2003, 2009–2010, 2012–2013 e recentemente, em 2020–2021.

49. O PIB nominal de Portugal tem sido sistematicamente superior ao rendimento nacional bruto, o que é determinado pelo saldo negativo da balança de rendimentos primários entre Portugal e os agentes económicos não residentes (resto do mundo). Este saldo negativo é a consequência do facto da PII de Portugal ser significativamente negativa ao longo dos anos. No ano terminado no 1.º trimestre de 2022, o saldo da balança de rendimentos primários situou-se em – 1,1% do PIB. A diferença entre o PIB nominal e o rendimento nacional bruto corresponde ao saldo da balança de rendimentos primários. Genericamente, os rendimentos primários correspondem à remuneração dos fatores produtivos, trabalho, terra e capital, pelo que incluem salários, rendas, juros e lucros. Importa destacar que os fluxos de rendimentos pagos ao exterior incluem os juros da dívida externa portuguesa pública e privada, os quais têm beneficiado do contexto internacional de baixo nível das taxas de juros ao longo dos últimos anos (Gráfico 16).

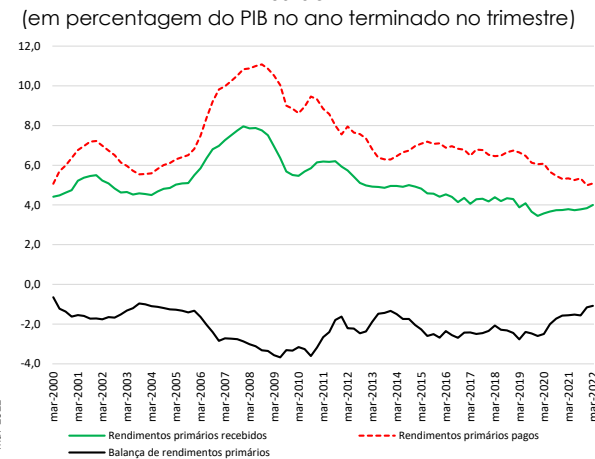
¹⁸ É de salientar que os níveis mais elevados da taxa de poupança do sector institucional Famílias observados durante o pico da pandemia COVID-19 refletiram uma heterogeneidade entre agregados familiares: uma parte das famílias manteve os rendimentos do trabalho e de outras fontes de rendimento, enquanto outras famílias enfrentaram descida dos rendimentos.

Gráfico 15 – Taxa de poupança do sector institucional Famílias



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

Gráfico 16 – Rendimentos primários recebidos, pagos e saldo



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (stock)

50. Os dados estatísticos sobre a PII e a dívida externa são divulgados trimestralmente pelo Banco de Portugal nos meses de fevereiro, maio, agosto e novembro relativamente ao final do trimestre anterior. O numerador PIB nominal é apurado e divulgado pelo INE. No entanto, para o 1.º trimestre de 2022 foi utilizado neste relatório o PIB nominal divulgado em 24/06/2022 para o cálculo dos rácios da dívida externa e da PII em percentagem do PIB.

51. Entre o final do 1.º trimestre de 2021 e o final do 1.º trimestre de 2022, observou-se uma redução da dívida externa em valor nominal, o que se refletiu na melhoria da PII no período em análise. Em percentagem do PIB, a evolução foi favorável quer devido ao efeito numerador (diminuição do valor nominal da dívida externa), quer devido ao efeito denominador (aumento do PIB nominal). A dívida externa líquida é a principal componente da PII no caso da economia portuguesa, sendo que os instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.¹⁹ O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB desceu de 88,1% no final do 1.º trimestre de 2021 para 77,9% no final do 1.º trimestre de 2022 (Gráfico 17). Esta evolução foi determinada pela descida da dívida externa do sector institucional Administrações Públicas em 13,4 p.p. do PIB, descendo para 57,4% do PIB no final do 1.º trimestre de 2022.²⁰ Relativamente aos restantes sectores institucionais, estes aumentaram a sua exposição face aos credores não residentes.²¹ O rácio ascendeu a 20,5% do PIB nominal no final do 1.º trimestre de 2022. Em valor nominal, o montante líquido da dívida externa de Portugal passou de 174,5 mil M€ para 169,3 mil M€ entre o final do 1.º trimestre de 2021 e o do 1.º trimestre de 2022. A queda da dívida externa das Administrações Públicas (de 140,9 mil M€ para 124,8 mil M€) foi compensada em parte pelo aumento nos restantes sectores institucionais (de 34,1 mil M€ para 44,5 mil M€).

52. Consequentemente, registou-se um aumento da PII em valor nominal e em percentagem do PIB, embora permanecendo fortemente negativa, passando de – 105,0% do PIB no final do 1.º trimestre de 2021 para – 92,8% do PIB no final do 1.º trimestre de 2022.²² O sector das Administrações Públicas, que

¹⁹ A PII é desagregada pelas seguintes categorias funcionais: “investimento de carteira”, “investimento direto”, “outro investimento”, “ativos de reserva” e “derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados”.

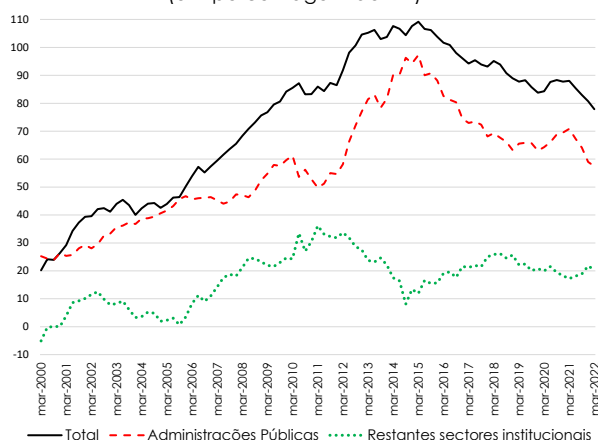
²⁰ No entanto, é de salientar que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que, por sua vez, é direcionado para o financiamento do sector institucional das Administrações Públicas.

²¹ É de referir que no âmbito da execução da política monetária, o Banco de Portugal compra títulos de dívida pública portuguesa ao abrigo dos programas APP e PEPP. Os títulos de dívida pública podem ser adquiridos pelo Banco de Portugal a residentes e a não residentes. Posteriormente, os títulos detidos pelo Banco de Portugal são considerados dívida pública detida por residentes (Gráfico 17 e Gráfico 18).

²² É de referir que os valores da PII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado. Contudo, na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

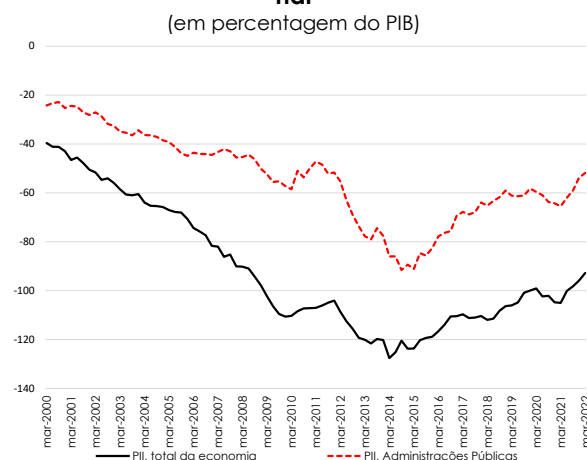
apresenta a posição negativa mais significativa (Gráfico 18), aumentou o valor nominal de – 129,8 mil M€ para – 112,7 mil M€. Contudo, esta evolução foi parcialmente compensada pela queda nos restantes sectores institucionais (de – 78,3 M€ para – 89,0 mil M€). No seu conjunto, a PII de Portugal permanece, em percentagem do PIB, em níveis próximos dos observados antes da crise financeira de 2008.

Gráfico 17 – Dívida externa líquida
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Gráfico 18 – Posição de investimento internacional
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

É de salientar que o peso destes fluxos, que se foram acumulando ao longo dos anos passados, condicionam o presente e o futuro. Estes fluxos do passado contribuíram para o apuramento da Posição de Investimento Internacional (PII) no momento presente. A PII mede a posição patrimonial da economia nacional face ao resto do mundo. Por outras palavras, o seu valor a 31 de dezembro do ano t resulta, fundamentalmente, da acumulação histórica de ativos e passivos sobre o exterior, secundariamente, de variações nos valores daqueles stocks determinadas por alterações cambiais e nos preços dos ativos e passivos, e marginalmente, de outros ajustamentos (erros e omissões). Aritmeticamente,

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

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

A dívida externa bruta da economia portuguesa é dada pela soma de passivos incluídos nas seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento.

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



UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

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

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