

6421454367744958005734787462354327290498547563443573
6354542576125423467876590867634865445787682357458974
3573635454257612542346787659086763486544578768235745
3974370398356378356458005734787462354327290498547563
4435736354542576125423467876590867634865445787682357
4589743703983563783564214543677449580057347874623543
498547541 **Gestão da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública** 75
0867634865445787682357458974370398356378356421454367
7449580078765908676348654457876823574589743703983563
7835642145436774495800573478746235432729049854756344
357363545425761254234378356378341 **Relatório Anual 2024** 88
7458974370398356378356421454367744958005734787462354
3272904985475634435736354542576125423467876590867634
8654457876823574589743703983563783564214543677449580
0573478746235432729049854756344357363545425761254234
6787659086763486544578768235745897437039835637835642
1454367744958005734787462354327290498547563443573635
4542576125423467876590867634865445787682357458974370
3983563783564214543677449580057347874623543272904985
4756344357363545425761254234678765908676348654457876
8235745897437039835637835642145436774495800573478746
2354327290498547563443573635454257612542348654457876
8235745897437039835637835642145436774495800573478746
2354327290498547563443573635454257612535432729049854
7563443573633543272904985475634435736363486544578768
2357458974370398356378356421454363574589743703983535
7458974370398353574589743703983535745897437039836421
4543677449580057347874623543272904985475634435736354
5425761254234678765908676348654457876823574589743703
9835637835642145436774495800787659086763486544578768
2357458974370398356378356421454367744958005734787462
3543272904929049854756344357363545425761254235454257

ÍNDICE

Apresentação	6
Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2024	8
Principais Destaques	9
1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS	13
1.1. Contexto Macroeconómico Internacional	13
1.2. Economia Portuguesa	15
1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros	17
2. Financiamento do Estado	20
2.1. Estratégia de Financiamento	20
Caixa 1 Nova emissão a trinta anos	25
Caixa 2 Financiamento obtido através de empréstimos oficiais	27
2.2. Mercado Secundário	28
Caixa 3 Evolução recente do <i>rating</i> de Portugal, entrada no <i>FTSE World Government Bond Index</i> e acesso a novos investidores	31
3. Ativos e Passivos do Estado	34
3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos	34
3.2. Tesouraria do Estado	36
4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco	41
4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado	41
4.2. Carteira de derivados das EPR	41
4.3. Gestão da Tesouraria	42
4.4. Indicadores de Custo	44
4.5. Indicadores de Risco	44
Anexos	48
A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2024	48
A2. Composição do Financiamento em 2024	50
A3. Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa	53
A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT	54
A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado	55
A6. Custo da Dívida Direta do Estado	56

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial	14
Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional	14
Gráfico 3 - Crescimento económico, Portugal	16
Gráfico 4 -Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu	16
Gráfico 5 - Dívida de Maastricht, Portugal.....	17
Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal	17
Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo	19
Gráfico 8 - Taxas de câmbio	19
Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação	23
Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade	23
Gráfico 11 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário (%)	23
Gráfico 12 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2024: Novo Benchmark a trinta anos	26
Gráfico 13 – Curvas de rendimentos de Portugal e da União Europeia.....	27
Gráfico 14 – Evolução da curva de OT	29
Gráfico 15 – Taxas das OT a 2, 5, 10, 30 anos	29
Gráfico 16 – Diferencial vs. Alemanha (10 anos) (p.b.).....	30
Gráfico 17 – Intervalo Bid-offer	30
Gráfico 18 – Negociação de OT em mercado secundário	30
Gráfico 19 – Negociação de BT em mercado secundário	30
Gráfico 20 – Evolução da notação financeira da dívida pública portuguesa	32
Gráfico 21 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais) (%)	36
Gráfico 22 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE	40
Gráfico 23 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado	43
Gráfico 24 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2024	46
Gráfico 25 – Perfil de refixing no final de 2024	46
Gráfico 26 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2024: Novo <i>Benchmark</i> a 10 anos	54

Índice de Quadros

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2024	21
Quadro 2 – Resumo da emissão	25
Quadro 3 – Contas de Disponibilidades	37
Quadro 4 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas	38
Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados	41
Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR	42
Quadro 7 – Estimativa do custo da posição de tesouraria	43
Quadro 8 – Indicadores de custo em fim de ano (milhões de euros)	44
Quadro 9 – Indicadores de risco em fim de ano (milhões de euros)	47
Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública	48
Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria	49
Quadro 12 – Composição do financiamento	50
Quadro 13 – Emissão de OT via sindicato	50
Quadro 14 – Emissão de OT via leilão	51
Quadro 15 – Ofertas de troca de OT	51
Quadro 16 – Leilões de BT	52
Quadro 17 – CEDIC/CEDIM	52
Quadro 18 – OEVT com melhor desempenho em 2024	53
Quadro 19 – EBT com melhor desempenho em 2024	53
Quadro 20 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	55
Quadro 21 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	56
Quadro 22 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	56
Quadro 23 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	57

Siglas e Abreviaturas

AE	Área do Euro
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
BT	Bilhetes do Tesouro
CA	Certificados de Aforro
CGE	Conta Geral do Estado
CCIRS	<i>Cross Currency Interest Rate Swap</i>
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida Pública
CEDIM	Certificados Especiais de Dívida de Médio e Longo Prazo
CNY	<i>Chinese Yuan</i> (Yuan Chinês)
CSA	<i>Credit Support Annex</i>
CT	Certificados do Tesouro
CTPC	Certificados do Tesouro Poupança Crescimento
CTPV	Certificados do Tesouro Poupança Valor
CTT	Correios de Portugal
DUC	Documento Único de Cobrança
EBT	Especialista em Bilhetes do Tesouro
EPR	Empresas Públicas Reclasseificadas
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FEEF	Fundo Europeu de Estabilidade Financeira
Fed	Reserva Federal norte-americana
FMI	Fundo Monetário Internacional
FRDP	Fundo de Regularização da Dívida Pública
GBP	<i>Great British Pound</i> (Libra esterlina)
GMRA	<i>Global Master Repurchase Agreements</i>
IB	Sistema <i>Internet Banking</i> do IGCP
IC	Instituições de Crédito
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E.P.E.
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRN	Instituto dos Registos e Notariado
IRS	<i>Interest rate swap</i>
LOE	Lei do Orçamento do Estado
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
MLP	Médio e Longo Prazo
MTN	<i>Medium Term Notes</i>
NPL	<i>Non-performing Loans</i>
OE	Orçamento do Estado
OEVT	Operadores Especializados em Valores do Tesouro
OMP	Operadores do Mercado Primário
ONSUTE	Organismos Não Sujeitos à Unidade da Tesouraria do Estado
OT	Obrigações do Tesouro
OTC	<i>Over-the-Counter</i>
OTRV	Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
p.b.	pontos base
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>
PIB	Produto Interno Bruto
p.p.	pontos percentuais
PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i>
RCE	Rede de Cobranças do Estado
Repos	Reportes (Acordos de Recompra)
ROE	<i>Return on Equity</i>
RTE	Regime da Tesouraria do Estado
SEE	Setor Empresarial do Estado
SI	Serviços Integrados
SFA	Serviços e Fundos Autónomos
SURE	<i>European instrument for temporary support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency</i>
TPA	Terminal de Pagamento Automático
tvh	taxa de variação homóloga
UE	União Europeia
USD	<i>United States Dollar</i> (Dólar norte-americano)
UTE	Unidade da Tesouraria do Estado
WGBI	<i>FTSE World Government Bond Index</i>

Apresentação

Após os choques dos últimos anos, em 2024, a economia global demonstrou alguma solidez, registando taxas de crescimento estáveis, apesar de baixas em termos históricos.

Em 2024, a economia global terá crescido 3,3%, de acordo com os dados do Fundo Monetário Internacional (FMI). Entre as principais economias avançadas, o crescimento sólido dos EUA contrastou com a área euro (AE) que, apesar da aceleração, não foi além de um crescimento de 0,9%.

O processo de convergência da inflação para os objetivos dos bancos centrais, conduziu à inversão do pendor restritivo da política monetária global a partir da segunda metade do ano.

O reordenamento das prioridades políticas, no final de 2024, em particular após o resultado das eleições norte-americanas, parece ter dado início a um novo paradigma que permanece muito incerto e que pode afetar, de forma determinante, o comércio internacional e as bases do crescimento da economia global.

A economia portuguesa, apesar da desaceleração, voltou a crescer acima da média da área do euro.

A economia portuguesa voltou a destacar-se das demais economias europeias, ao crescer 1,9% em 2024, o que representa um ritmo mais elevado que a área do euro que, em média, cresceu 0,9%. O desempenho favorável da economia portuguesa beneficiou do crescimento da procura interna, em particular do consumo privado, enquanto a procura externa líquida teve um contributo negativo, contrariamente ao observado nos anos anteriores, determinado pela desaceleração das exportações.

Ao nível das finanças públicas, Portugal voltou a registar um excedente orçamental, que se cifrou em 0,7% do Produto Interno Bruto (PIB), o que corresponde a um decréscimo de 0,5 p.p. face a 2023. O desempenho orçamental permitiu uma redução adicional da dívida pública, que terminou o ano ligeiramente abaixo dos 95% do PIB.

A melhoria das condições económicas e financeiras continua a ser reconhecida pelas principais agências de notação financeira, que agora avaliam Portugal em nível equivalente ou superior a “A-”, permitindo a reintegração da dívida soberana portuguesa no *FTSE World Government Bond Index (WGBI)*.

Neste enquadramento, os prémios de risco da dívida soberana portuguesa face à Alemanha reduziram-se, convergindo para níveis equivalentes aos observados para o conjunto de países com *rating* nível “AA”, habitualmente designado por *semi-core*.

Em 2024, o Banco Central Europeu (BCE) terminou o reinvestimento total dos pagamentos de capital vincendos dos títulos detidos no âmbito do *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), à semelhança do que já tinha acontecido para o *Asset Purchase Programme* (APP). Perante a redução das compras por parte do BCE, a oferta de dívida pública portuguesa foi absorvida pelos investidores privados.

A estratégia de financiamento definida para 2024 foi realizada com a emissão de dois novos *benchmarks*, com prazos de dez e trinta anos, e a reabertura de diferentes linhas de Obrigações do Tesouro (OT) através de leilão, com o objetivo de providenciar liquidez ao longo da curva, o que resultou num volume total de emissões brutas de OT de 15,3 mil milhões de euros (líquidas de trocas). Por sua vez, as emissões líquidas de Bilhetes do Tesouro (BT) ascenderam a cerca de 5,7 mil milhões de euros. A estas emissões juntou-se o recebimento de uma nova tranche (a quinta) dos fundos do Programa de Recuperação e Resiliência (PRR), que na componente de empréstimos ascendeu a 1,3 mil milhões de

euros. Estes instrumentos permitiram assegurar a cobertura das necessidades brutas de financiamento do Estado que ascenderam a cerca de 19,6 mil milhões de euros.

Adicionalmente, foram realizadas operações de recompra e uma operação de troca de OT com maturidades mais curtas por OT com maturidades mais longas, que permitiram diminuir as amortizações nos próximos anos (até 2027) em cerca de 2,1 mil milhões de euros.

Devido ao aumento da concentração das emissões em títulos com maturidade residual superior a nove anos, a maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2024 subiu face aos anos anteriores e situou-se em 16,5 anos (o valor mais elevado dos últimos anos), o que permitiu manter a maturidade média do saldo vivo da dívida estável em 7,2 anos. Neste contexto, apesar do aumento da maturidade média da dívida emitida e da subida das taxas de juro na primeira metade do ano, o incremento da taxa de juro implícita da dívida foi limitado (de 2,2% para 2,3%).

Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2024

OT – Obrigações do Tesouro

OEVT – Operadores Especializados em Valores do Tesouro	OMP – Operadores de Mercado Primário
Banco Santander, S.A. Bank of America Securities Europa SA Barclays Bank Ireland PLC BBVA BNP Paribas Caixa Banco de Investimento, S.A. Citibank Europe plc Crédit Agricole CIB Deutsche Bank, AG Goldman Sachs Bank Europe SE HSBC Continental Europe Jefferies GmbH J.P. Morgan AG Morgan Stanley Europe SE Nomura Financial Products Europe GmbH Novo Banco, S.A.	Bankinter, S.A. CaixaBank, S.A. Millennium bcp

BT – Bilhetes do Tesouro

EBT – Especialistas em Bilhetes do Tesouro
Banco Santander, S.A. Bank of America Securities Europa SA Bankinter, S.A. Barclays Bank Ireland PLC BBVA BNP Paribas CaixaBank, S.A. Caixa Geral de Depósitos, S.A. Citibank Europe plc Crédit Agricole CIB Deutsche Bank, AG Goldman Sachs Bank Europe SE HSBC Continental Europe Jefferies GmbH J.P. Morgan AG Millennium bcp Morgan Stanley Europe SE Nomura Financial Products Europe GmbH Novo Banco, S.A.

Principais Destaques

Em 2024, as necessidades líquidas de financiamento do Estado atingiram 9,8 mil milhões de euros, repartindo-se entre um défice orçamental em torno de 5,7 mil milhões de euros e outras necessidades de 4,1 mil milhões de euros. O acréscimo de 6,3 mil milhões de euros face a 2023 decorreu sobretudo do aumento do défice (5,5 mil milhões de euros), mas também, em menor dimensão, do acréscimo da despesa líquida com aquisição de ativos financeiros em 0,9 mil milhões de euros.

Necessidades e fontes de financiamento em 2024 (milhões de euros)	
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	19 634
Défice orçamental do Estado	5 656
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exc. privatizações)	4 116
Amortizações OT (incl. efeito líquido de operações de troca)	7 433
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	0
Outras amortizações de dívida MLP	2 429
FONTES DE FINANCIAMENTO	19 634
Utilização de depósitos (excl. contas margem)	-632
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1 271
Emissões OT e MTN	15 287
Emissões OTRV	0
Outras emissões de dívida MLP	805
Emissões líquidas BT (excl. títulos detidos pelo FRDP)	5 689
Emissões líquidas CA/CT	-605
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl. contas-margem)	-2 182
Saldo de depósitos no final do ano (excl. contas-margem e outras aplicações)	6 305
Saldo de contas-margem no final do ano e outras aplicações	0
Saldo total de depósitos no final do ano	6 305

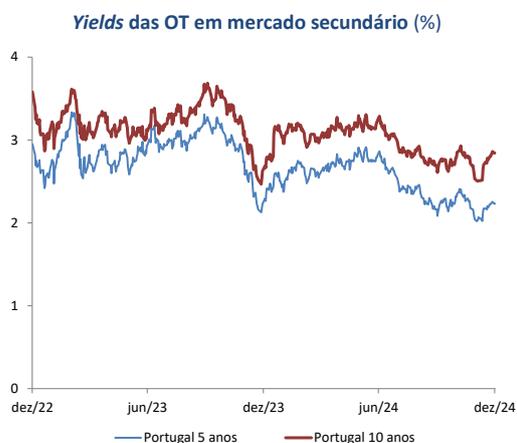
À semelhança dos anos anteriores, em 2024, o financiamento foi maioritariamente garantido por emissões de OT, com um valor de encaixe de 15,3 mil milhões de euros. As emissões líquidas de BT contribuíram para o financiamento do ano, num valor de cerca de 5,7 mil milhões de euros. Adicionalmente, Portugal recebeu empréstimos da UE no montante de 1,3 mil milhões de euros, destacando-se o empréstimo respeitante à quinta tranche do PRR. Em sentido contrário, as emissões dos instrumentos de dívida de retalho (Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro) registaram emissões líquidas negativas em torno de 0,6 mil milhões de euros.

Operações de financiamento em mercado em 2024			
	Valor nominal (milhões de euros)	Maturidade residual (anos)	Taxa média de emissão (%)
EMISSIONES SINDICADAS DE OT			
OT 2,875% out 2034	4 000	11	3,00%
OT 3,625% jun 2054	3 000	31	3,68%
LEILÕES DE OT			
OT 2,125% out 2028	345	5	2,47%
OT 1,95% jun 2029	589	6	2,66%
OT 0,3% out 2031	485	8	2,65%
OT 2,25% abr 2034	641	11	2,94%
OT 2,875% out 2034	2 156	11	3,03%
OT 3,5% jun 2038	961	15	3,27%
OT 1,15% abr 2042	1 191	19	3,38%
OT 4,1% fev 2045	1 752	22	3,43%
OT 1% abr 2052	679	29	3,57%
OPERAÇÕES DE TROCA DE OT			
OT 3,5% jun 2038	500	15	3,07%
OT 1,15% abr 2042	170	19	3,20%
OT 1% abr 2052	255	29	3,34%
Colocação Privada			
OT 2,875% out 2034	203	11	3,15%
EMISSIONES DE OUTROS TÍTULOS DE MÉDIO E LONGO PRAZO			
LEILÕES DE BT (emissões brutas, excl. FRDP)			
3 meses	1 666	0,25	3,70%
6 meses	2 318	0,50	3,61%
11 meses	3 490	0,75	3,23%
12 meses	4 802	1,00	3,16%

Durante o ano de 2024, as tensões geopolíticas continuaram a condicionar o enquadramento económico e financeiro global, contribuindo para a manutenção de níveis elevados de incerteza e pressões do lado da despesa, nomeadamente, no que respeita aos gastos com defesa. Neste contexto, a economia global, apesar de ter mantido níveis de crescimento que denotaram alguma solidez, continuou a registar taxas de crescimento inferiores à média histórica. A expansão da atividade económica beneficiou, sobretudo, da redução das pressões inflacionistas, que permitiu que os principais bancos centrais iniciassem, a partir da segunda metade do ano, um processo de redução das suas taxas de juro de referência. Em particular, a taxa de facilidade de depósito do BCE diminuiu de 4% para 3%, em 2024.

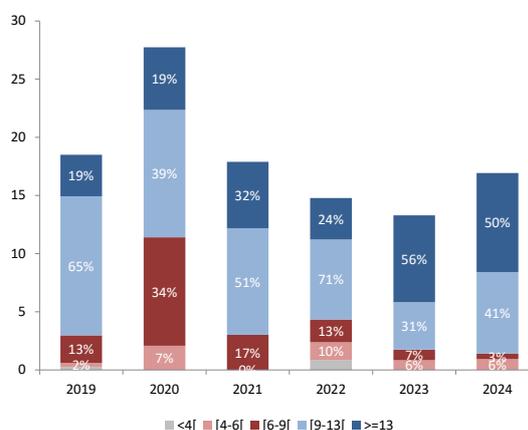
Simultaneamente, as *yields* da dívida pública portuguesa apresentaram alguma volatilidade durante 2024, terminando o ano com

comportamentos diferenciados face ao final de 2023, que se traduziram num aumento da inclinação da curva. Nos prazos mais curtos, observaram-se descidas, com a *yield* a dois anos a recuar para 2,10%, face aos 2,41% registados no final do ano anterior, enquanto nos prazos mais longos, registaram-se aumentos moderados. A *yield* a dez anos subiu de 2,63% para 2,84% e a trinta anos de 3,30% para 3,43%. Durante a primeira metade do ano, as *yields* da dívida pública portuguesa registaram uma tendência de ligeira subida, refletindo o enquadramento ainda restritivo da política monetária. Na sequência do início do ciclo de cortes das taxas de juro de referência por parte do BCE no final de junho, esta tendência foi invertida. Contudo, a partir de meados de outubro, a incerteza do processo eleitoral nos EUA determinou uma maior volatilidade nos mercados de dívida, que se dissipou após as eleições, contribuindo para que as *yields* da dívida pública portuguesa registassem, no início de dezembro, os mínimos do ano. No último mês do ano, voltou a verificar-se um aumento, em resposta à instabilidade política nas maiores economias europeias, com as *yields* da parte mais longa da curva a terminarem o ano em valores ligeiramente acima dos registados no final do ano anterior. O prémio de risco registou um estreitamento, em particular na segunda metade do ano, com o diferencial no prazo de referência dos dez anos a situar-se nos 48 p.b. no final do ano (menos 14 p.b. que no início do ano).

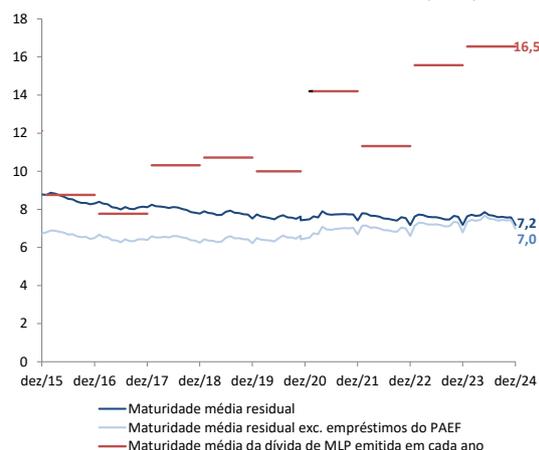


Devido ao aumento da concentração das emissões em títulos com maturidade residual superior a nove anos (92% do total emitido que compara com uma parcela de 87% em 2023), a maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2024 aumentou face aos anos anteriores e atingiu um valor máximo dos últimos anos, situando-se em 16,5 anos (ultrapassando os 15,6 anos de média em 2023, que também já representavam um valor máximo). O aumento da maturidade emitida permitiu manter a maturidade média do *stock* da dívida estável nos 7,2 anos.

Emissões de dívida de MLP por maturidade
(mil milhões de euros)



Maturidade da dívida direta do Estado (anos)



Neste contexto, apesar do aumento da maturidade média da dívida emitida e da subida das *yields* na primeira metade do ano (período em que se concentrou a maior parte do financiamento), o custo da dívida de médio e

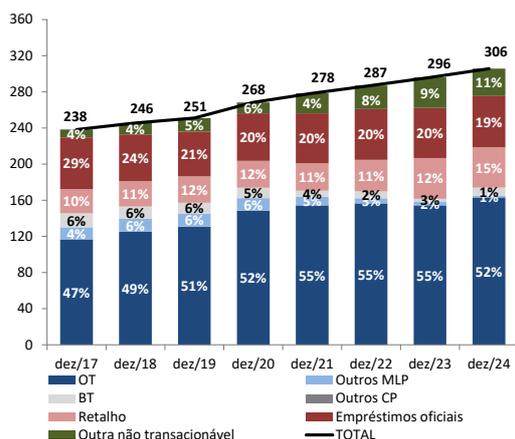
longo prazo (MLP) emitida em 2024 situou-se ligeiramente abaixo do registado no ano anterior, fixando-se nos 3,4%. Esta evolução traduziu-se num ligeiro aumento da taxa de juro implícita da dívida, que ascendeu a 2,3%, comparativamente com os 2,2% observados no ano anterior.

Custo da dívida direta do Estado (%)



A dívida direta do Estado aumentou 9,7 mil milhões de euros em 2024, atingindo 306 mil milhões de euros no final do ano (um acréscimo de 3,3% face a 2023, ligeiramente superior ao registado em 2023 e 2022, anos em que o incremento tinha sido de 3,1%).

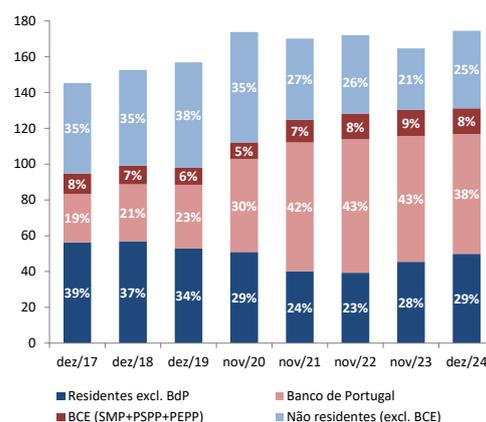
Dívida direta do Estado por instrumento (mil milhões de euros)



Em 2024, o BCE prosseguiu com a diminuição da carteira de ativos detidos no âmbito do APP a um ritmo moderado e previsível. Relativamente ao programa PEPP, durante o primeiro semestre foi mantido o reinvestimento total dos pagamentos de capital vincendos, tendo este reinvestimento

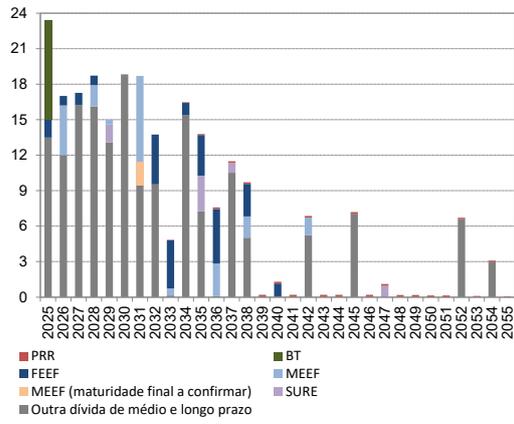
sido apenas parcial na segunda metade do ano, com uma redução média mensal da carteira de 7,5 mil milhões de euros. No que concerne aos detentores de títulos de dívida emitidos pelo Estado, a redução do grau de intervenção do BCE traduziu-se numa diminuição do montante detido pelo Eurosistema que, em termos relativos, passou de 51% para 47%.

Detentores de títulos de dívida direta do Estado (mil milhões de euros)



O alisamento do perfil de reembolsos mantém-se como objetivo orientador na gestão da dívida pública portuguesa, atento o seu contributo para a redução do risco de refinanciamento. Com o objetivo de reduzir o risco de refinanciamento de curto prazo da República e suavizar o perfil de amortizações de dívida, em 2024 continuaram a ser executadas operações de recompra e troca de OT com maturidades curtas por outras com maturidades mais longas. Neste contexto, a República executou um leilão de troca, tendo recomprado um valor nominal agregado de 0,9 mil milhões de euros de OT com amortização entre 2026 e abril de 2027 contra uma emissão de OT de maturidade mais longa, bem como operações de recompra bilateral de títulos com maturidade em 2025 no montante total de 1,2 mil milhões de euros.

**Calendário de amortizações de dívida de médio e longo
 prazo (mil milhões de euros)**



1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

O FMI, no relatório de perspetivas económicas divulgado em abril de 2025, estima que o crescimento do PIB global em 2024 tenha abrandado ligeiramente, de 3,5% para 3,3%, o que corresponde a um ritmo de crescimento abaixo da média histórica pré-pandemia (2000-2019) de 3,7%.

Este desempenho reflete, no entanto, comportamentos divergentes entre os principais blocos económicos, com as economias avançadas a registarem uma ligeira aceleração, de 1,7% em 2023 para 1,8% em 2024, enquanto as economias emergentes seguiram uma trajetória oposta, passando de um crescimento de 4,7% em 2023 para 4,3% em 2024.

De entre as economias avançadas, a área do euro, apesar da aceleração da atividade de 0,4% em 2023 para 0,9% em 2024, continuou a apresentar um ritmo de crescimento muito moderado. A persistência de um quadro recessivo na Alemanha, que reflete as dificuldades do seu setor exportador, conjugada com a manutenção de fracos ritmos de expansão da atividade em França (1,1%) e Itália (0,7%) penalizaram o comportamento económico da região. As fragilidades nas três maiores economias da área do euro foram, ainda assim, atenuadas pelo desempenho positivo de Espanha, cujo PIB acelerou de 2,7% para 3,2% em 2024, estimulado pelo dinamismo da procura interna.

Da mesma forma, o Reino Unido evidenciou sinais moderados de recuperação da atividade, ao registar uma expansão do PIB de 1,1% em 2024, comparativamente com 0,4% em 2023. O consumo e o investimento continuaram a apresentar crescimentos modestos, condicionados pela restritividade da política orçamental e pela redução contida das taxas de juro por parte do banco central. Nos EUA continuou a observar-se um crescimento sólido, ainda que com uma ligeira desaceleração, de 2,9% para 2,8%, apoiado pela solidez do consumo privado, a par do aumento dos gastos públicos e do investimento.

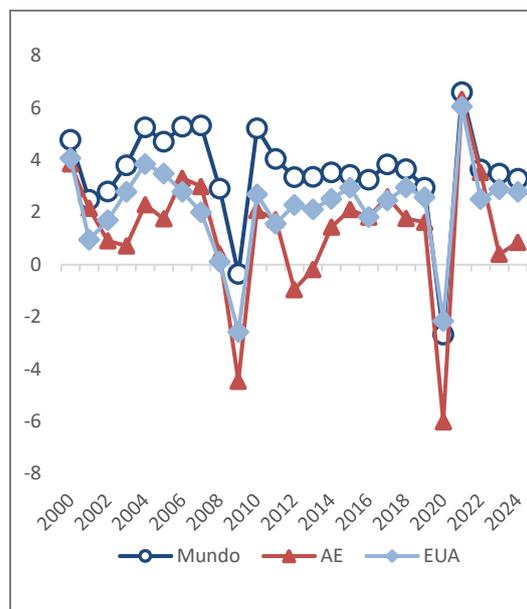
No que se refere ao bloco emergente, destaca-se uma desaceleração na China, de 5,4% para 5,0%, num quadro de persistência de fragilidades estruturais, em particular no mercado imobiliário. A Índia manteve um crescimento robusto, embora menos acentuado do que no ano anterior, ao passar de 9,2% em 2023 para 6,5% em 2024. Por sua vez, o Brasil denotou uma aceleração marginal, de 3,2% para 3,4%.

No que concerne à inflação, segundo o FMI, continuam a registar-se correções face aos níveis elevados dos anos anteriores, com uma descida da taxa de inflação mundial, de 6,6% em 2023 para 5,7% em 2024. A trajetória descendente foi impulsionada, principalmente, pela descida dos preços da energia, mais rápida que o previsto, e pela diminuição dos preços dos bens alimentares. Adicionalmente, a manutenção de taxas de juro elevadas durante um longo período e a normalização nas cadeias de abastecimento também contribuíram para o processo desinflacionista a nível global. No que respeita à componente de serviços, a moderação no aumento dos preços também contribuiu para a diminuição da inflação global. Concretamente, a inflação nos EUA reduziu-se de 4,1% em 2023 para 3,0% em 2024, e na área do euro de 5,4% para 2,4%, de acordo com o FMI.

A dissipação gradual dos choques sobre os preços internacionais das matérias-primas, e a conseqüente convergência dos níveis de inflação para os objetivos dos principais bancos centrais, permitiram que a política monetária global assumisse um cariz menos restritivo a partir da segunda metade do ano. Neste sentido, o BCE iniciou, em junho, um ciclo de redução das suas taxas diretoras, seguido, em setembro,

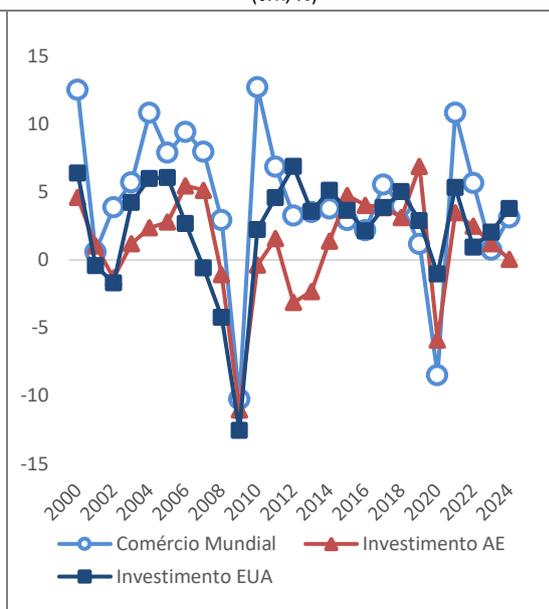
pela Reserva Federal norte-americana (Fed). Relativamente aos programas de compra de ativos, tanto a Fed como o BCE prosseguiram com a redução dos seus balanços, em particular, o Eurosistema continuou a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos detidos ao abrigo do PEPP e, a partir do segundo semestre, passou a reinvestir esses reembolsos apenas parcialmente.

Gráfico 1 – Crescimento económico real mundial
(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2025).

Gráfico 2 – Crescimento real do comércio e do investimento no plano internacional
(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2025) e AMECO (novembro 2024).

O mercado de trabalho continuou a destacar-se pela robustez. A taxa de desemprego manteve-se em níveis baixos na maioria dos países, nomeadamente nos EUA, onde permaneceu em torno de 4,0% (3,6% em 2023), e na área do euro, onde desceu de 6,6% para 6,4% em 2024. Apesar da redução da pressão no mercado de trabalho, os aumentos salariais continuaram elevados para compensar a perda de poder de compra decorrente do surto inflacionista de 2021-2022.

No que respeita às finanças públicas, nos EUA, o défice orçamental manteve-se elevado e praticamente inalterado em 7,3% do PIB, refletindo o agravamento do custo do serviço da dívida, em consequência da subida expressiva das taxas de juro e do incremento da dívida pública, de 119,0% para 120,8% do PIB em 2024. Na área do euro, a conjuntura de redução de taxas de juro e a consolidação orçamental por parte de vários países resultaram numa melhoria do défice orçamental, de 3,6% para 3,1% do PIB em 2024. Ainda assim, observou-se uma subida marginal da dívida pública, de 87,4% para 87,7% do PIB.

Para 2025, o FMI antevê uma desaceleração da economia mundial para 2,8%, num contexto em que o reordenamento das prioridades políticas de vários governos, em particular após o resultado das eleições norte-americanas no final de 2024, parece ter dado início a um novo paradigma nas relações comerciais a nível mundial. Os potenciais efeitos adversos sobre as relações de comércio internacional, a possível quebra nas cadeias de distribuição e os riscos de maior instabilidade nos mercados financeiros deverão penalizar o desempenho da atividade económica.

Adicionalmente, as persistentes tensões na Ucrânia e Médio Oriente têm vindo a criar pressão do lado da despesa (nomeadamente em defesa), o que poderá agravar os desequilíbrios das finanças públicas e acentuar a trajetória ascendente da dívida em vários países.

1.2. Economia Portuguesa

Em 2024, Portugal continuou a destacar-se face aos seus pares, ao manter um crescimento acima da média da área do euro: 1,9% em termos reais (o que compara com 2,6% em 2023). Esta evolução adveio de um maior contributo positivo da procura interna, determinado pela aceleração do consumo privado. No que concerne à procura externa, o contributo foi negativo, contrariando os valores positivos dos dois anos precedentes. Mais concretamente, a procura interna apresentou um contributo positivo de 2,5 p.p. (superior aos 1,7 p.p. em 2023), ao passo que a procura externa contribuiu negativamente em -0,6 p.p. (0,9 p.p. em 2023).

De entre as várias componentes, destaca-se a evolução do consumo privado, que evidenciou um crescimento expressivo, de 1,9% em 2023 para 3,2% em 2024, impulsionado pelo aumento do rendimento real disponível das famílias, que beneficiou da descida da inflação, da diminuição das taxas de juro e do dinamismo do mercado de trabalho.

Por sua vez, o consumo público apresentou uma aceleração, de 0,6% em 2023 para 1,1% em 2024, que foi explicada, em grande parte, pela atualização de salários em diversas carreiras profissionais da função pública e pelo aumento da despesa do Estado com a aquisição de bens e serviços, num contexto de preços ainda elevados nos produtos alimentares e serviços.

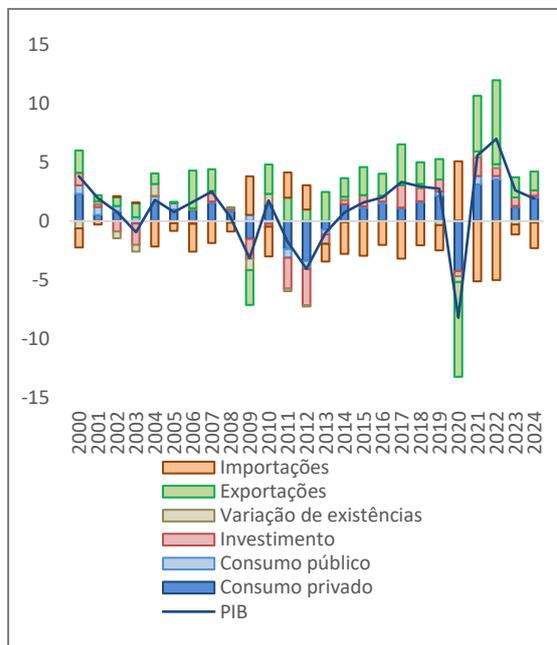
O investimento, medido pela formação bruta de capital fixo, registou um abrandamento, de 3,6% em 2023 para 2,3% em 2024, condicionado pela execução dos fundos do PRR a um ritmo inferior ao previsto e pela crescente incerteza económica e geopolítica, que afetou a confiança dos agentes económicos.

No que respeita à procura externa, as exportações de bens e serviços registaram uma ligeira desaceleração, de 3,8% em 2023 para 3,4% em 2024, em resultado do abrandamento da componente de serviços associados ao turismo. Por sua vez, as importações aumentaram 4,8% em 2024, o que representa uma aceleração significativa face ao crescimento de 1,8% em 2023, e que resultou sobretudo da componente de bens, em particular bens de consumo, devido ao aumento da procura por produtos importados, impulsionada pelo crescimento do consumo interno, tanto privado como público.

Em 2024, o PIB em termos nominais apresentou um crescimento de 6,3% face a 2023, ano em que registou uma variação de 9,8%. Para além do abrandamento real da economia, a desaceleração do PIB nominal reflete a redução das pressões inflacionistas, evidenciada por uma variação do deflator implícito do PIB de 4,3% em 2024, comparativamente aos 7,2% verificados em 2023.

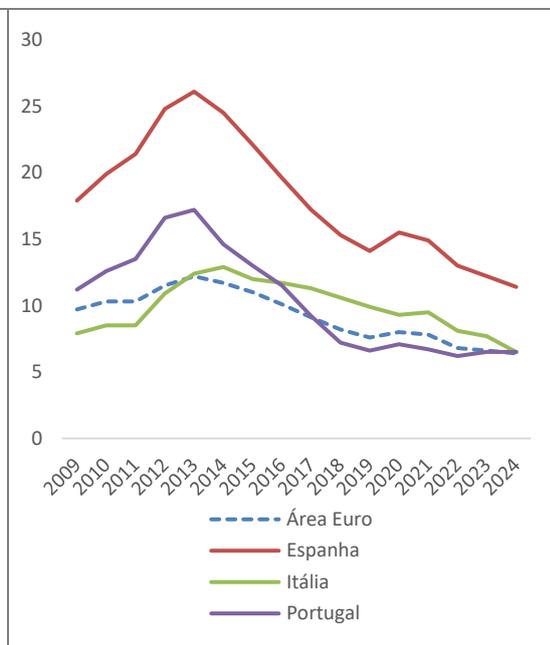
No que respeita ao mercado de trabalho, em 2024 observou-se uma dinâmica resiliente e robusta, expressa no aumento do emprego (a população empregada aumentou 1,2% em relação ao ano anterior, registando o valor mais elevado desde 2011), e na manutenção da taxa de desemprego em níveis historicamente baixos (6,4%).

Gráfico 3 - Crescimento económico, Portugal
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 -Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu
(%)



Fonte: Eurostat

No que concerne às finanças públicas, Portugal registou um excedente orçamental de 0,7% do PIB, o que representa uma redução de 0,5 p.p. face ao registado em 2023. Este desempenho reflete, por um lado, uma desaceleração da receita, de 9,7% em 2023 para 6,3% em 2024, e, por outro lado, uma aceleração da despesa, de 5,9% para 7,6%.

A variação observada do lado da receita explica-se, sobretudo, pelo crescimento de 7,0% das receitas correntes, abaixo do registado no ano anterior (8,4%), devido à moderação no aumento da receita de impostos sobre o rendimento e património que, após crescer 10,7% em 2023, teve um acréscimo de apenas 3,5% em 2024.

Por seu turno, do lado da despesa, a componente corrente avançou 9,1% (4,9% em 2023), salientando-se as prestações sociais, com uma variação de 10,4% (face aos 4,2% em 2023), e as despesas com pessoal, que aumentaram 8,5% (mais 1 p.p. que em 2023), impulsionadas pelas atualizações salariais, pela aceleração de carreiras e pelas valorizações remuneratórias nos setores da saúde, educação e forças de segurança. No que respeita aos juros, registou-se um incremento de 6,3% em 2024 (no entanto, significativamente inferior ao aumento de 19,9% em 2023), resultado ainda de uma política monetária restritiva, pese embora tenha moderado face a 2023, com a atenuação das taxas de juro no segundo semestre de 2024.

Neste quadro, o saldo primário diminuiu de 3,3% do PIB em 2023 para 2,8% do PIB em 2024.

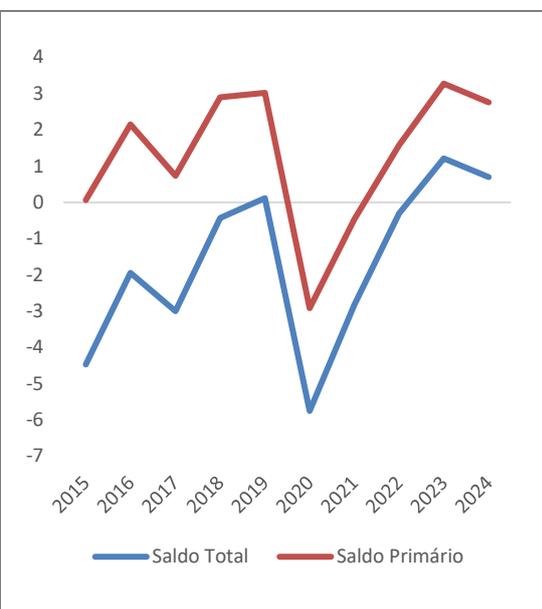
A dívida pública (ótica de Maastricht) prosseguiu a tendência de consolidação, ao recuar de 97,7% do PIB em 2023 para 94,9% do PIB em 2024, valor que representa o nível mais baixo desde 2009.

Gráfico 5 - Dívida de Maastricht, Portugal
(% PIB)



Fonte: Banco de Portugal, INE

Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal
(% PIB)



Nota: Os anos de 2014, 2015 e 2017 são marcados por efeitos *one-offs* significativos, associados ao apoio ao setor bancário.

Fonte: INE

O histórico recente de crescimento económico sólido, conjugado com a disciplina na condução das finanças públicas, resultou na melhoria da notação financeira do país pelas principais agências de *rating*. Portugal é atualmente avaliado com nível igual ou superior a “A-” por todas as principais agências de *rating* (vide Caixa 3).

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

No conjunto de 2024, a inflação mundial apresentou uma trajetória descendente, a qual foi determinante para a inversão do pendor restritivo da política monetária por parte dos principais bancos centrais, sobretudo a partir do segundo semestre do ano.

Nos EUA, a métrica de inflação de referência para a política monetária registou um decréscimo marginal, passando de uma taxa de variação homóloga de 2,7% no final de dezembro de 2023 para 2,6%, no final de dezembro de 2024. Neste contexto, a Fed decidiu, em setembro de 2024, dar início a um ciclo de menor restritividade da política monetária, ao cortar, pela primeira vez em quatro anos, a sua taxa diretora, comumente designada por *Fed Funds*. Após mais dois cortes, a *Fed Funds* atingiu o patamar de [4,25% - 4,50%] no final de 2024. Adicionalmente, a autoridade monetária norte-americana prosseguiu com o plano de redução do balanço, através do não reinvestimento da totalidade dos títulos vencidos.

Por seu lado, na área do euro, o processo de desinflação prosseguiu a um ritmo mais acentuado do que nos EUA, com a taxa de inflação a situar-se em 2,9% em dezembro de 2024. Neste contexto, o BCE iniciou, em junho de 2024 (mais cedo que a Fed), o seu ciclo de redução de taxas de juro. Com efeito, na reunião de junho de 2024, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento foi reduzida,

pela primeira vez em quase cinco anos, de 4,50% para 4,25%, a de facilidade permanente de cedência de liquidez, de 4,75%, para 4,50%, e a de facilidade permanente de depósito, de 4,00%, para 3,75%. No final do ano, as taxas diretoras do BCE situavam-se em 3,15%, 3,40% e 3,00%, respetivamente. No que respeita à redução do seu balanço, o BCE continuou a adotar medidas para reduzir os montantes dos títulos em carteira adquiridos no âmbito dos programas de compras de ativos realizados nos últimos anos (designados na sigla inglesa por APP e PEPP), o que se traduziu numa redução de cerca de 48,6 mil milhões de euros.

Neste enquadramento, as taxas de juro Euribor registaram reduções significativas. Em particular, a taxa Euribor a três meses evidenciou uma trajetória descendente, que se acentuou a partir de junho de 2024, aquando da primeira redução das taxas diretoras por parte do BCE, passando de 3,9% no final de 2023 para valores em torno de 2,7% em dezembro de 2024. Nos EUA, a “USLibor a três meses”¹ apresentou uma tendência incerta, embora maioritariamente descendente nos primeiros sete meses de 2024, passando de 5,6% em dezembro de 2023 para 5,5% em julho de 2024. A partir daí, iniciou um movimento decrescente mais pronunciado, fixando-se em torno de 4,5% no final do ano.

No que concerne às taxas de juro de longo prazo, pese embora a elevada volatilidade observada, registou-se uma subida no conjunto do ano, tanto nos EUA como na Alemanha. De facto, as duas regiões iniciaram o ano com uma trajetória maioritariamente ascendente, mais prolongada na Europa com a tendência a manter-se até meados de junho. Após algum ajustamento nos meses seguintes, as tendências mantiveram-se relativamente alinhadas, com nova subida das *yields*, em ambos os blocos, embora com magnitudes diferentes, a partir de outubro e até ao final do ano. Concretamente, a *yield* das obrigações dos EUA a dez anos subiu de 3,88% no final de 2023 para 4,57% no final de 2024, após ter atingido o máximo do ano em meados de abril (4,70%). Por seu turno, a *yield* da Alemanha a dez anos, após ter finalizado 2023 em 2,02%, alcançou o máximo do ano no final de maio (2,69%), e terminou 2024 em 2,36%. Deste modo, o diferencial das *yields* a dez anos entre os EUA e a Alemanha aumentou de 186 p.b., no final de dezembro de 2023, para 221 p.b., em dezembro de 2024, próximo do máximo do ano.

A evolução ascendente das *yields* da dívida pública alemã não foi, contudo, acompanhada pela generalidade dos países da área do euro. Com efeito, os diferenciais das *yields* a dez anos de Itália, Espanha e Portugal face à Alemanha estreitaram no conjunto do ano, ao passarem de 167 p.b., 96 p.b. e 61 p.b., respetivamente, em dezembro de 2023, para 116 p.b., 69 p.b. e 48 p.b. em dezembro de 2024. Importa destacar que esta convergência do diferencial de Portugal também se verificou comparativamente ao agregado de países comumente designado como *semi-core* (Bélgica, Áustria e França), o que reflete uma redução dos prémios de risco e uma maior confiança dos investidores na dívida portuguesa.

A evolução do mercado cambial foi condicionada pela fragilidade da atividade económica da área do euro, em contraste com a manutenção do nível de crescimento robusto da economia norte-americana, bem como pela instabilidade geopolítica e a imprevisibilidade do impacto de políticas aduaneiras mais protecionistas a serem futuramente implementadas pelos EUA. Nesta conjuntura, o euro registou uma depreciação anual face ao dólar de cerca de 6,2%, terminando o ano de 2024 nos 1,04, o valor mais baixo dos últimos dois anos. O comportamento da moeda única foi também influenciado pelo início da

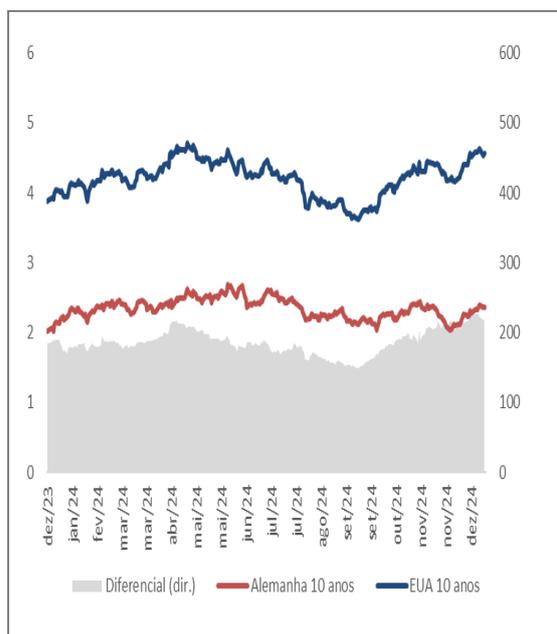
¹ A *USLibor* a três meses” foi utilizada como referência até ao final de setembro de 2024, tendo sido substituída pela taxa *SOFR-Secured Overnight Financing Rate*, a partir de 1 de outubro de 2024.

flexibilização da política monetária na área euro, que ocorreu mais cedo e de forma mais acentuada do que nos EUA.

Em relação à libra esterlina, o euro evidenciou igualmente um perfil de depreciação, em torno de 4,6%. No que concerne ao renminbi, o euro apresentou uma depreciação anual em torno de 3,7%, sobretudo no segundo semestre do ano, decorrente da divergência de políticas monetárias entre as duas regiões, dado que o BCE efetuou várias reduções das taxas diretoras, enquanto o banco central da China manteve uma política monetária mais estável, a par de um desempenho da economia chinesa mais consistente.

Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo

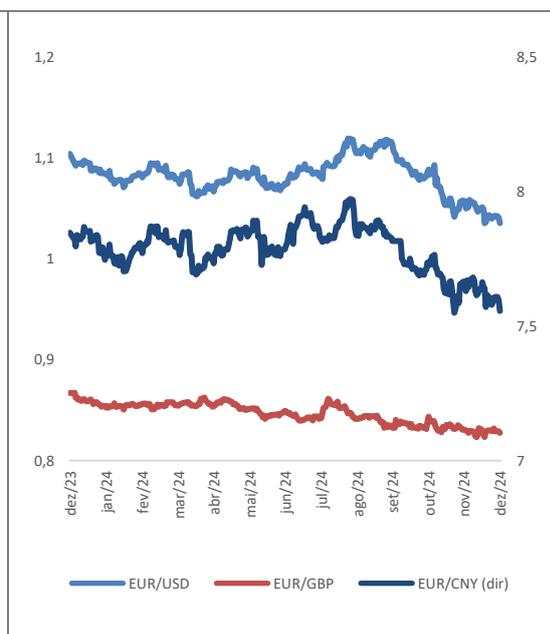
(%, esq) (p.b., dir)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 8 - Taxas de câmbio

(moedas contra o euro)



Fonte: Bloomberg

2. Financiamento do Estado

2.1. Estratégia de Financiamento

A gestão do financiamento e da dívida pública está subordinada aos princípios definidos na Lei-quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro), devendo assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental, de modo a minimizar os custos diretos e indiretos numa perspetiva de longo prazo e a garantir a sua distribuição de forma equilibrada pelos vários orçamentos anuais, evitando uma excessiva concentração temporal das amortizações e uma exposição a riscos excessivos.

Em 2024, as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a 9,8 mil milhões de euros, o que representa um acréscimo de 6,3 mil milhões de euros comparativamente a 2023. A variação é explicada, fundamentalmente, pelo défice orçamental do Estado, que aumentou 5,4 mil milhões de euros, e pelo incremento de 0,9 mil milhões de euros em aquisição líquida de ativos financeiros do Estado.

Comparando com a previsão inicial, as necessidades brutas de financiamento foram inferiores em cerca de 1,0 mil milhões de euros, em resultado das seguintes variações: (i) uma redução das necessidades líquidas de financiamento em aproximadamente 2,1 mil milhões de euros, explicada por uma execução orçamental acima do esperado (cerca de 0,4 mil milhões de euros) e pela diminuição da rubrica “aquisição líquida de ativos financeiros do Estado” em cerca de 2,5 mil milhões de euros; e (ii) uma redução na amortização de outra dívida MLP, no valor de cerca de 0,3 mil milhões de euros, decorrente de recompras do programa de *Medium Term Notes* (MTN) no final de 2023, não contempladas no programa de financiamento inicial para 2024. Estas variações foram parcialmente compensadas por um aumento das amortizações, resultante da recompra bilateral de OT com maturidade posterior a 2024, no montante de cerca de 1,2 mil milhões de euros, e do efeito líquido das operações de troca, no valor aproximado de 0,2 mil milhões de euros.

O saldo total de depósitos no final do ano fixou-se em 6,3 mil milhões de euros, abaixo do valor inicialmente projetado de 7,5 mil milhões de euros (excluindo contas-margem).

A estratégia de financiamento definida para 2024 previa a emissão de dois novos *benchmarks* e a reabertura de diversas linhas de OT através de leilão, com o objetivo de assegurar liquidez ao longo da curva de rendimentos. Estimava-se, para o efeito, um volume de emissões brutas de OT de aproximadamente 13,9 mil milhões de euros (líquidas de operações de troca).

Em resultado de condições de mercado favoráveis à emissão de OT e da diminuição da rubrica “outros movimentos na Tesouraria”, no montante de aproximadamente 1,9 mil milhões de euros, tornou-se necessário ajustar o programa de financiamento de OT e BT. Nesse contexto, registou-se (i) um aumento de cerca de 1,4 mil milhões de euros no programa de OT e (ii) uma redução de 0,4 mil milhões de euros nas emissões líquidas de BT, que se fixaram em 5,7 mil milhões de euros, face aos 6,1 mil milhões de euros inicialmente previstos.

O empréstimo oficial ao abrigo do PRR contribuiu, em 2024, com 1,3 mil milhões de euros para as fontes de financiamento do Estado.

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2024¹

(milhões de euros)

(EUR milhões)	PF 2024 ²⁾	Execução	Diferença
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	20 631	19 877	-754
Necessidades líquidas de financiamento	11 881	10 015	-1 866
Défice orçamental do Estado	5 236	5 838	603
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	6 645	4 176	-2 469
Operações pontuais	0	0	0
Amortizações de dívida MLP	8 750	9 862	1 112
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	6 036	7 433	1 397
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	0	0	0
Outras amortizações de dívida MLP	2 714	2 429	-285
FONTES DE FINANCIAMENTO	20 631	19 877	-754
Utilização de depósitos (excl contas margem)	-1 501	-632	869
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	2 169	1 271	-898
Emissões OT e MTN	13 934	15 287	1 353
Emissões OTRV	0	0	0
Outras emissões de dívida MLP	0	805	805
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	6 097	5 689	-408
Emissões líquidas CA/CTPC	0	-605	-605
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	-68	-1 938	-1 870
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	7 494	6 305	-1 189
Saldo de contas-margem no final do ano	-4	0	4
Saldo total de depósitos no final do ano	7 490	6 305	-1 185

- 1) O Anexo 1 apresenta uma decomposição mais detalhada das necessidades e fontes de financiamento do Estado, assim como uma comparação entre a ótica de contabilidade pública (orçamental) e a ótica de tesouraria (apresentada supra).
- 2) Valores referentes ao programa de financiamento anunciado publicamente pelo IGCP no seu website, a 13 de dezembro de 2024.

Fonte: IGCP

A execução bem-sucedida do programa de financiamento baseou-se na emissão regular e previsível de títulos de dívida pública ao longo do ano, com foco nas OT. A estratégia teve como objetivo assegurar liquidez para as diferentes linhas de OT, reduzir a volatilidade na proximidade das janelas de emissão e beneficiar da crescente procura de títulos de dívida pública portuguesa por parte dos investidores.

A execução do programa de financiamento beneficiou, igualmente, da promoção da dívida pública portuguesa junto dos intermediários financeiros e dos investidores institucionais. Em 2024, o IGCP continuou a divulgar ao mercado, com regularidade, informações sobre a economia portuguesa e sobre a evolução do programa de financiamento, mantendo um contato e aconselhamento regulares com os operadores especializados de mercado (OEVT e EBT). Além disso, realizou diversas reuniões com investidores finais e agências de *rating*.

A interação com investidores ao longo de 2024 evidenciou a confiança mantida na dívida portuguesa, nomeadamente face ao comportamento favorável e consistente dos dados macroeconómicos e orçamentais. A credibilidade acrescida manifestou-se no *upgrade* para o nível “A-” por parte da agência S&P, em março, e para o nível “A” por parte da Scope.

Estas decisões colocaram o *rating* da República Portuguesa num nível de investimento mais elevado, passando a estar classificado com “A-” por todas as principais agências de notação financeira, o que

possibilitou o regresso de Portugal ao índice obrigacionista *FTSE World Government Bond Index* (WGBI), em novembro de 2024. A reentrada no FTSE WGBI foi determinante para o alargamento da base de investidores (grupo onde se destacam os investidores asiáticos) e para a redução do prémio de risco ao longo da curva de rendimentos, reforçando assim a resiliência e competitividade dos instrumentos de dívida portuguesa em eventuais períodos de maior volatilidade.

Em 2024, o financiamento bruto de médio e longo prazo em mercado ascendeu a cerca de 16,9 mil milhões de euros (valor nominal), tendo: (i) 8,8 mil milhões de euros (52%) sido emitidos através de leilões de OT; (ii) 7,0 mil milhões de euros (41%) através de operações sindicadas de OT; (iii) 0,9 mil milhões de euros (6%) através de operações de troca de OT; (iv) e 0,2 mil milhões de euros (1%) através de uma emissão particular (no âmbito das operações regulares do Fundo de Regularização da Dívida Pública - FRDP). A título de referência, em 2023, o volume total de emissões de OT foi de 13,3 mil milhões de euros (em valor nominal) realizadas através de leilões regulares, de emissões sindicadas, de leilões de troca e de uma emissão particular (para a Caixa Geral de Aposentações - CGA) que ascenderam a 4,2 mil milhões de euros (32%), 3,0 mil milhões de euros (22%), 2,4 mil milhões de euros (18%) e 3,7 mil milhões de euros (28%), respetivamente.

Apesar das condições de acesso ao mercado se terem mantido favoráveis ao longo do ano, a execução do programa de financiamento foi condicionada pela amortização da OT em 15 de fevereiro de 2024 (6,0 mil milhões de euros), o que se traduziu na colocação de montantes superiores ao estimado nos leilões realizados ao longo do primeiro semestre.

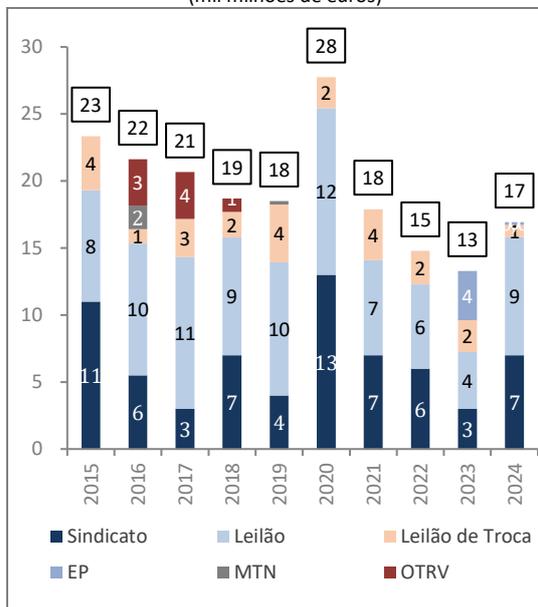
Na segunda metade do ano, a redução da despesa líquida com aquisição de ativos financeiros face ao previsto no Orçamento do Estado (OE), aliada ao reforço das emissões realizadas na primeira metade do ano, determinou uma revisão em baixa das necessidades líquidas de financiamento. Em resultado dessa revisão foi necessário adaptar a estratégia, o que levou à supressão dos leilões inicialmente programados para julho, setembro e outubro. Para garantir a continuidade da oferta no mercado, e assegurar a liquidez das linhas de OT, foi realizado um leilão de troca em setembro.

Com efeito, o primeiro semestre concentrou a maior parte do financiamento anual, como habitualmente, representando 87% do total emitido (incluindo ofertas de troca de OT), ou 92%, excluindo essas operações. A concentração deveu-se, sobretudo, ao lançamento de dois novos títulos — a dez e trinta anos — através de operações sindicadas em janeiro e maio, que possibilitaram montantes de emissão mais elevados. Por sua vez, no terceiro e quarto trimestres, o montante emitido foi mais contido, totalizando 1,0 mil milhões de euros em cada período.

Em contraste com 2023 — ano em que o financiamento foi fortemente sustentado por subscrições de Certificados de Aforro e por uma emissão particular para a CGA, reduzindo o recurso a operações em mercado —, em 2024 registou-se uma inversão dessa tendência, com um aumento do peso do financiamento através de operações sindicadas, leilões regulares e leilões de troca.

Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação

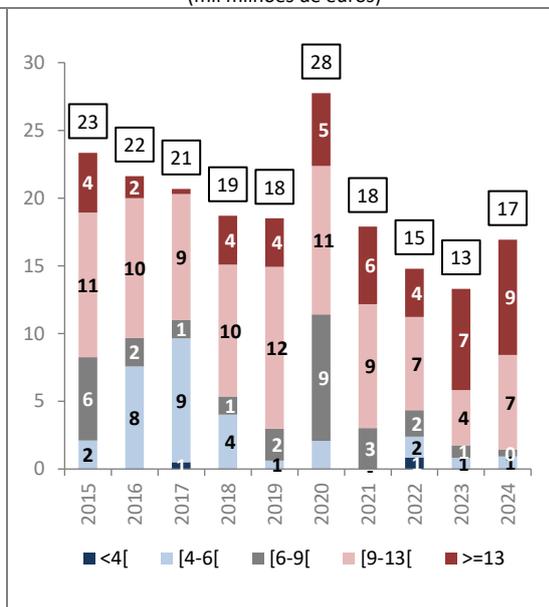
(mil milhões de euros)



Fonte: IGCP

Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade

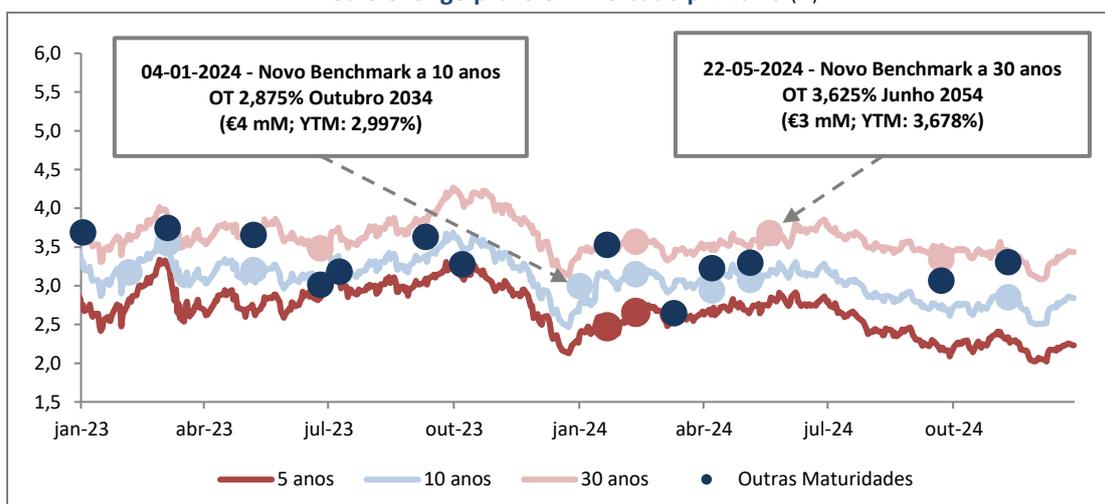
(mil milhões de euros)



Fonte: IGCP

As emissões com maturidade residual superior a nove anos representaram 92% do total emitido, em comparação com 87% em 2023. Por outro lado, na parte curta da curva (inferior a seis anos) foram emitidos 6% do total (peso semelhante a 2023).

Gráfico 11 – Evolução das *yields* em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário (%)



Fonte: IGCP

A maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2024 fixou-se em 16,5 anos, ligeiramente acima da registada em 2023 (15,6 anos). Já a maturidade média do *stock* da dívida manteve-se inalterada nos 7,2 anos em 2024 (incluindo empréstimos oficiais).

Em 2024, manteve-se o interesse dos investidores institucionais de longo prazo (*real money*) nas emissões sindicadas da República, com destaque para a participação de seguradoras, fundos de pensões, bancos centrais (excluindo o BCE e o Banco de Portugal), outras entidades públicas e gestores de fundos, registando-se um ligeiro aumento em comparação a 2023. Geograficamente, destaca-se a presença do Reino Unido, da tríade composta por Alemanha, Áustria e Suíça, bem como da tríade composta por França, Itália e Espanha.

A estratégia ativa de gestão de dívida beneficiou ainda da manutenção de reservas de liquidez relativamente elevadas o que, não só contribui para mitigar o risco de refinanciamento em períodos de maior volatilidade nos mercados, como também permite a realização de recompras de dívida com vista ao alisamento do perfil de reembolsos da carteira.

Neste sentido, em 2024, realizaram-se recompras de dívida, através de recompras bilaterais e leilões de troca de OT, quando considerado adequado face às condições e procura de mercado, no montante total de 2,2 mil milhões de euros.

Caixa 1 | Nova emissão a trinta anos

A estratégia de financiamento para 2024 centrou-se na realização regular de emissões de Obrigações do Tesouro, quer através de leilões, quer através da abertura de novas linhas por via de sindicato bancário. Em janeiro, foi concretizada com sucesso a emissão de uma nova linha a dez anos, sendo posteriormente expectável, por parte dos diversos intervenientes no mercado, o lançamento de um novo *benchmark* com uma maturidade mais longa, de forma a completar a curva de rendimentos.

Uma das linhas orientadoras do programa de financiamento consiste em explorar janelas de emissão que permitam captar uma procura elevada e estender a maturidade da carteira de dívida, numa lógica de eficiência de custo a médio e longo prazo. Nesse sentido, a obtenção da notação de crédito no patamar de “A” pelas três principais agências de *rating* – sendo a S&P a última a atribuir o *rating* “A-”, em março de 2024, conferiu uma maior estabilidade e atratividade junto dos investidores para uma emissão de longo prazo. Assim, a 22 de maio de 2024, a República Portuguesa procedeu à emissão de uma nova Obrigação do Tesouro a trinta anos.

O objetivo desta transação foi diversificar a base de investidores e alongar a maturidade média da dívida. Uma emissão a trinta anos atrai diferentes tipos de investidores, em particular, investidores institucionais de longo prazo, como seguradoras, fundos de pensões e gestores de ativos, que tendem a demonstrar especial interesse por transações de prazos mais longos. A emissão contribuiu para que, em 2024, a maturidade da dívida de MLP emitida atingisse o valor mais elevado dos últimos anos, fixando-se em 16,5 anos.

Quadro 2 – Resumo da emissão

Nova emissão a 30 anos	
Procura (milhões de euros)	10.988
Alocação (milhões de euros)	3.000
Procura/Alocação	3,66
Taxa de alocação (<i>reoffer yield</i>)	3,678%
Preço da alocação	99,04%
Diferencial vs Mid Swap	115 p.b.

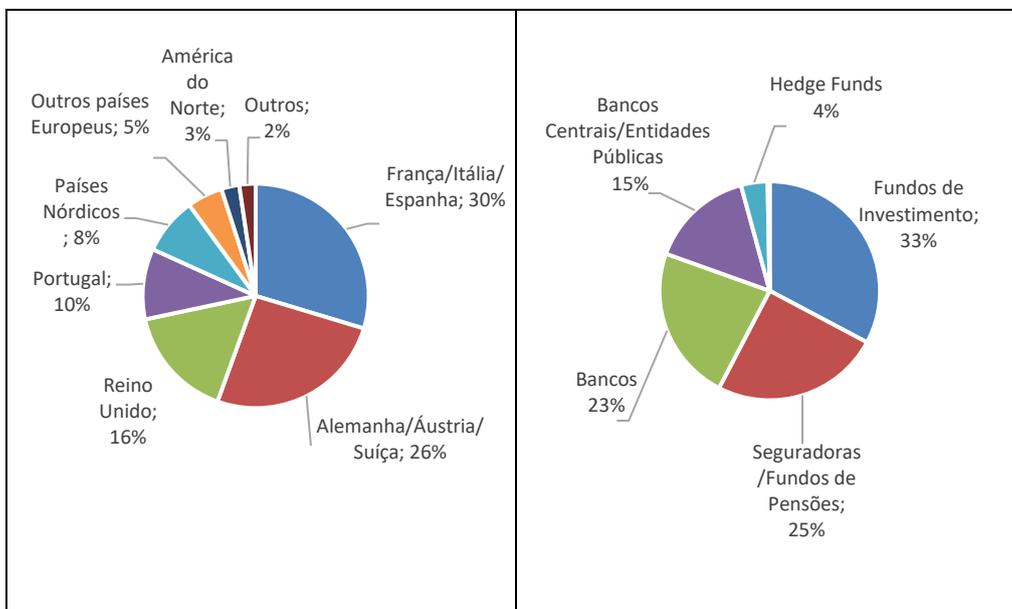
Fonte: IGCP

A transação contou com uma procura robusta por parte de investidores de elevada qualidade, destacando-se uma distribuição geográfica diversificada, com forte participação de investidores sediados em França, Itália, Espanha, Alemanha, Áustria e Suíça. Ao nível do tipo de investidor, a procura foi liderada por gestores de fundos, seguradoras e fundos de pensões.

Gráfico 12 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2024: Novo *Benchmark* a trinta anos

Por geografia do investidor

Por perfil do investidor



Fonte: IGCP

Caixa 2 | Financiamento obtido através de empréstimos oficiais

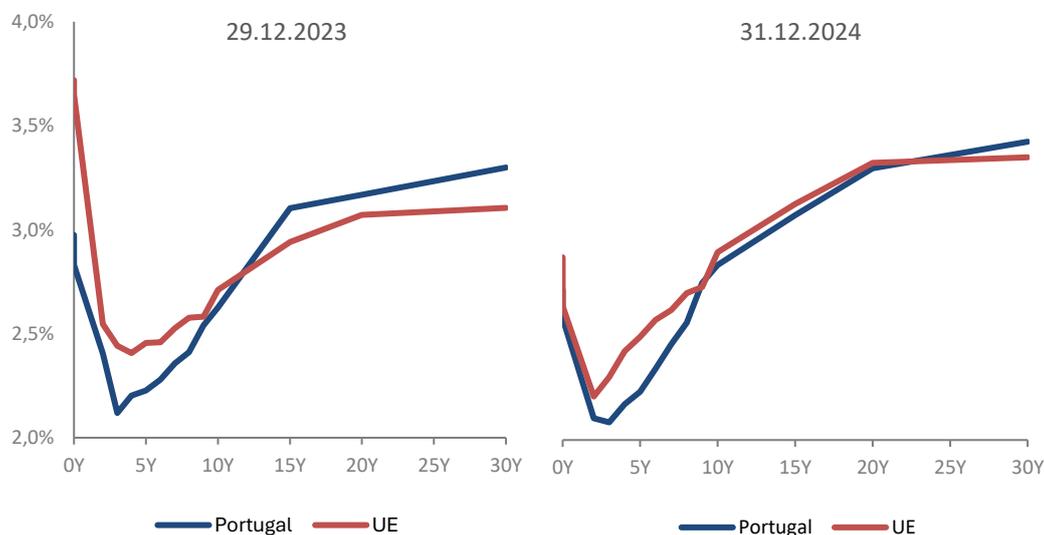
Em 2024, a República Portuguesa recebeu o desembolso do quinto pedido de fundos do PRR, num total de 2,9 mil milhões de euros, que representa o maior desembolso ao abrigo deste programa até à data. O montante recebido em 2024 foi repartido entre 1,7 mil milhões de euros, sob a forma de subvenções, e 1,3 mil milhões de euros, sob a forma de empréstimos.

Estes montantes acrescem aos valores recebidos em agosto de 2021 como adiantamento de fundos do PRR, e aos desembolsos efetuados em 2022 e 2023, resultando num montante total recebido de 11,4 mil milhões de euros, o qual tem uma dotação total de 22,2 mil milhões de euros, após reprogramação em 2023.

À semelhança dos anteriores, o empréstimo recebido em 2024, no montante de 1,3 mil milhões de euros, tem um prazo de trinta anos, com período de carência de capital de dez anos e uma vida média de vinte anos. A taxa de juro deste empréstimo não é fixa, estando associada ao custo de financiamento em mercado da União Europeia (UE).

Apesar de o diferencial de custos de financiamento entre Portugal e a UE se ter reduzido ao longo de 2024, em virtude da melhoria relativa da dívida portuguesa, o recurso a financiamento da UE por prazos longos continua a revelar-se vantajoso para a República Portuguesa, permitindo a diversificação das fontes de financiamento da República com custos semelhantes ou inferiores ao custo de financiamento através de OT.

Gráfico 13 – Curvas de rendimentos de Portugal e da UE



Fonte: Bloomberg

2.2. Mercado Secundário

No final de 2024, as *yields* da dívida pública portuguesa apresentaram um comportamento misto face ao final de 2023. Nos prazos mais curtos, observaram-se descidas, com a *yield* a dois anos a recuar para 2,10%, face aos 2,41% registados no final do ano anterior. A *yield* a cinco anos manteve-se praticamente inalterada, situando-se em 2,23%. Nos prazos mais longos, registaram-se aumentos moderados. A *yield* a dez anos subiu de 2,63% para 2,84% e a trinta anos de 3,30% para 3,43%. Em termos comparativos, a evolução das *yields* ao longo de 2024 teve uma tendência mais contida face à verificada em 2023.

Em 2024, as *yields* da dívida pública portuguesa registaram, ao longo de toda a curva, uma tendência maioritariamente ascendente até meados de junho, refletindo o ambiente de política monetária restritiva vigente na altura. A reversão dessa tendência começou com o ciclo de cortes das taxas de juro, liderado pelo BCE no final de junho e pela Fed no final de setembro, o que provocou uma queda acentuada das *yields* até meados de outubro. Em seguida, observou-se um ligeiro aumento, impulsionado pela incerteza associada ao processo eleitoral nos Estados Unidos, mas esse movimento foi totalmente revertido até ao início de dezembro, quando se registaram os mínimos do ano. No último mês do ano, verificou-se uma nova subida em todos os prazos, em resposta à instabilidade política nas duas maiores economias da Área do Euro — nomeadamente, a dissolução do governo alemão e a moção de censura em França —, o que aumentou a volatilidade no mercado soberano europeu.

Em 2024, as condições de liquidez no mercado de dívida portuguesa melhoraram significativamente face a 2023 e 2022. Os intervalos *bid-offer* estreitaram no primeiro semestre, com destaque para o prazo a dez anos, cujo movimento começou em abril. No período de verão, registou-se um alargamento dos intervalos, à semelhança do que se verifica habitualmente, seguido de nova contração, sustentada por uma presença regular no mercado primário e pelo crescente interesse no mercado de OT, impulsionado pela expectativa — concretizada em novembro — da reentrada de Portugal no índice *FTSE World Government Bond Index*.

Em outubro, os volumes médios diários de OT transacionadas em mercado secundário atingiram um máximo, tanto em plataformas como no mercado *over-the-counter (OTC)*. A melhoria das condições de liquidez e o bom desempenho da curva de OT resultaram de três fatores principais: (i) consolidação da notação de *rating* da República no patamar “A” pelas principais agências; (ii) presença regular no mercado via leilões; e (iii) reentrada no WGBI, que levou investidores com carteiras indexadas a reforçar posições em mercado secundário. Em termos médios, os volumes diários ascenderam a 426 milhões de euros, face a 407 milhões de euros em 2023, impulsionados pela maior atividade no final do ano.

Em termos relativos, observou-se um estreitamento dos diferenciais face à curva de rendimentos alemã. No caso de Portugal, o diferencial das *yields* a dez anos face à Alemanha reduziu-se de 62 p.b., no início de 2024, para 48 p.b. no final do ano. Uma tendência semelhante foi registada em Itália e Espanha. Em Itália, o diferencial estreitou de 164 p.b., para 116, enquanto em Espanha passou de 96 para 69 p.b..

Em 2024, os cinco maiores Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT) transacionaram cerca de 59% do volume total no mercado secundário, o que evidencia uma elevada concentração nestes bancos. Este valor representa um aumento de aproximadamente 9 p.p. face a 2023 (50%) e é também superior ao registado em 2022 (51%). Num horizonte temporal mais alargado, a concentração observada em 2024 continua, contudo, abaixo do nível de 2012, quando atingiu 73%.

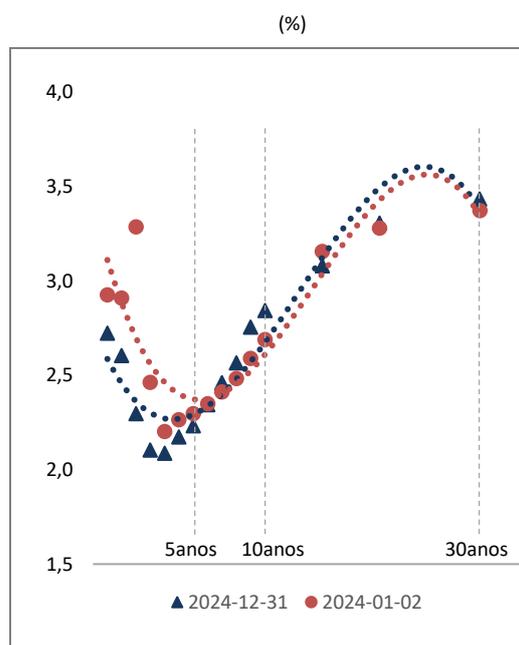
No que respeita à estratégia de emissão de BT, manteve-se em 2024 a política iniciada em 2015, centrada na concentração das emissões em seis linhas e na abertura de uma nova linha a cada dois

meses, com exceção do mês de julho, para o qual inicialmente não estava previsto qualquer leilão. Esta abordagem tem permitido um aumento gradual do saldo vivo por linha. Contudo, o calendário foi ajustado no final do segundo trimestre, com a inclusão de um leilão adicional em julho, exclusivamente da linha de novembro de 2024 (dívida flutuante), com o objetivo de reforçar a liquidez de um título identificado pelos EBT como tendo elevada procura e reduzida disponibilidade no mercado. O ano terminou com cinco linhas a transitar para 2025.

As taxas de emissão de BT foram mais elevadas na primeira metade do ano, refletindo a política monetária restritiva do BCE e a evolução das taxas de mercado monetário. No segundo semestre, com o início do ciclo de redução das taxas de juro de referência por parte do banco central, registou-se uma diminuição gradual das taxas de emissão de BT, alinhada com a evolução das taxas de mercado monetário. No conjunto do ano, a taxa média anual de emissão de BT foi de 3,33%, superior à verificada em 2023 (2,94%).

Em 2024, o volume médio diário de transações de BT no mercado secundário mais do que duplicou face a 2023, aumentando de 118 milhões de euros para 282 milhões de euros. Este crescimento refletiu-se tanto nas plataformas eletrónicas como no mercado OTC. Nas plataformas, o volume médio diário passou de 82 milhões de euros para 185 milhões de euros, enquanto no mercado OTC aumentou de 36 milhões de euros para 97 milhões de euros. Embora o maior acréscimo, em termos absolutos, tenha ocorrido nas plataformas, o mercado OTC registou o crescimento relativo mais expressivo (169%).

Gráfico 14 – Evolução da curva de OT



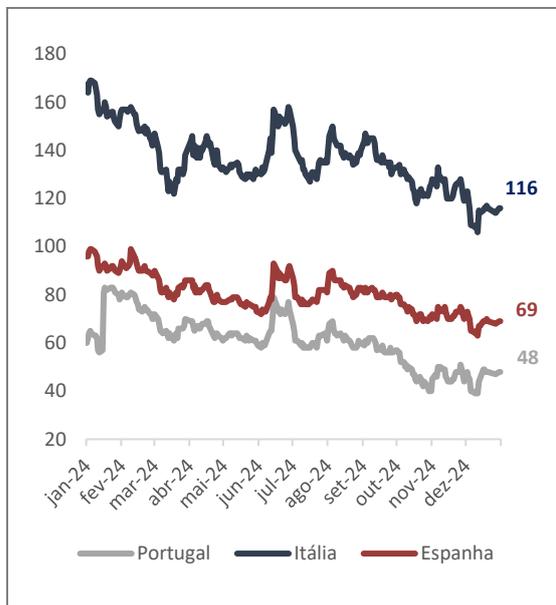
Fonte: Bloomberg

Gráfico 15 – Yields das OT a 2, 5, 10, 30 anos



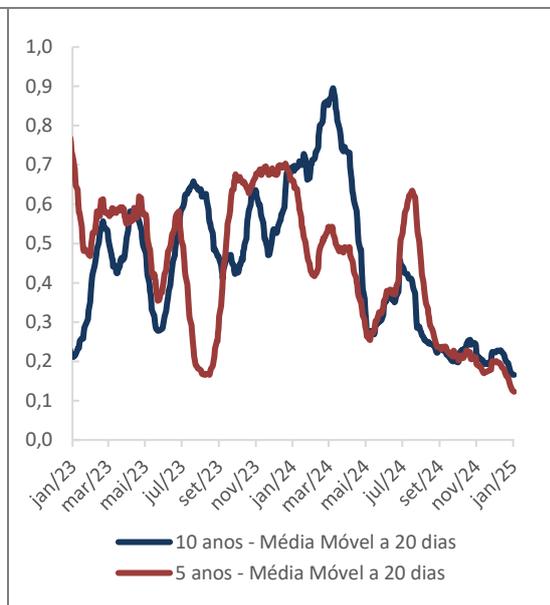
Fonte: Bloomberg

Gráfico 16 – Diferencial vs. Alemanha (10 anos)
 (p.b.)



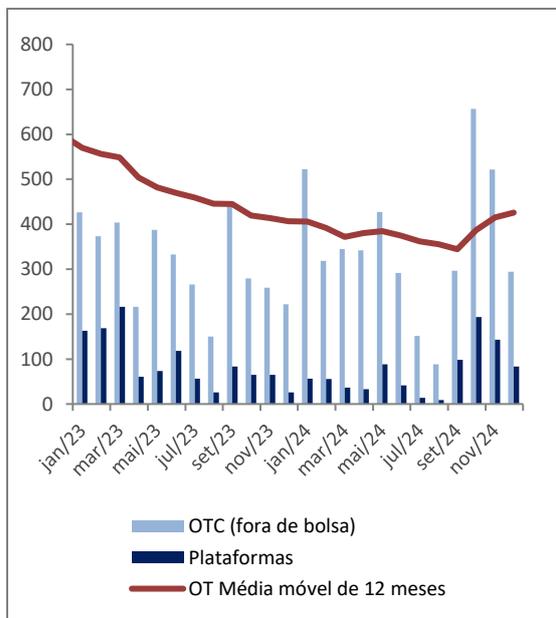
Fonte: Bloomberg

Gráfico 17 – Intervalo Bid-offer
 (cêntimos)



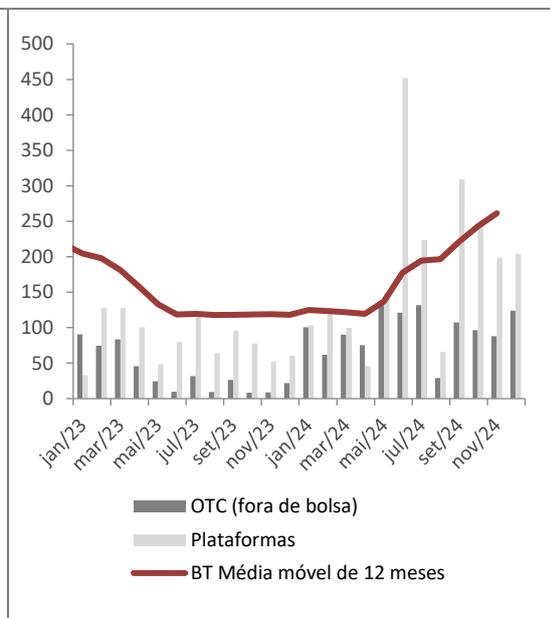
Fonte: IGCP

Gráfico 18 – Negociação de OT em mercado secundário
 (milhões de euros)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 19 – Negociação de BT em mercado secundário
 (milhões de euros)



Fonte: IGCP

Caixa 3 | Evolução recente do *rating* de Portugal, entrada no *FTSE World Government Bond Index* e acesso a novos investidores

O ano de 2024 continuou a ser marcado por uma melhoria da notação financeira da dívida da República Portuguesa pelas principais agências de *rating*, consolidando a evolução positiva que já se vinha a registar desde 2022. Com efeito, a única das quatro agências privilegiadas pelos participantes em mercado que ainda não tinha Portugal avaliado em nível “A”, isto é, a S&P, melhorou no decurso do ano a notação atribuída a Portugal para “A-”. Assim, no final do ano, *Fitch*, *Moody’s*, *S&P* e *DBRS*, a par da *Scope*, avaliavam Portugal em nível equivalente ou superior a “A-”.

A evolução positiva do risco de crédito da dívida pública portuguesa mantém-se fundamentada pela melhoria contínua de quatro pilares:

- (i) consolidação sustentada das finanças públicas;
- (ii) desempenho económico favorável;
- (iii) redução do endividamento externo;
- (iv) solidez do sistema bancário.

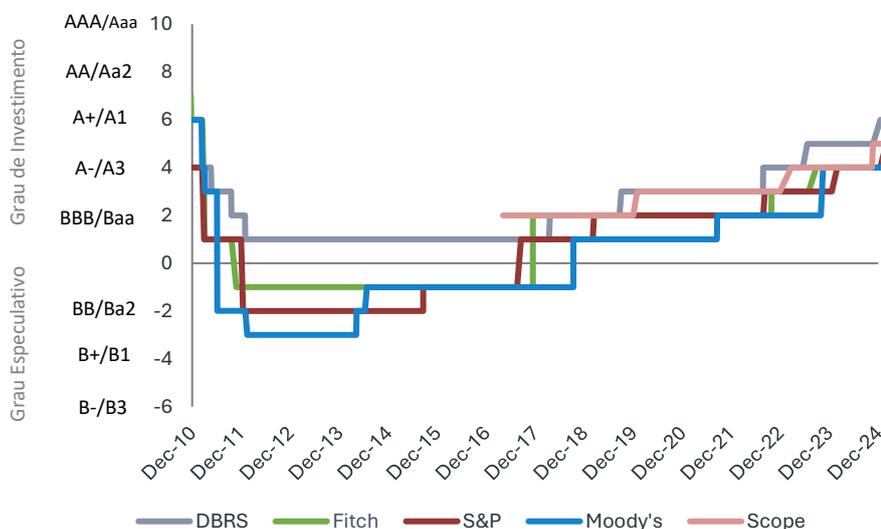
Ao nível da consolidação das finanças públicas, destacou-se a manutenção de um saldo orçamental positivo, embora tenha diminuído de 1,2% do PIB em 2023 para 0,7% em 2024, a par da continuação da descida da dívida pública, de 97,7% do PIB, em 2023, para 94,9% do PIB, em 2024.

No que respeita à evolução da atividade económica, as agências reconhecem o crescimento económico robusto, designadamente, 2,6% em 2023 e 1,9% em 2024, apoiado por um mercado de trabalho resiliente, com a taxa de desemprego a fixar-se nos 6,5% em 2023 e em 6,4% em 2024.

Relativamente ao processo de redução do endividamento externo, salientou-se a melhoria da balança corrente, que passou de 0,6% do PIB em 2023 para 2,2% do PIB em 2024, bem como a redução significativa da dívida externa líquida, de 52,5% para 44,4% do PIB no mesmo período.

Quanto à robustez do sistema bancário português, destaca-se a persistência do rácio de empréstimos *non-performing* (NPL) em níveis historicamente baixos (2,4% no quarto trimestre de 2024), e a melhoria da rentabilidade do capital próprio (ROE), que aumentou de 14,8% em 2023 para 15,2% em 2024.

Gráfico 20 – Evolução da notação financeira da dívida pública portuguesa



Fonte: DBRS, Fitch, Moody's, S&P, Scope

Perante este enquadramento, duas das principais agências de *rating* — DBRS e Moody's — reafirmaram a notação do risco de crédito de Portugal, enquanto outras duas — S&P e Scope — reviram em alta o *rating* da dívida soberana portuguesa durante o ano de 2024. Mais concretamente:

- (i) em janeiro, a agência *DBRS* procedeu à afirmação do *rating* de "A-" com *Outlook* estável, para em seguida, em julho, rever o *Outlook* de estável para positivo;
- (ii) em março, a *Fitch* manteve o *rating* em "A-", bem como o *Outlook* estável, tendo, em setembro, revisto favoravelmente apenas o *Outlook* de estável para positivo;
- (iii) também em março, a *S&P* elevou o *rating* de Portugal de "BBB+" para "A-", mantendo o *Outlook* positivo;
- (iv) em novembro, a *Scope* seguiu o comportamento de outras agências ao subir a notação da dívida soberana de "A-" para "A", enquanto reviu o *Outlook* para estável.

No início de 2025, a *DBRS* procedeu à melhoria de *rating*, de "A" para "A (high)", com o *Outlook* a passar de positivo para estável. Também a *S&P* elevou novamente o *rating* de "A-" para "A", continuando a manter o *Outlook* estável.

Importa ainda referir os fatores que as agências de *rating* identificam como determinantes para uma potencial melhoria da notação de crédito da República Portuguesa, nomeadamente: (i) perspetivas de uma redução mais significativa do rácio da dívida pública em percentagem do PIB, num contexto de continuidade da disciplina orçamental; (ii) progresso na trajetória descendente do endividamento externo, através de uma diminuição considerável do rácio da dívida externa em proporção do PIB e do aumento do excedente da balança corrente; e (iii) melhoria na tendência do crescimento económico, decorrente, nomeadamente, da

implementação dos projetos de investimento e reformas estruturais associadas ao PRR, aliados à prudência orçamental.

Em sentido contrário, a materialização de algum dos fatores a seguir mencionados poderá conduzir a uma eventual redução da notação de crédito da dívida pública portuguesa: (i) deterioração das perspetivas sobre a trajetória do endividamento público advindo, por exemplo, da diminuição do apoio político a uma política orçamental prudente ou de um período longo de incerteza política que prejudique a implementação de investimentos e reformas relacionadas com o PRR; (ii) inversão da atual trajetória de declínio da dívida externa; e (iii) intensificação dos riscos geopolíticos e choques externos, suscetíveis de afetar negativamente o crescimento e a competitividade externa da economia portuguesa.

Na sequência da melhoria do rating soberano pela S&P, que em março de 2024 elevou a notação de “BBB+” para “A-”, e da manutenção da notação de investimento pelas restantes principais agências de rating, Portugal voltou a integrar o *FTSE World Government Bond Index* (WGBI) a partir de 1 de novembro de 2024, após treze anos de exclusão.

O WGBI é um índice obrigacionista de referência no mercado soberano a nível global, que inclui títulos de dívida pública com risco considerado baixo e elevada liquidez, sendo amplamente utilizado por diversos investidores institucionais. A presença neste índice tem um impacto direto na captação de investimento, ao permitir o acesso automático a uma vasta gama de investidores com carteiras que replicam a composição do índice. Nesse contexto, vários investidores passaram a integrar OT nas suas carteiras através da aquisição em mercado secundário, o que se traduziu num aumento significativo da procura por títulos soberanos portugueses, em antecipação à entrada de Portugal no FTSE WGBI. Neste sentido, em outubro de 2024, o volume médio diário transacionado de OT ascendeu a 850 milhões de euros, tendo mais do que duplicado em relação ao mês anterior. Em resultado, observou-se uma maior liquidez dos títulos soberanos portugueses, o que contribuiu para uma maior facilidade da sua negociação nos mercados internacionais e, conseqüentemente, para a redução dos intervalos *bid-offer*. O *bid-offer* médio do *benchmark* a dez anos diminuiu progressivamente ao longo de 2024, passando de 0,74 cêntimos no primeiro trimestre para 0,22 cêntimos no quarto trimestre. No seu conjunto, todos estes fatores contribuíram para criar condições mais favoráveis à atração de novos investidores, tanto em termos geográficos como institucionais, promovendo assim a diversificação da base de investidores da República.

3. Ativos e Passivos do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos

Em 31 de dezembro de 2024, o saldo da dívida direta do Estado² avaliado ao câmbio de final de período, cifrou-se em 305,7 mil milhões de euros (ver quadro 20, no Anexo 5), o que representa um aumento de 9,7 mil milhões de euros face ao verificado em 2023 (uma variação de 3,3%).

A variação anual decorre, essencialmente, do incremento do saldo de OT em 8,7 mil milhões de euros (contributo de 3,0 p.p.) e de BT em 6,0 mil milhões de euros (contributo de 2,0 p.p.). Adicionalmente, verificaram-se acréscimos do saldo de Certificados Especiais de Dívida de Médio e Longo Prazo (CEDIM) em 1,3 mil milhões de euros (contributo de 0,4 p.p.) e dos empréstimos do PRR em 1,2 mil milhões de euros (0,4 p.p.), a par do saldo de Certificados de Aforro (CA) em 0,7 mil milhões de euros (contributo 0,2 p.p.) e de outros instrumentos não transacionáveis, em particular empréstimos do Banco Europeu de Investimento (BEI), em 0,7 mil milhões de euros (contributo 0,2 p.p.).

A evolução ascendente dos instrumentos acima referidos foi apenas parcialmente compensada pelo decréscimo dos saldos de Certificados Especiais de Dívida Pública (CEDIC), em 5,2 mil milhões de euros (contributo de -1,8 p.p.), de MTN denominada em dólares (USD), em 2,4 mil milhões de euros (contributo de -0,8 p.p.) e de Certificados do Tesouro (CT), em 1,3 mil milhões de euros (contributo de -0,4 p.p.).

A emissão de dívida de médio e longo prazo representou, como habitualmente, a principal fonte de financiamento líquido da República. As emissões brutas de OT, avaliadas ao valor de encaixe, totalizaram 16,1 mil milhões de euros, resultando numa emissão líquida positiva de 7,9 mil milhões de euros: O peso relativo das OT no *stock* de dívida (valor nominal) aumentou de 52,2% no final de 2023 para 53,3% em 2024. Considerando também o saldo de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), de MTN e Outras Obrigações em euros, o peso relativo da dívida transacionável de médio e longo prazo emitida em euros fixou-se em 54,0%, o que compara com 52,8% em 2023.

No que respeita à dívida de curto prazo, registou-se um aumento do saldo vivo em torno de 0,8 mil milhões de euros, resultado do aumento do saldo de BT em 6,0 mil milhões de euros, parcialmente compensado pela redução líquida dos CEDIC em 5,2 mil milhões de euros. Por sua vez, as Contas-Margem, associadas a operações de derivados para cobertura de risco cambial e de taxa de juro, apresentaram uma variação líquida marginalmente negativa (de -0,1 mil milhões de euros). Ainda assim, assistiu-se a uma ligeira redução do peso relativo dos instrumentos de dívida de curto prazo, em 0,1 p.p., fixando-se em 10,8% no final de 2024. Esta diminuição resultou do comportamento de outros instrumentos de dívida, que aumentaram em valor absoluto, diminuindo assim o peso da dívida de curto prazo (em euros) no conjunto do *stock* da dívida.

² A dívida direta do Estado é um conceito que difere da dívida pública compilada pelo Banco de Portugal para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (dívida de Maastricht, apresentada no gráfico 5) em vários aspetos, entre os quais se destaca: (i) diferenças de delimitação do setor – a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de Maastricht se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor 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, isto é, excluem-se os ativos das Administrações Públicas em passivos emitidos pelas próprias Administrações Públicas.

O peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo empréstimos oficiais) passou a ser nulo em 2024 (face a 0,8% do total em 2023), em consequência da amortização total da MTN denominada em USD (no montante de 2,6 mil milhões de dólares), que atingiu a maturidade em outubro de 2024.

Os empréstimos oficiais (PAEF, SURE e os empréstimos no âmbito do PRR) registaram um ligeiro decréscimo no seu peso relativo no *stock* da dívida, passando de 18,8%, em 2023, para 18,6% no final de 2024. A diminuição destes empréstimos reflete, essencialmente, o comportamento de outros instrumentos de dívida, que aumentaram em valor absoluto, diminuindo assim o peso dos empréstimos oficiais no total da dívida. Em 2024, verificou-se um incremento do saldo do empréstimo do PRR, com o desembolso pela Comissão Europeia da quinta tranche em dezembro no montante de 1,3 mil milhões de euros.

Em 2024, o peso dos instrumentos de retalho (CA e CT) registou uma redução, ao passar de 15,2% para 14,6%, refletindo a evolução desfavorável dos CT, cujas subscrições líquidas negativas excederam as subscrições líquidas positivas dos CA. Em termos agregados, o volume de emissões líquidas do retalho (CA/CT) foi negativo, fixando-se em torno de -0,6 mil milhões de euros, correspondentes a subscrições brutas destes instrumentos de 3,9 mil milhões de euros.

Ao longo do ano, os CT registaram, à semelhança do verificado no ano precedente, um nível reduzido de subscrições. Este comportamento, aliado a um volume elevado de reembolsos, ainda que inferior ao verificado em 2023, resultou, pelo terceiro ano consecutivo, num valor líquido negativo de subscrições anuais. No caso dos CA, verificou-se um abrandamento significativo das subscrições nos primeiros nove meses do ano, em linha com a tendência do segundo semestre de 2023, após o encerramento da Série E a novas subscrições, e o lançamento da nova Série F, com condições de remuneração menos atrativas, a par do estabelecimento de limites máximos de subscrição por conta aforro mais restritos e, cumulativos com os da Série E. Em setembro de 2024, esses limites máximos de subscrição por conta aforro foram aumentados, quer em termos de subscrições máximas da Série F (passando de 50 000 para 100 000 unidades por conta aforro), quer em termos cumulativos com a Série E (passando de 250 000 para 350 000 unidades por conta aforro). Por sua vez, no último trimestre de 2024, verificou-se uma aceleração das subscrições de CA, que contribuiu para uma emissão líquida positiva deste instrumento no conjunto do ano.

Encargos correntes da dívida

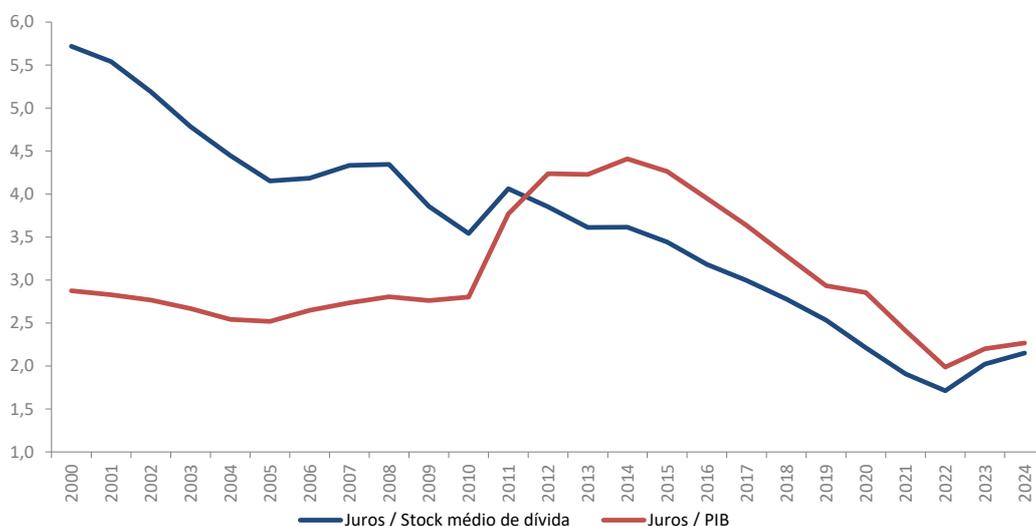
Em 2024, os encargos correntes da dívida direta do Estado, numa ótica de contabilidade pública, cifraram-se em 7,0 mil milhões de euros, denotando um aumento de 282 milhões de euros face ao ano anterior (ver quadro 21, no Anexo 6). Por sua vez, os juros recebidos de aplicações financeiras registaram um decréscimo de 143 milhões de euros face a 2023, fixando-se em 165 milhões de euros.

O aumento dos juros pagos reflete, em primeiro lugar, o acréscimo de cerca de 256 milhões de euros dos juros dos CA e CT, determinado pelo incremento dos juros associados aos CA devido à subida das taxas de juro de referência e ao pagamento dos prémios de permanência. Por sua vez, os juros associados a outros instrumentos de dívida registaram um acréscimo de 213 milhões de euros, em grande medida explicado pelo aumento das taxas de juro pagas na remuneração de CEDIC. No caso dos BT, os juros pagos ascenderam a 175 milhões de euros, representando um acréscimo de 130 milhões de euros face ao ano precedente, em consequência da realização de emissões a taxas de juro positivas, ao contrário do que tinha vindo a acontecer nos últimos anos, e do crescimento do saldo vivo. No que respeita aos juros dos empréstimos oficiais, verificou-se um aumento de 115 milhões de euros face ao ano anterior, traduzindo, essencialmente, o incremento do custo associado aos empréstimos do Fundo

Europeu de Estabilização Financeira (FEEF) — cuja taxa é variável —, a par do aumento de juros decorrente da extensão total da tranche do empréstimo do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), em abril 2024, com um incremento da taxa de juro associada à tranche cuja maturidade foi estendida e cujo primeiro pagamento de cupão ocorreu ainda em 2024. Em sentido contrário, os juros de OT, que representam a maior parcela dos juros pagos, registaram uma redução de 408 milhões de euros face ao ano anterior, para a qual contribuiu, essencialmente, o vencimento da OT 4,95% outubro 2023, a par do efeito de operações de recompra e de troca efetuadas em 2023, com impacto na redução do saldo vivo de linhas de OT com cupões associados mais elevados.

Numa ótica de Contas Nacionais, em 2024, os juros pagos da dívida direta do Estado fixaram-se em 6,5 mil milhões de euros, tendo aumentado pelo segundo ano consecutivo, quebrando assim a trajetória descendente observada nos últimos anos. O aumento anual dos juros pagos ascendeu a 571 milhões de euros e refletiu a evolução desfavorável do efeito preço (subida da taxa de juro implícita) e, em menor magnitude, o efeito associado ao aumento do saldo vivo da dívida (ver quadro 22, no Anexo 6). A taxa de juro implícita registou um incremento ligeiro, tendo atingido os 2,1% em 2024 (face a 2,0% em 2023). Por sua vez, os juros recebidos de aplicações financeiras ascenderam a 166 milhões de euros em 2024, registando uma redução de 144 milhões de euros face a 2023, traduzindo-se num total de juros, em termos líquidos, no montante de 6,3 mil milhões de euros. Neste contexto, o peso dos juros no PIB aumentou marginalmente, passando de 2,2 % em 2023 para 2,3% em 2024.

Gráfico 21 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais) (%)



Fonte: IGCP

3.2. Tesouraria do Estado

Disponibilidades da Tesouraria do Estado

A repartição das disponibilidades da tesouraria do Estado, no biénio de 2023-2024, é apresentada no Quadro 3.

Quadro 3 – Contas de Disponibilidades

(milhões de euros)	dez/23	dez/24
Contas no BdP	5 674	6 305
Apli. Financeiras nas IC	0	0
Apli. Financeiras em Títulos de Dívida Pública	155	0
Contas em Divisas	7	9
Outras Contas Bancárias	0	0
Contas RCE (Bancos, CTT, SIBS, IRN e Caixas do Tesouro)	568	384
Depósitos Externos nas IC	2	2
Cheques a Cobrar	1	0
TOTAL	6 407	6 700

Fonte: IGCP

As disponibilidades da tesouraria do Estado, no final de 2024, registaram um acréscimo de cerca de 293 milhões de euros, face ao ano transato, em resultado do aumento de 11% dos valores depositados no Banco de Portugal (BdP).

No final do ano de 2024, a posição de tesouraria do Estado, incluindo as contas no BdP e outras aplicações financeiras, ascendia a 6,3 mil milhões de euros, o que compara com um valor de 5,8 mil milhões de euros no final do ano anterior (ou 5,7 mil milhões de euros, excluindo contas-margem). O aumento da posição de tesouraria no final do ano 2024 reflete sobretudo a subida prevista das necessidades de financiamento no ano seguinte (2025 face a 2024), assegurando, simultaneamente, a manutenção de um nível prudencial, que atende às condições gerais de mercado e às condições de financiamento do Estado português, e a redução dos encargos financeiros associados à sua manutenção, no âmbito de um quadro de otimização do saldo médio de tesouraria.

Unidade da Tesouraria do Estado

O regime da tesouraria do Estado (RTE), estabelecido pelo Decreto-Lei nº 191/99, de 5 de junho e reforçado anualmente pela Lei do Orçamento do Estado (LOE), veio definir o princípio de Unidade da Tesouraria do Estado (UTE), segundo o qual toda a movimentação de fundos públicos deve ser centralizada em contas bancárias no IGCP. A UTE constitui, assim, um instrumento fundamental para a otimização da gestão da liquidez e do financiamento do Estado.

A distribuição dos fundos dos serviços e entidades públicas, centralizados na tesouraria do Estado, pode ser observada no Quadro 4, tendo como referência o universo dos serviços e entidades públicas que utilizam o *Internet Banking* (IB) - a aplicação que funciona como o suporte informático privilegiado para o adequado cumprimento da UTE.

Quadro 4 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas

Tipo Cliente	Disponibilidades (milhões de euros)							
	Dep. Ordem		CEDIC		CEDIM		TOTAL	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
ONSUTE	1 421	2 555	10 225	7 327	0	0	11 646	9 882
SEE	1 136	1 200	2 129	2 006	1	1	3 266	3 206
SFA	1 816	2 485	15 325	13 772	702	1 988	17 844	18 244
SI	1 712	1 247	1 550	877	0	0	3 261	2 124
TOTAL	6 085	7 486	29 229	23 982	703	1 988	36 016	33 456

Fonte: IGCP

O valor das disponibilidades dos Clientes na tesouraria do Estado registou um decréscimo de 2,6 mil milhões de euros, em resultado da diminuição de cerca de 5,2 mil milhões de euros dos valores aplicados em CEDIC.

O grupo dos Serviços e Fundos Autónomos (SFA) é responsável por cerca de 55% dos valores das disponibilidades na tesouraria do Estado, a 31 de dezembro de 2024, logo seguido pelos organismos não sujeitos à unidade da tesouraria do Estado (ONSUTE), com cerca de 30% do valor total.

Ações de Promoção da Unidade da Tesouraria do Estado

Durante o ano de 2024 foram desenvolvidas várias ações de promoção da UTE que contribuíram significativamente para atingir o nível de disponibilidades centralizadas na tesouraria do Estado, conforme indicado no Quadro 4 do presente relatório.

A promoção da UTE junto dos serviços e entidades públicas foi sendo realizada através de reuniões, celebração de protocolos de prestação de serviços, emissão de pareceres sobre a UTE e, de forma persistente, através dos contatos estabelecidos com os gestores de conta.

No decurso dessas ações, o IGCP procurou sempre aconselhar os serviços e entidades públicas a utilizar as ferramentas que melhor se adequam à sua realidade, dentro do leque de serviços bancários disponibilizados pela tesouraria do Estado.

Das ações implementadas, destacam-se os contatos efetuados junto das Escolas de Ensino Básico e Secundário, no sentido do cumprimento do determinado pelo nº 15.º, do artigo 91.º, do DL nº 17/2024, de 29 de janeiro, visando a movimentação das contas bancárias, que foram abertas em 2023, com os valores relativos a receitas de impostos e fundos europeus.

No âmbito da parceria com a AMA, iniciada em 2023, para o desenvolvimento de uma nova plataforma que permitirá a evolução do atual Documento Único de Cobrança (DUC) para o DUC em tempo real (DUC-TR), possibilitando a imediata emissão e cobrança desses documentos, o IGCP em 2024, continuou os trabalhos de preparação com vista ao desenvolvimento da nova plataforma, que se prevê disponibilizar às entidades administradoras de receitas e entidades cobradoras, entre o final de 2025 e o início de 2026.

Em paralelo com os trabalhos para o desenvolvimento da plataforma do DUC-TR, intensificaram-se os contatos com os serviços e entidades públicas no sentido da adesão à rede de cobranças do Estado

(RCE), mediante a utilização do DUC, como referência de pagamento, os quais se traduziram em mais cinco novas adesões.

O valor centralizado na tesouraria do Estado, através do DUC, no ano em reporte, situou-se em cerca de 98 mil milhões de euros, em resultado da cobrança de cerca de 36 milhões de documentos.

Das ações empreendidas pelo IGCP para a promoção da UTE, resultou também, a celebração de vinte e nove protocolos de prestação de serviços bancários: 52% relativos à disponibilização de TPA (no final de 2024, o IGCP tinha disponibilizado cerca de 5.562 TPA Físicos e 18 Virtuais cedidos, que permitiram a entrada de fundos públicos na tesouraria do Estado de cerca de 400 milhões de euros), 31% relativos a protocolos de depósito de cauções a favor de terceiros (serviço sucedâneo das garantias bancárias) e 17% correspondente aos protocolos tripartidos celebrados entre o IGCP/AMA/Cliente, para a adesão ao DUC.

Ainda no ano em reporte, foram implementados os novos serviços bancários abaixo identificados e efetuada a sua divulgação juntos dos serviços e entidades públicas:

- CoP - Confirmação de Beneficiário/Devedor (*Confirmation of Payee/Payer*): Funcionalidade desenvolvida pelo Banco de Portugal, com o objetivo de reforçar a transparência e a confiança dos utilizadores emissores de transferências bancárias, garantindo que estas são efetuadas para o seu beneficiário efetivo, constituindo, assim, um importante instrumento de combate à fraude;
- SPIN - Serviço de Identificador para Derivação de Conta: Funcionalidade desenvolvida pelo Banco de Portugal, que permite efetuar transferências a crédito (nacionais) apenas com o número de telemóvel (para Particulares, Empresários em nome individual ou Profissionais Liberais) ou Número de Identificação de Pessoa Coletiva (NIPC, para Empresas) do beneficiário;
- Transferências imediatas: vertente de recebimentos.

Em 2024 foi ainda efetuado o desenvolvimento que irá permitir, a partir de 2025, a centralização dos valores arrecadados via TPA físicos e virtuais, via MBWAY e *via Sibs Digital Payments* (SPG), diretamente em conta no IGCP, reduzindo, deste modo, os motivos de dispensa da UTE concedidos.

Nos termos do n.º 6, do artigo 105.º, da Lei n.º 82/2023, de 29 de dezembro os serviços e entidades públicas podem ser dispensados do cumprimento da UTE. Cumulativamente pelo n.º 7, do artigo 91.º, do Decreto-Lei n.º 17/2024, de 29 de janeiro, pode o IGCP, em situações excecionais devidamente fundamentadas, autorizar a dispensa do cumprimento desse princípio, pelo prazo máximo de dois anos.

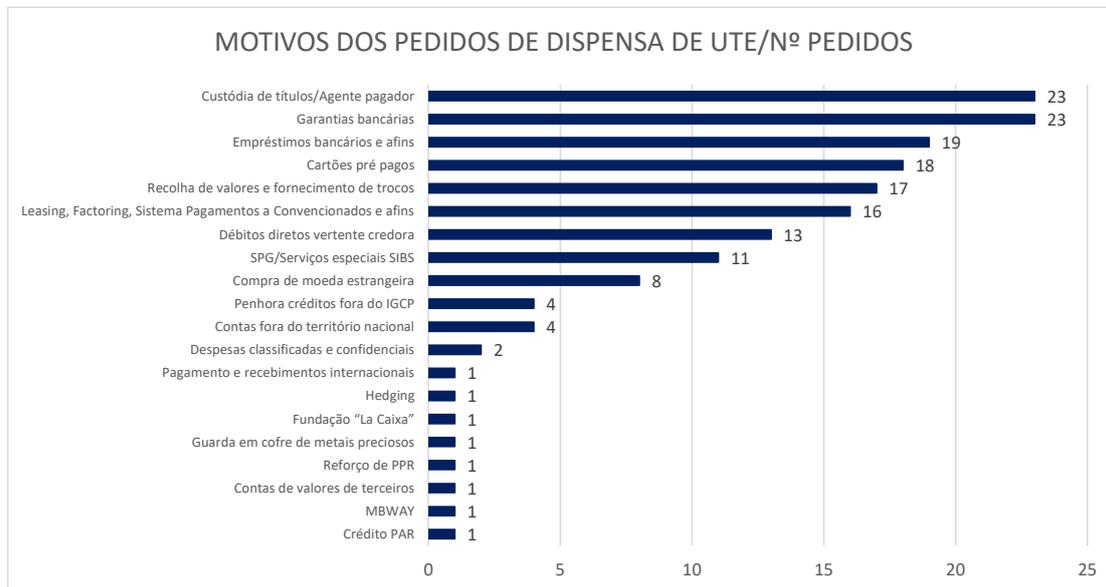
Em 2024, o IGCP emitiu 88 pareceres sobre pedidos de isenção do cumprimento da UTE solicitados pelos serviços e entidades públicas, 22% dos quais foram formulados por entidades do Ministério da Saúde e 20% do Ministério das Infraestruturas. As dispensas foram solicitadas, maioritariamente, por SEE (64%) e organismos pertencentes aos SFA (28%).

O Gráfico 22 ilustra os motivos apresentados pelos serviços e entidades públicas para justificar os pedidos de dispensa solicitados.

Destaque-se as quatro razões mais invocadas nos pedidos de isenção da UTE, que representam 50% do total dos motivos apresentados: custódia de títulos (excluindo dívida pública nacional), empréstimos e

garantias bancárias³ (as garantias podem, por vezes, ser substituídas por depósitos de cauções) e cartões pré-pagos.

Gráfico 22 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE



Fonte: IGCP

No que respeita aos contatos estabelecidos pelos gestores de conta, é de salientar que os serviços e entidades públicas, em inquérito de satisfação realizado em 2024, avaliaram em 89% o seu grau de satisfação com o desempenho dos respetivos gestores.

³ Serviços bancários que o IGCP não presta, por não ter enquadramento legal para o efeito.

4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco

4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado

Durante o ano de 2024 não foram executadas novas operações de derivativos, mantendo-se apenas posições destinadas a assegurar a cobertura do risco de taxa de juro da emissão sindicada da OT, realizada no início de janeiro, e a manter a cobertura cambial da emissão de dívida em dólares, que venceu em outubro.

Em 31 de dezembro de 2024 todas as posições já tinham terminado, não existindo operações vivas.

O resultado líquido da carteira de derivativos foi positivo em 72,5 milhões de euros em 2024, justificado sobretudo pela valorização do euro face ao dólar e pela subida de taxas de juro de longo prazo no início do ano.

Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivativos

(milhões de euros)	Valor de Mercado		Cashflow no período (*)	Variação Líquida
	31-dez-24	29-dez-23		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) - (2) + (3)
Taxa de juro	0	-40,9	-23,6	17,3
Taxa de câmbio	0	-18,8	36,4	55,2
Total	0	-59,7	12,8	72,5

Fonte: IGCP

4.2. Carteira de derivados das EPR

No âmbito da gestão da dívida pública direta do Estado, é competência do IGCP o acompanhamento da carteira de derivados das entidades do setor público empresarial, cujo financiamento é assegurado através do Orçamento do Estado (EPR – Empresas Públicas Reclassificadas).

Considerando que as EPR estão impedidas de obter financiamento em mercado, não têm sido contratados novos instrumentos financeiros derivativos de cobertura de risco.

Durante o ano de 2024 verificou-se apenas o vencimento dos derivativos do Metropolitano de Lisboa, com um valor nominal de 100 milhões de euros.

Assim, em 31 de dezembro de 2024, permaneciam vivos três instrumentos derivativos nas carteiras das EPR, todos da carteira do Metropolitano de Lisboa, com um valor de mercado de -0,6 milhões de euros e um valor contratual de 160 milhões de euros.

Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR

(milhões de euros)	Nº derivados no final do ano	Valor de mercado		Cashflow no período (*)	Variação Líquida
		31-dez-24	29-dez-23		
		(1)	(2)	(3)	(4) = (1) - (2) + (3)
Metropolitano de Lisboa	3	-0,6	-5,2	-1,6	3,0

(*) *Cashflows* positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto *cashflows* negativos correspondem a pagamentos efetuados.

Fonte: Valorização efetuada pelo IGCP, com exceção do valor de um derivado do Metropolitano de Lisboa em que é usada a valorização da contraparte.

4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2024, o IGCP procurou efetuar uma gestão mais ativa das disponibilidades de tesouraria, no intuito de obter uma remuneração superior à oferecida pelo Banco de Portugal nos depósitos à ordem. Com esta gestão ativa, o IGCP tem conseguido obter taxas de remuneração dos excedentes de tesouraria do Estado próximas da taxa de referência do mercado monetário do euro para o prazo *overnight* (€STR), permitindo compensar a redução, com efeito a partir de 1 de maio de 2023, da remuneração dos depósitos à ordem no Banco de Portugal para €STR -0,20%.

Entre as aplicações realizadas, destacam-se as operações de *reverse repos*, através das quais o IGCP aplica parte do excedente de liquidez a muito curto prazo, recebendo como garantia obrigações ou bilhetes do tesouro de emitentes europeus *core/ semi-core* (com *rating* não inferior a AA-) da área do euro e de Portugal⁴. A atividade de contratação de *reverse repos* teve uma maior incidência na segunda metade do ano, após a conclusão da documentação legal de suporte à negociação destes instrumentos⁵ com várias contrapartes financeiras.

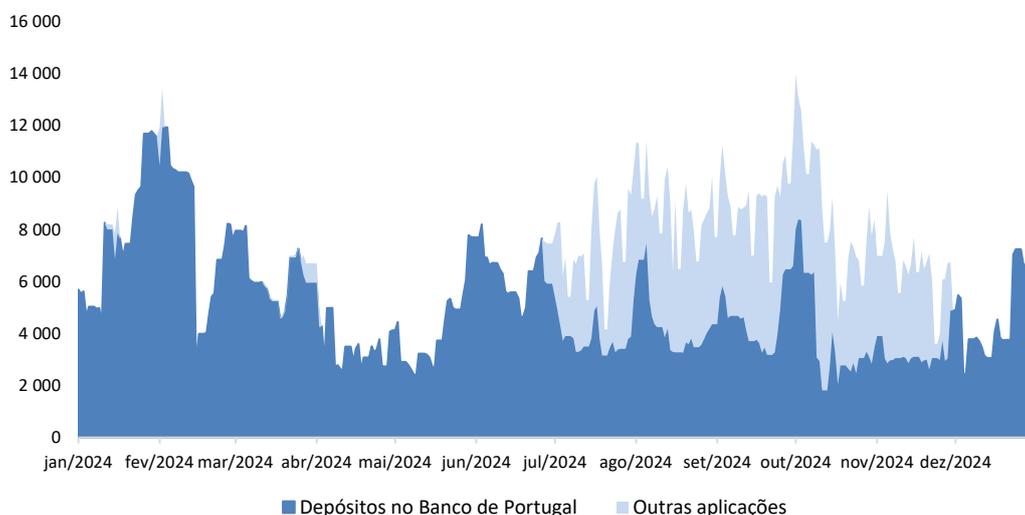
No final do ano de 2024, a posição de tesouraria do Estado equivalia a 6,3 mil milhões de euros, o que compara com um valor de 5,8 mil milhões de euros no final do ano anterior, valor que se encontrava, na sua totalidade, depositado no Banco de Portugal no final do ano.

⁴ Um *reverse repo* é uma operação em que o IGCP compra títulos (em troca de dinheiro) com a promessa de os revender numa data posterior, pré-acordada, e receber o valor aplicado acrescido de juros (semelhante a um depósito colateralizado).

⁵ *Global Master Repurchase Agreements* (GMRA).

Gráfico 23 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado

(milhões de euros)



Fonte: IGCP

Durante o ano de 2024, o custo de financiamento para manutenção do saldo de Tesouraria, calculado com base no custo médio de BT e OT (ou apenas de BT), registou uma ligeira redução face ao pico registado no ano passado, beneficiando do ciclo de cortes das taxas de juro iniciado pelo BCE em meados do ano. Simultaneamente, durante o ano, o saldo médio de depósitos (e outras aplicações) do IGCP também registou um decréscimo face aos valores observados em 2023, concorrendo também para a redução do custo de financiamento do saldo de Tesouraria. Neste contexto, a remuneração dos depósitos e outras aplicações foi menor que a recebida no ano passado.

Desta forma, o custo líquido do saldo de tesouraria diminuiu para metade face ao valor de 2023: 0,6%, considerando o custo médio de financiamento de OT e BT, ou 0,5%, considerando apenas o custo de financiamento de BT.

Quadro 7 – Estimativa do custo da posição de tesouraria

(milhões de euros)

	Taxa implícita stock total ⁽¹⁾			Custo médio (BT+OT) ⁽²⁾			Custo médio (BT) ⁽³⁾		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Saldo médio de depósitos	14 676	13 724	6 407	14 676	13 724	6 407	14 676	13 724	6 407
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	1,7%	2,0%	2,1%	1,2%	3,4%	3,2%	0,1%	3,2%	3,1%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	252	278	138	182	470	204	9	435	200
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	-13	-309	-165	-13	-309	-165	-13	-309	-165
Custo líquido do saldo de Tesouraria	239	-31	-28	169	161	38	-3	126	35
Em % do saldo médio de depósitos	1,6%	-0,2%	-0,4%	1,2%	1,2%	0,6%	0,0%	0,9%	0,5%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Notas: (1) Taxa de juro implícita calculada como o rácio entre os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais e o stock médio da dívida direta do Estado num determinado ano. (2) Custo de financiamento de BT e OT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) e OT incorrido durante o ano. (3) Custo de financiamento de BT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) incorrido durante o ano.

Fonte: IGCP

4.4. Indicadores de Custo

Em 31 de dezembro de 2024, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado⁶ era de 300.738 milhões de euros, refletindo um desconto de 2,9% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu em 2024 para 2,1% e a *yield* média desceu para 2,5%. O prazo médio de amortização da dívida manteve-se em 7,2 anos.

Quadro 8 – Indicadores⁷ de custo em fim de ano (milhões de euros)

	2022	2023	2024
<i>Stock da Dívida Direta do Estado</i>	286.411	296.037	305.970
Cupão Médio	1,9%	2,4%	2,1%
<i>Yield Média</i>	3,0%	2,9%	2,5%
Prazo Médio Amortização (anos)	7,2	7,2	7,2
Valor Mercado	269.835	289.591	300.738
Prémio (incl. Juro Corrido)	-6,7%	-3,4%	-2,9%

Fonte: IGCP

4.5. Indicadores de Risco

As Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública (*guidelines*) identificam os indicadores de risco considerados mais relevantes para a carteira de dívida do Estado e estabelecem limites para a exposição que a carteira pode assumir. As *guidelines* definem limites máximos para o risco de taxa de juro (perfil de *refixing* e duração modificada), o perfil de refinanciamento, risco cambial e risco de crédito da carteira ajustada.

CaR – Cost at Risk

A estimativa do CaR da carteira de dívida quantifica o efeito de variações nas taxas de juro sobre o valor dos encargos associados à carteira de dívida, avaliado numa perspetiva de *cash-flow*, no horizonte temporal futuro relevante. O CaR absoluto quantifica o nível máximo dos encargos com a dívida pública que poderá ser atingido, com um nível de confiança de 95%, num dado horizonte temporal, refletindo a exposição total ao risco de taxa de juro. O CaR relativo, por sua vez, mede o desvio máximo face ao

⁶ A dívida direta do Estado (compatível com a definição reportada no Boletim Mensal do IGCP e com a carteira considerada para efeitos dos indicadores de risco reportados trimestralmente ao *ESDM - Economic and Financial Committee's Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets*) não inclui as aplicações de tesouraria e inclui o numerário recebido nas contas-margem associadas a derivados financeiros e os títulos emitidos para entrega como colateral.

⁷ O cupão médio é calculado anualizando o juro corrido entre os dois últimos dias úteis do ano dividido pelo *outstanding* para o último dia útil. O indicador prémio resulta de subtrair a unidade ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*. A *yield* média corresponde a considerar uma Obrigação do Tesouro de maturidade igual ao prazo médio de amortização, que paga anualmente o cupão médio e que tem preço igual ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*.

valor esperado desses encargos, captando a variabilidade do custo da dívida em resposta a choques nas taxas de juro.

A estimativa do CaR parte, em primeiro lugar, da previsão das necessidades de financiamento implícitas no Orçamento do Estado para 2025, incluindo o saldo orçamental primário. Em segundo lugar, considera-se a posição inicial da carteira de dívida no final de 2024, nomeadamente a sua composição por maturidade — cujos valores de amortização determinam os montantes a refinar em 2025 — e por tipo (fixa ou variável), e taxa de juro e *spreads*, que condicionam os fluxos de encargos já contratados. Além desta informação, tem-se em consideração o programa de financiamento para 2025, que traduz a estratégia previsível do IGCP em termos de emissões de curto e longo prazo, e respetivo perfil de maturidade. Finalmente, para captar a incerteza associada à evolução das taxas de juro, é gerado um conjunto de cenários simulados para a estrutura temporal das taxas (BT e OT), através de um modelo VAR multivariado, alimentado por três fatores principais (nível, inclinação e curvatura), extraídos por Análise de Componentes Principais (PCA), que captam a dinâmica histórica e permitem projetar trajetórias plausíveis daquela curva ao longo do horizonte considerado.

Com base nesta abordagem metodológica:

- O valor esperado dos encargos com a carteira para 2025 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de 7.088 milhões de euros;
- Existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder 7.259 milhões de euros (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro;
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de 171 milhões de euros. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, por via da variação das taxas de juro, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,06 p.p. em 2025 é inferior a 5%.

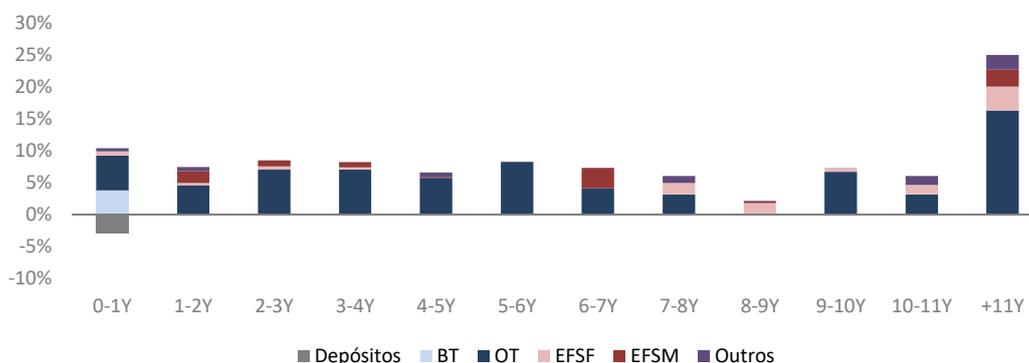
Risco de refinanciamento

A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração, para além de variáveis de mercado⁸, o controlo do perfil de refinanciamento, no sentido de evitar concentrações excessivas de amortizações que possam vir a onerar o custo de financiamento da carteira.

Os limites absolutos impostos à percentagem da carteira a vencer num prazo de 12 meses, 24 meses e 36 meses são, respetivamente, 25%, 40% e 50%. No final de 2024, a carteira ajustada apresentava o perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

⁸ A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração diversas variáveis de mercado, nomeadamente a negociabilidade, a liquidez, a manutenção de uma curva da República, entre outras.

Gráfico 24 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2024



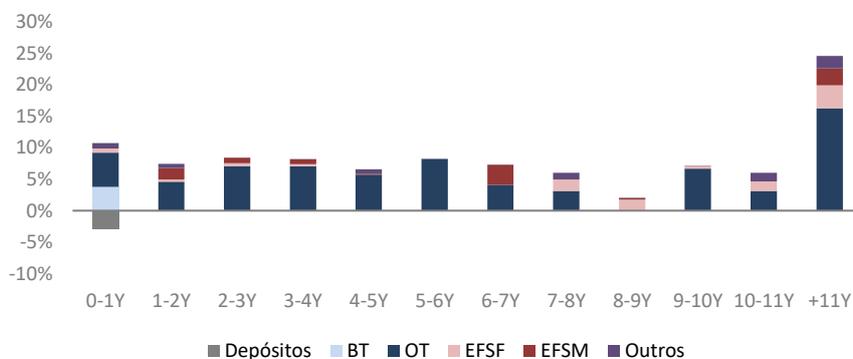
Fonte: IGCP

Risco de taxa de juro

A duração modificada⁹ da carteira de dívida total e ajustada situava-se, no final de 2024, em 4,40 e 5,66 anos, respetivamente. Durante o ano de 2024, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0 anos.

No final de 2024, a carteira apresentava o perfil de *refixing* (i.e., percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos) evidenciado na figura seguinte.

Gráfico 25 – Perfil de refixing no final de 2024



Fonte: IGCP

Risco de taxa de câmbio

No final de 2024, quer a exposição cambial primária (i.e., não incluindo operações de cobertura), quer a exposição cambial líquida (i.e., após derivados de cobertura) não tinha qualquer peso no total da carteira de dívida ajustada, cumprindo assim os limites fixados nas *guidelines*.

⁹ A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

Risco de crédito

A assunção de risco de crédito por parte da República decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, *repos* e aplicações no mercado monetário. As Normas Orientadoras em vigor, aprovadas pela Tutela em 2013, estabelecem a diversificação dos riscos e a atribuição de limites de exposição a cada contraparte, em função da sua qualidade creditícia.

O risco de crédito de cada contraparte (i.e., de todos os seus contratos derivados com a República) é apurado de acordo com uma metodologia que contempla duas componentes: o seu valor de mercado atual, que representa o valor de substituição da transação, e uma exposição potencial, que pretende estimar a variação potencial desse valor no futuro. Ao valor que resulta da soma destas duas componentes deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do *Credit Support Annex* (CSA).

Ao longo de 2024, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se, em todos os momentos, abaixo do limite global aplicável a este tipo de exposição, fixado em 3% do valor da carteira ajustada.

Quadro 9 – Indicadores de risco em fim de ano

(milhões de euros)

	2022	2023	2024
Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada)	1,27%	1,16%	0,00%
Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada)	0,00%	0,00%	0,00%
Duração Carteira Total (anos)	4,50	4,46	4,40
Duração Carteira Ajustada (anos)	5,39	5,88	5,71

Fonte: IGCP

Anexos

A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2024

Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública

(milhões de euros)

	2023	2024
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	3 455	9 772
Défice Orçamental	189	5 656
Aquisição líquida de activos financeiros (excepto privatizações)	3 266	4 116
2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)	53 332	47 402
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	6 350	4 469
Dívida de curto prazo em euros	29 222	32 198
Dívida de médio e longo prazo em euros	17 950	8 324
Dívida em moedas não euro	381	2 429
Fluxos de capital de swaps (líq.)	-571	-18
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	56 787	57 174
4. FONTES DE FINANCIAMENTO	57 517	57 294
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	522	1 009
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	56 995	56 285
Emissões de dívida no Período Complementar	0	0
5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3.)	1 009	28
p.m. Discrepância estatística	279	-93
p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)	60 795	56 285
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	3 800	0
Relativas ao Orçamento do ano	56 995	56 285

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 11 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria

(milhões de euros)

Necessidades e fontes de financiamento 2023 e 2024	2023	2024
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	19 751	19 634
Défice orçamental do Estado	189	5 656
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	3 266	4 116
Operações pontuais	0	0
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	13 649	7 433
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1 500	0
Outras amortizações de dívida MLP	1 147	2 429
FONTES DE FINANCIAMENTO	19 751	19 634
Utilização de depósitos (excl contas margem)	638	-632
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	694	1 271
Emissões OT e MTN	9 393	15 287
Emissões OTRV	0	0
Outras emissões de dívida MLP	39	805
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	-4 563	5 689
Emissões líquidas CA/CT	10 222	-605
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	3 327	-2 182
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem e outras aplicações)	5 674	6 305
Saldo de contas-margem no final do ano e outras aplicações	155	0
Saldo total de depósitos no final do ano	5 828	6 305

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

A2. Composição do Financiamento em 2024

Quadro 12 – Composição do financiamento

(milhões de euros)

	Emissão	Amortização	Líquido
DÍVIDA EURO	56 285	44 991	11 295
CA - Certificados de Aforro	3 821	3 137	684
CT - Certificados do Tesouro	43	1 332	-1 289
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	23 982	29 228	-5 246
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	1 285	0	1 285
BT - Bilhetes do Tesouro	8 995	2 968	6 026
OT - taxa fixa	16 084	8 212	7 872
OTRV	0	0	0
FEEF	0	0	0
MEEF	21	0	21
SURE	0	0	0
PRR	1 250	0	1 250
Outra Dívida curto prazo	0	2	-2
Outra Dívida longo prazo	805	112,004	693
DÍVIDA NÃO EURO	0	2 429	-2 429
FMI	0	0	0
Outra Dívida	0	2 429	-2 429
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)	0	-18	18
TOTAL	56 285	47 402	8 884

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 13 – Emissão de OT via sindicato

Data	Emissão	Valor nominal (milhões de euros)	Taxa de emissão	Diferencial vs benchmark ⁽¹⁾ (pb)	Mid swap spread(pb)
04-jan-2024	OT 2,875% OUT 2034	4,000	2.997%	86	40
22-mai-2024	OT 3,625% JUN 2054	3,000	3.678%	99	115

¹ Bund.

Fonte: IGCP

Quadro 14 – Emissão de OT via leilão

Data	Título	Leilão competitivo valor nominal (milhões de euros)	Leilão não-competitivo valor nominal (milhões de euros)	Taxa de corte/alocação	Mid swap spread(pb)
24-jan-2024	OT 2,125% OUT 2028	345	0	2,471%	-22,7
24-jan-2024	OT 1,15% ABR 2042	675	0	3,462%	72,4
24-jan-2024	OT 4,1% FEV 2045	679	0	3,527%	83,4
14-fev-2024	OT 1,95% JUN 2029	453	136	2,656%	-8,6
14-fev-2024	OT 2,875% OUT 2034	800	224	3,149%	40,7
14-fev-2024	OT 1,0% ABR 2052	531	148	3,568%	103,8
13-mar-2024	OT 0,3% OUT 2031	485	0	2,645%	6,8
13-mar-2024	OT 1,15% ABR 2042	516	0	3,262%	74,6
10-abr-2024	OT 2,25% ABR 2034	641	0	2,937%	29,8
10-abr-2024	OT 3,5% JUN 2038	353	0	3,227%	57,0
10-abr-2024	OT 4,1% FEV 2045	529	0	3,433%	86,3
08-mai-2024	OT 2,875% OUT 2034	405	0	3,075%	33,9
08-mai-2024	OT 3,5% JUN 2038	608	0	3,297%	55,2
13-nov-2024	OT 2,875% OUT 2034	577	150	2,851%	49,6
13-nov-2024	OT 4,1% FEV 2045	432	112	3,304%	99,0
		8 029	770		

Fonte: IGCP

Quadro 15 – Ofertas de troca de OT

Data	Título	Posição	Exchange offer YTM	Valor nominal (milhões de euros)
25-Sep-24	OT 3,5% JUN 2038	Emissão	3.07%	500
25-Sep-24	OT 1,15% NOV 2042	Emissão	3.20%	170
25-Sep-24	OT 1,0% ABR 2052	Emissão	3.34%	255
				925
25-Sep-24	OT 2,875% JUL 2026	Compra	2.19%	575
25-Sep-24	OT 4,125% ABR 2027	Compra	2.10%	350
				925

Fonte: IGCP

Quadro 16 – Leilões de BT

Data	Título	Leilão competitivo valor nominal (milhões de euros)	Leilão não- competitivo valor nominal (milhões de euros)	Taxa de corte/alocação	Diferencial vs Euribor (pb)
17-jan-2024	BT 15 MAR 2024	270	39	3.66%	-22.4
17-jan-2024	BT 19 JUL 2024	565	97	3.66%	-20.2
17-jan-2024	BT 17 JAN 2025	1,065	0	3.28%	-32.0
21-fev-2024	BT 20 SET 2024	788	101	3.65%	-23.2
21-fev-2024	BT 17 JAN 2025	500	148	3.44%	-30.2
21-fev-2024	BT 20 SET 2024	500	77	3.74%	-17.0
20-mar-2024	BT 21 MAR 2025	1,000	97	3.44%	-31.3
17-abr-2024	BT 19 JUL 2024	735	0	3.77%	-12.6
17-abr-2024	BT 21 MAR 2025	845	0	3.46%	-28.2
15-mai-2024	BT 22 NOV 2024	500	141	3.63%	-16.4
15-mai-2024	BT 16 MAI 2025	750	227	3.45%	-22.9
19-jun-2024	BT 20 SET 2024	850	0	3.65%	-6.4
19-jun-2024	BT 16 MAI 2025	650	0	3.42%	-20.9
17-jul-2024	BT 22 NOV 2024	1000	67	3.55%	-10.5
18-set-2024	BT 21 MAR 2025	250	46	3.16%	-7.6
18-set-2024	BT 19 SET 2025	500	178	2.79%	-12.9
16-out-2024	BT 19 SET 2025	750	202	2.67%	-12.5
04-dez-2024	BT 16 MAI 2025	750	6	2.65%	-3.7
04-dez-2024	BT 21 NOV 2025	500	160	2.34%	-2.7

Nota: Exclui emissões a favor do FRDP

Fonte: IGCP

Quadro 17 – CEDIC/CEDIM

	2023				2024			
	Valor nominal (milhões de euros)	Número de operações	Taxa média ¹ (%)	Prazo médio (anos)	Valor nominal (milhões de euros)	Número de operações	Taxa média ¹ (%)	Prazo médio (anos)
CEDIC								
Emissões	49 280	1 540	2,39%	0,20	63 390	2 079	2,81%	0,16
Amortizações antecipadas	2 891	98	1,42%	0,31	348	72	2,62%	0,28
<i>Saldo final de ano</i>	<i>29 228</i>				<i>23 982</i>			
CEDIM								
Emissões	0	1	2,98%	8,05	1 285	10	2,82%	2,81
Amortizações antecipadas	2	6	3,04%	0,69	0	0	0,00%	0,00
<i>Saldo final de ano</i>	<i>0</i>				<i>1 988</i>			

¹Taxa ponderada pelo prazo das aplicações.

Fonte: IGCP.

A3. Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa

Os OEVT e os EBT desempenham um papel estratégico no mercado de dívida pública portuguesa. Enquanto canal de distribuição, são fornecedores de preços de referência e liquidez em mercado secundário e de aconselhamento da República Portuguesa na definição e implementação da estratégia de financiamento. E têm também um papel central na promoção da dívida pública portuguesa junto dos investidores finais. No final de 2024, o grupo de OEVT era composto por 16 bancos e o grupo de EBT por 18 bancos.

Em 2024, destaca-se o desempenho dos seguintes participantes no mercado de OT e BT, respetivamente:

Quadro 18 – OEVT com melhor desempenho em 2024

1	JP Morgan
2	BNP Paribas
3	Banco Santander
4	BBVA
5	Crédit Agricole

Fonte: IGCP

Quadro 19 – EBT com melhor desempenho em 2024

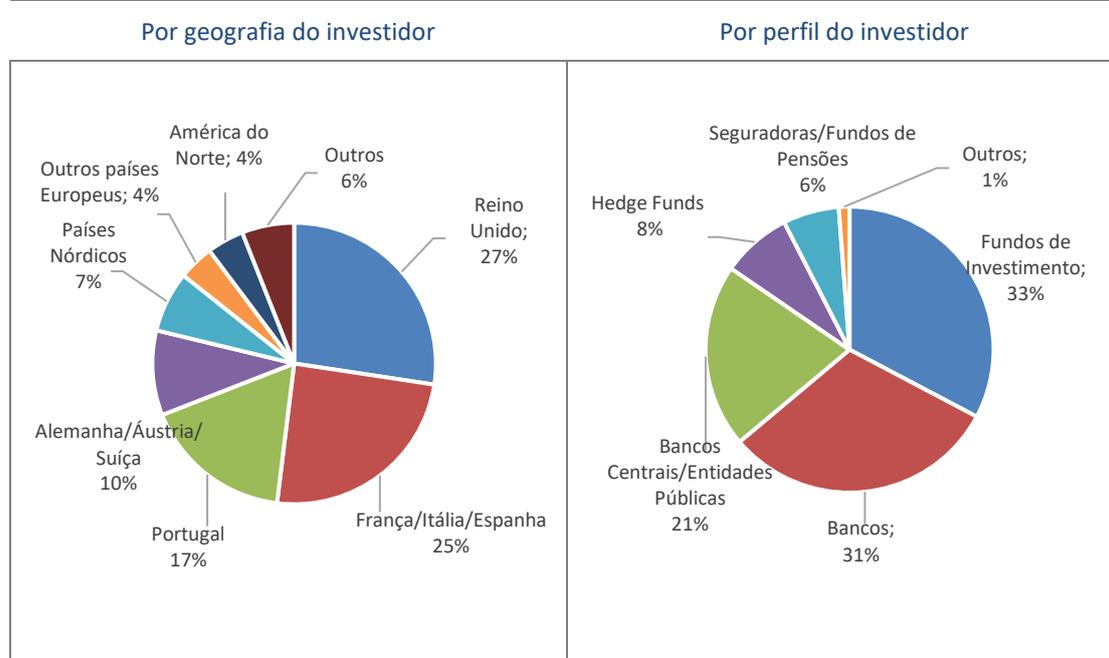
1	HSBC
2	Banco Santander
3	Millennium bcp
4	Deutsche Bank
5	BNP Paribas

Fonte: IGCP

A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT

Em janeiro de 2024, a República Portuguesa colocou 4 mil milhões de euros de OT através de uma operação sindicada a dez anos. Nesta operação, cerca de 83% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores do Reino Unido (27%), mas também a presença relevante de investidores de França, Itália e Espanha (com cerca de 25% da distribuição), e da Alemanha, Áustria e Suíça (com 10% de alocação). É ainda de sublinhar a forte participação de fundos de investimento, de seguradoras e de fundos de pensões, que habitualmente garantem uma maior estabilidade dos preços em mercado secundário.

Gráfico 26 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2024: Novo Benchmark a 10 anos



Fonte: IGCP

Fonte: IGCP

A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado

Quadro 20 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

(milhões de euros, exceto estrutura em %)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2024			Saldo em	
	31/dez/23	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31/dez/24	Estrutura
1. Dívida denominada em euros (excl. empréstimos oficiais)	238 047	80,4%	109 562	99 537	872	248 944	81,4%
Transacionável	159 337	53,8%	31 187	17 288	872	174 107	57,0%
ECP	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
BT (valor descontado)	2 968	1,0%	15 103	9 077	0	8 995	2,9%
OT	154 345	52,2%	16 084	8 212	872	163 090	53,3%
OTRV	1 000	0,3%	0	0	0	1 000	0,3%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	1 016	0,3%	0	0	0	1 016	0,3%
Obrigações de retalho	7	0,0%	0	0	0	7	0,0%
Não Transacionável	78 710	26,6%	78 375	82 249	0	74 836	24,5%
Certificados de Aforro	34 059	11,5%	3 822	3 137	0	34 743	11,4%
Valor de aquisição	29 218	9,9%	2 850	2 788	0	29 281	9,6%
Juros capitalizados	4 841	1,6%	972	349	0	5 463	1,8%
Certificados do Tesouro	11 032	3,7%	43	1 332	0	9 742	3,2%
CEDIC	29 228	9,9%	63 499	68 746	0	23 982	7,8%
CEDIM	703	0,2%	1 285	0	0	1 988	0,7%
Contas margem	0	0,0%	281	281	0	0	0,0%
Outros	3 689	1,2%	9 444	8 752	0	4 381	1,4%
2. Dívida denominada em moedas não euro (excl. empréstimos oficiais)	2 397	0,8%	0	2 429	32	0	0,0%
Transacionável	2 397	0,8%	0	2 429	32	0	0,0%
ECP	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
Outras obrigações	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
MTN	2 397	0,8%	0	2 429	32	0	0,0%
Não Transacionável	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
3. Empréstimos oficiais	55 516	18,8%	1 271	0	-21	56 766	18,6%
Empréstimos SURE (UE)	6 234	2,1%	0	0	0	6 234	2,0%
Empréstimos PRR (UE)	1 654	0,6%	1 250	0	0	2 904	0,9%
PAEF	47 628	16,1%	21	0	-21	47 628	15,6%
FEEF	25 328	8,6%	0	0	0	25 328	8,3%
MEEF	22 300	7,5%	21	0	-21	22 300	7,3%
FMI	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
4. Dívida total (1.+ 2.+ 3.)	295 960	100,0%	110 832	101 966	884	305 710	100,0%
5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	-9	0,0%	0	0	0	0	0,0%
6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+ 5.)	295 951	0,0%	0	0	0	305 710	0,0%

Nota: Os saldos em dívida encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período, enquanto os valores de emissões e de amortizações estão ao valor de encaixe. A coluna Outros inclui variações cambiais, mais- ou menos-valias nas emissões e nas amortizações e a variação do valor da renda perpétua e dos consolidados.

Fonte: IGCP

A6. Custo da Dívida Direta do Estado

Quadro 21 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

(milhões de euros)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Juros da dívida pública	7 282	7 034	7 063	7 108	6 837	6 287	6 041	6 611	6 916
Bilhetes do Tesouro	9	2	-35	-45	-49	-51	-40	45	175
Obrigações do Tesouro	4 544	4 599	4 842	4 858	4 716	4 642	4 382	4 195	3 787
Empréstimos Oficiais	1 846	1 567	1 178	1 058	990	673	627	608	723
Certificados de Aforro e do Tesouro	791	669	731	780	715	576	739	1 311	1 567
Outros	92	197	347	457	464	447	334	452	665
Outros encargos (*)	101	93	82	61	80	77	65	70	47
Empréstimos Oficiais	16	11	28	15	14	28	9	5	0
Outros	85	82	54	47	65	49	56	65	47
Total de encargos pagos	7 383	7 127	7 145	7 169	6 917	6 364	6 106	6 681	6 963
Juros recebidos de aplicações financeiras	-4	-4	1	-2	8	14	-13	-309	-165
Juros e outros encargos líquidos	7 379	7 123	7 146	7 168	6 925	6 378	6 094	6 372	6 798

Notas: (*) Os outros encargos refletem nomeadamente custos associados à colocação de dívida no mercado (emissão, distribuição e amortização e custódia de títulos), comissão de gestão do IGCP e outras despesas relacionadas com a obtenção de notação de risco de crédito para a República.

Fonte: IGCP

Quadro 22 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)

(milhões de euros)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Juros da dívida pública	0								
Bilhetes do Tesouro	5	-14	-46	-47	-49	-49	-23	109	282
Obrigações do Tesouro	4 315	4 384	4 220	3 930	3 616	3 327	3 223	3 206	3 199
Empréstimos Oficiais	1 942	1 574	1 245	1 115	1 063	862	589	641	760
Certificados de Aforro e do Tesouro	734	707	789	745	567	592	666	1 381	1 557
Outros	365	454	516	549	543	486	390	557	668
Total de juros pagos	7 362	7 106	6 724	6 292	5 741	5 218	4 845	5 894	6 465
Juros recebidos de aplicações financeiras	-3	-4	1	-1	8	13	-14	-310	-166
Juros e outros encargos líquidos	7 358	7 103	6 725	6 290	5 748	5 231	4 831	5 584	6 299

Notas: (1) Ao contrário da Contabilidade Pública, que adota uma base de caixa, a ótica das Contas Nacionais considera os juros numa base de especialização de exercícios. (2) A especificidade da metodologia de cálculo dos juros de Certificados do Tesouro em Contas Nacionais poderá resultar em revisões retroativas da Série, de magnitude reduzida.

Fonte: IGCP

Quadro 23 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)

(milhões de euros, exceto taxa de juro em %)

Ano	Stock de dívida médio*	Juros pagos** (contabilidade nacional)	Taxa de juro implícita	Variação dos juros	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de stock	Efeito preço	Efeito cruzado
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2000	64 566	3 692	5,7%	0	0	0	0
2001	69 313	3 840	5,5%	147	271	-116	-9
2002	75 962	3 943	5,2%	103	368	-242	-23
2003	81 426	3 895	4,8%	-48	284	-309	-22
2004	87 058	3 871	4,4%	-24	269	-275	-19
2005	96 249	3 995	4,2%	124	409	-257	-27
2006	105 158	4 400	4,2%	404	370	31	3
2007	110 681	4 797	4,3%	397	231	158	8
2008	115 633	5 024	4,3%	227	215	12	1
2009	125 605	4 846	3,9%	-178	433	-562	-49
2010	142 261	5 038	3,5%	192	643	-398	-53
2011	163 657	6 646	4,1%	1 608	758	739	111
2012	185 431	7 141	3,9%	494	884	-344	-46
2013	199 837	7 218	3,6%	77	555	-443	-34
2014	211 201	7 636	3,6%	419	410	8	0
2015	222 207	7 650	3,4%	14	398	-365	-19
2016	231 323	7 362	3,2%	-289	314	-579	-24
2017	237 273	7 106	3,0%	-255	189	-434	-11
2018	241 911	6 724	2,8%	-382	139	-511	-10
2019	248 285	6 292	2,5%	-432	177	-594	-16
2020	259 664	5 741	2,2%	-551	288	-803	-37
2021	273 403	5 218	1,9%	-523	304	-785	-42
2022	282 754	4 845	1,7%	-373	178	-533	-18
2023	291 490	5 894	2,0%	1 049	150	873	27
2024	300 835	6 465	2,1%	571	189	370	12

Notas:

* Para efeitos do cálculo do stock de dívida médio considera-se o valor da dívida total incluindo contas-margem.

** Exclui os juros recebidos de depósitos e outros empréstimos concedidos.

$$(2) = S_t - \text{média do stock final de } t \text{ e } t-1$$

$$(4) = i_t = (3)_t / (2)_t$$

$$(5) = \Delta(S_t \cdot i_t) = i_{t-1} \cdot \Delta S_t + S_{t-1} \cdot \Delta i_t + \Delta S_t \cdot \Delta i_t$$

$$(6) = i_{t-1} \cdot \Delta S_t$$

$$(7) = S_{t-1} \cdot \Delta i_t$$

$$(8) = \Delta S_t \cdot \Delta i_t$$

Fonte: IGCP.