

FINANÇAS

Gabinete do Secretário de Estado Adjunto e do Orçamento

Despacho n.º 428/2026

Sumário: Atualização das normas orientadoras para a gestão da dívida pública e das disponibilidades de tesouraria – proposta 2026.

Normas orientadoras para a gestão das disponibilidades de tesouraria e da dívida direta do Estado

São aprovadas as seguintes orientações para a gestão das disponibilidades de tesouraria e para a gestão da dívida direta do Estado pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – GCP, E. P. E.:

1 – Objetivo

A Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro (Lei-Quadro da Dívida Pública), estabelece o regime geral da emissão e gestão da dívida pública direta do Estado e determina que o recurso ao endividamento público deve conformar-se com as necessidades de financiamento do Estado conforme definidas na Constituição da República Portuguesa e salvaguardar, no médio prazo, o equilíbrio tendencial das contas públicas.

De acordo com a mesma Lei, a gestão da dívida pública, norteando-se por princípios fundamentais de rigor e de eficiência, prossegue os seguintes objetivos:

- Minimização dos custos diretos e indiretos da dívida numa perspetiva de longo prazo;
- Garantia de uma distribuição equilibrada dos custos pelos vários orçamentos anuais;
- Prevenção de excessiva concentração temporal dos vencimentos;
- Não exposição a riscos excessivos;
- Promoção de um equilibrado e eficiente funcionamento dos mercados financeiros.

Por sua vez, à Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E. P. E. (IGCP) foi atribuída a missão de «gerir, de forma integrada, a tesouraria, o financiamento e a dívida pública direta do Estado, nesta se compreendendo, nos termos da lei aplicável, a dívida das entidades do setor público empresarial cujo financiamento seja assegurado através do Orçamento do Estado [...] em obediência às orientações definidas pelo Governo através do membro do Governo responsável pela área das finanças».

Ao IGCP encontra-se também atribuída a competência para gerir as disponibilidades da tesouraria do Estado, visando-se, por esta via, promover a consecução de ganhos acrescidos de eficiência através, nomeadamente, da minimização dos encargos financeiros da dívida pública e da redução dos saldos da dívida pública direta do Estado em circulação, como contrapartida da redução dos excedentes de tesouraria.

No âmbito da estratégia de aplicação das disponibilidades de tesouraria do Estado, o IGCP deverá nortear-se pelos seguintes objetivos:

- Assegurar que existem disponibilidades financeiras suficientes para liquidar as obrigações à medida que as mesmas se vão vencendo;
- Garantir que o recurso ao financiamento só ocorre quando é necessário;
- Permitir a gestão eficiente dos riscos financeiros;
- Preservar o capital investido; e
- Maximizar o retorno da tesouraria disponível, cumprindo-se a cada momento do tempo os limites e restrições à gestão estabelecidos nas normas orientadoras em vigor.

As orientações que têm norteado a atuação do IGCP e a sua gestão das disponibilidades de tesouraria e da dívida direta do Estado foram definidas pelo Governo através do Despacho n.º 698/2007, de 15 de janeiro, do Secretário de Estado do Tesouro e Finanças.

Desde 2007, o contexto macroeconómico e financeiro alterou-se de forma profunda, assistindo-se, por exemplo, a transformações estruturais do sistema bancário, a avanços tecnológicos significativos, à introdução de novos métodos de avaliação de risco, à criação de novas regras orçamentais para a União Europeia e à revisão da estratégia de política monetária do Banco Central Europeu.

Reconhecendo-se que a gestão integrada da carteira de dívida do Estado e das disponibilidades da tesouraria do Estado tem de ser concretizada utilizando-se as mais adequadas técnicas de gestão financeira e que se devem clarificar as opções e as orientações para essa gestão no atual contexto, estabelecem-se as presentes Normas Orientadoras para a Gestão das Disponibilidades de Tesouraria e da Dívida Direta do Estado (Normas).

A avaliação dos riscos e definição das Normas obedece às orientações mais recentes definidas pelo Fundo Monetário Internacional (*Guidelines for Public Debt Management*, com última revisão em abril de 2014).

2 – Âmbito de aplicação

Cabe no âmbito das atribuições do IGCP a emissão de instrumentos de dívida e a contratação de empréstimos de forma a assegurar, em cada exercício orçamental, a disponibilidade de meios financeiros necessários à cobertura das necessidades de financiamento do Estado que decorram da execução do orçamento anual e do serviço da dívida. O montante líquido do financiamento a obter em cada ano orçamental deverá respeitar os limites aprovados pela Assembleia da República e pelo Governo e adequar-se aos resultados da execução orçamental.

É da competência do IGCP decidir sobre as modalidades e os instrumentos de obtenção desse financiamento e o calendário da sua contratação ao longo do ano, em conformidade com os limites e regras estabelecidos na regulamentação aplicável e com as orientações aqui definidas.

Para além da realização de operações com vista à obtenção de financiamento, cabe ainda, no âmbito das atribuições do IGCP, a realização de outras operações financeiras sobre a carteira de dívida existente, com vista a concretizar outros objetivos como sejam a minimização do custo e/ou a alteração do perfil de riscos da carteira de dívida, e ainda a gestão das disponibilidades da tesouraria do Estado.

Na gestão das disponibilidades de tesouraria, deverá ser privilegiada a diversificação das aplicações, mantendo a todo o momento um grau de liquidez necessário para garantir a cobertura das necessidades de tesouraria do Estado.

3 – Conceitos e definições

Aplicações de Tesouraria Líquidas – incluem todos os valores das disponibilidades de tesouraria do Estado que se encontrem depositados à ordem ou constituídos em aplicações financeiras com um prazo residual inferior a um mês;

Carteira de Dívida – Engloba a totalidade das transações financeiras vivas numa dada data, sob gestão do IGCP no âmbito das suas atribuições de gestão da dívida direta do Estado, respeitantes a:

- a) Empréstimos, qualquer que tenha sido a sua origem;
- b) Derivados financeiros;

Para efeitos do cálculo dos limites estabelecidos nas normas e de indicadores de risco e custo da carteira, a dívida em moeda estrangeira é convertida para euros a taxas de câmbio atuais e não se

considera a dívida referente a Certificados Especiais de Dívida Pública de Curto Prazo (CEDIC), Certificados Especiais de Dívida de Médio e Longo Prazo (CEDIM) ou outros instrumentos semelhantes que se destinem exclusivamente a entidades do setor público;

Custo da Dívida – montante dos encargos com o serviço da dívida (juros, comissões, prémios/ descontos nas emissões, etc). O custo da dívida num determinado período pode ser apurado através dos encargos efetivamente liquidados, calculado segundo as regras da contabilidade pública, ou através dos encargos incorridos, numa base de especialização de exercícios;

Exposição Cambial Primária – valor de capital e juros de instrumentos de financiamento e de instrumentos de gestão das disponibilidades de tesouraria suscetível de ser influenciado por variações de taxas de câmbio, convertido em euros a taxas de câmbio atuais;

Exposição Cambial Líquida – corresponde à Exposição Cambial Primária apurada depois de se adicionarem os *cash-flows* esperados, em moeda estrangeira, associados a pagamentos ou recebimentos de derivados financeiros;

Necessidades Brutas de Financiamento – as necessidades brutas de financiamento do Estado são a soma das Necessidades Líquidas de Financiamento com as amortizações da Carteira de Dívida;

Necessidades Líquidas de Financiamento – as necessidades líquidas de financiamento do Estado incluem o défice orçamental, a aquisição líquida de ativos financeiros e a receita de privatizações;

Operações de Reporte – também designadas por acordos de recompra (*repurchase agreements* ou *reverse repurchase agreements*), são operações que envolvem a venda de um ou mais títulos de dívida, numa determinada data e a um determinado preço, com o acordo simultâneo de recompra desses mesmos títulos numa data futura e a um preço estabelecido;

Prazo Médio Residual da Carteira de Dívida – determinado pela média ponderada dos prazos até ao vencimento dos vários instrumentos da Carteira de Dívida;

Risco Cambial – refere-se ao risco de variação do Custo da Dívida e/ou da remuneração das aplicações de disponibilidades de tesouraria decorrente de flutuações das taxas de câmbio;

Risco de Crédito – refere-se ao risco de o Estado poder ter de suportar um custo em caso de deterioração de *rating* ou falência de uma entidade com quem tenham sido contratadas transações, por incapacidade desta de cumprir total ou parcialmente as obrigações financeiras decorrentes das mesmas. Constituem operações com risco de crédito as que envolvem instrumentos financeiros derivados, aplicação de fundos de tesouraria não colateralizadas e as Operações de Reporte (*repurchase agreements* e *reverse repurchase agreements*).

O risco de crédito é medido pela exposição do Estado a cada contraparte, sendo essa exposição avaliada pela perda esperada incorrida com o incumprimento total da contraparte nas suas responsabilidades atuais (exposição atual) ou potenciais (exposição potencial) com um determinado grau de confiança, num horizonte de tempo futuro relevante.

Também se constitui como indicador do risco de crédito o *Value-at-Risk*, que constitui uma medida da perda potencial máxima num determinado horizonte temporal com um grau de confiança específico (por exemplo, 95 %);

Risco de Liquidez – refere-se, no contexto de gestão da dívida e da tesouraria do Estado, ao risco de diminuição rápida do volume de ativos líquidos como resultado do pagamento de obrigações financeiras decorrentes de *cash-flows* não antecipados e/ou de dificuldades em obter financiamento num curto espaço temporal;

Risco de Refinanciamento – refere-se ao risco de o Estado ter de refinanciar dívida que atinge a maturidade com custos anormalmente elevados ou, em casos extremos, ao risco de não a conseguir refinanciar, devido a uma excessiva concentração temporal de vencimentos e/ou procura insuficiente de dívida para fazer face às necessidades de financiamento.

O risco de refinanciamento tem como indicadores, pelo menos, os seguintes:

a) Maturidade média – determinado pela média ponderada dos prazos até ao vencimento dos instrumentos de gestão de dívida e da tesouraria;

b) Perfil de amortizações – dado pela distribuição das amortizações dos instrumentos de gestão de dívida e da tesouraria ao longo dos anos;

Risco de Taxa de Juro – refere-se ao risco de variações das taxas de juro de mercado afetarem o Custo da Dívida e a remuneração das aplicações de disponibilidades de tesouraria. Este impacto está associado à contratação de novos instrumentos de financiamento ou de novas aplicações de disponibilidades de tesouraria e, no caso de instrumentos contratados a taxa variável, aos períodos de refixação (*refixing*) de taxas de juro.

Constituem indicadores do risco de taxa de juro, pelo menos, os seguintes:

a) Prazo médio de *refixing* – determinado pela média ponderada dos prazos até à data de refixação da taxa de juro, no caso dos instrumentos a taxa variável, e até à data de vencimento, no caso de empréstimos de taxa fixa;

b) Perfil de *refixing* – dado pela distribuição dos instrumentos que têm refixação de taxa de juro ou que atingem a maturidade ao longo dos anos;

c) Duração modificada – medida da sensibilidade do valor de mercado dos instrumentos a variações nas taxas de juro de mercado;

d) CaR (*cost-at-risk*) – medida da sensibilidade do valor dos *cash-flows*, num horizonte temporal futuro relevante, a variações das taxas de juro com um determinado grau de confiança.

4 – Restrições à gestão

A cada momento, o IGCP deverá obedecer aos seguintes limites:

4.1 – Instrumentos e transações sobre instrumentos

4.1.1 – De financiamento

No âmbito da obtenção de financiamento pode o IGCP recorrer a instrumentos de financiamento de curto, médio e de longo prazo, a taxa fixa ou variável, com ou sem cupão, no mercado doméstico ou em mercados internacionais. O IGCP pode recorrer a instrumentos que sejam transacionáveis ou não em mercado e a Operações de Reporte (*repurchase agreements*).

A política de financiamento a aplicar em cada ano seguirá as orientações constantes do programa anual de financiamento aprovado pela tutela.

As operações de financiamento a efetuar em cada ano obedecerão às disposições legais aplicáveis, designadamente as estabelecidas na Lei-Quadro da Dívida Pública, nas leis do Orçamento do Estado e nas resoluções do Conselho de Ministros relevantes.

Nos instrumentos com taxa de juro indexada, só são autorizados indexantes associados a taxas de juro, à taxa de inflação ou à taxa de crescimento do PIB (i.e., e a título de exemplo, não são autorizados indexantes ligados aos mercados acionistas ou a *commodities*).

4.1.2 – De aplicações de tesouraria

Para efeitos de aplicação das disponibilidades de tesouraria, pode o IGCP:

Efetuar depósitos junto do Banco de Portugal;

Contratar depósitos, à ordem ou a prazo;

Contratar Operações de Reporte (*reverse repurchase agreements*);

Comprar e vender títulos de dívida (obrigações, bilhetes de Tesouro, papel comercial, etc.) emitidos por emitentes soberanos da Zona Euro, Estados Unidos, Japão, Reino Unido, Suíça e emitentes supranacionais;

Comprar e vender títulos de dívida de entidades do setor público empresarial, quando essa dívida esteja reconhecida como dívida pública na ótica de Maastricht.

As aplicações constituídas no âmbito da gestão das disponibilidades de tesouraria não podem apresentar um prazo residual, à data da sua constituição, superior a 12 meses.

4.1.3 – Derivados financeiros

Pode o IGCP recorrer, para cobertura de risco de taxa de juro e de taxa câmbio inerentes à Carteira de Dívida e às aplicações de tesouraria, aos seguintes instrumentos derivados: *swaps*, *forwards*, futuros e opções sobre taxas de juro e taxas de câmbio.

Não é permitida a utilização de derivados para obtenção de financiamento. A utilização destes instrumentos tem de estar sempre associada à cobertura de responsabilidades da dívida pública ou à cobertura de risco das aplicações de tesouraria.

A contratação de derivados financeiros pelo IGCP deverá estar suportada em normas específicas da Agência, que deverá manter a monitorização contínua dos riscos associados, designadamente de mercado e de crédito.

4.2 – Risco cambial

A Exposição Cambial Primária da Carteira de Dívida não poderá exceder 15 % e a Exposição Cambial Líquida dessa carteira não poderá exceder 5 %.

Para efeitos de aplicação das disponibilidades de tesouraria, o IGCP não poderá gerar risco cambial, clarificando-se que poderão ser contratadas operações denominadas em dólares dos Estados Unidos (USD), ienes (JPY), libra esterlina (GBP) e francos suíços (CHF), desde que o seu risco cambial esteja devidamente coberto por derivados financeiros.

4.3 – Risco de crédito

O IGCP poderá contratar operações que envolvam risco de crédito com instituições financeiras, emitentes soberanos de países da Zona Euro e emitentes supranacionais que preencham cumulativamente as seguintes condições:

Tenham notação de *rating* de longo prazo atribuído por, pelo menos, duas das seguintes agências internacionais: Fitch, Moody's e Standard & Poor's (S&P);

As notações de *rating* atribuídas não sejam inferiores à categoria de investimento (*investment grade*) ⁽¹⁾.

Poderão também ser elegíveis como contrapartes as instituições financeiras que, não verificando os requisitos anteriormente referidos, apresentem garantias financeiras adequadas. Nestes casos, os garantes deverão obedecer aos requisitos definidos em cima.

As operações que envolvam risco de crédito só podem ser contratadas ao abrigo de acordos de mitigação do risco de crédito, designadamente *ISDA Master Agreements* e *Credit Support Annexes* (CSA), no caso de operações de derivados financeiros, e *Global Master Repurchase Agreements* (GMRA), no caso de Operações de Reporte.

Consideram-se também contrapartes elegíveis para operações que envolvam risco de crédito as contrapartes centrais (*central clearing counterparties*) estabelecidas na Zona Euro que se encontrem sob a supervisão da European Securities and Markets Authority (ESMA).

Na contratação de operações que envolvam risco de crédito, o IGCP deverá obedecer aos limites individuais para risco de crédito aprovados pela tutela.

4.4 – Risco de liquidez

O IGCP deverá obedecer aos seguintes limites:

As Aplicações de Tesouraria Líquidas deverão corresponder a, pelo menos, 100 % das Necessidades Brutas de Financiamento estimadas para os 30 dias seguintes;

As disponibilidades de tesouraria deverão corresponder a, pelo menos, 8,5 % das Necessidades Brutas de Financiamento estimadas para os 12 meses seguintes.

4.5 – Risco de refinanciamento

O valor nominal dos instrumentos de financiamento da Carteira de Dívida que atinge a maturidade:

Nos 12 meses seguintes não pode ser superior a 15 % do valor nominal total da Carteira de Dívida;

Nos 5 anos seguintes não pode ser superior a 45 % do valor nominal total da Carteira de Dívida.

Adicionalmente, o Prazo Médio Residual da Carteira de Dívida não poderá ser inferior a 7 anos.

4.6 – Risco de taxa de juro

O valor nominal da Carteira de Dívida a taxa variável, líquido das posições em derivados financeiros, não poderá ser superior a 25 % do valor nominal global dessa carteira.

4.7 – Restrições operacionais

A contratação de novos instrumentos financeiros deverá estar suportada em normas do IGCP que definam procedimentos de negociação e liquidação e as metodologias de avaliação de custos e risco desses instrumentos, permitindo um adequado processamento e gestão dos mesmos.

5 – Reporte de informação

O IGCP assegura uma monitorização contínua, informando a tutela sempre que sejam detetadas ou antecipadas potenciais violações dos limites estabelecidos, apresentando planos de ação preventivos e corretivos quando aplicável.

No final de cada trimestre, o IGCP elaborará e remeterá à tutela um relatório de gestão que evide, pelo menos: i) a execução do financiamento acumulado no ano; ii) o cumprimento dos limites estabelecidos, iii) e o perfil de risco e custo da dívida e das aplicações de disponibilidades de tesouraria.

6 – Produção de efeitos

As orientações para a gestão das disponibilidades da tesouraria e da dívida direta do Estado pelo IGCP previstas neste despacho entram em vigor na data da respetiva publicação, considerando-se revogadas todas as orientações anteriormente aprovadas.

(¹) Corresponde às seguintes notações mínimas de rating: Baa3 pela Moody's e BBB- pela Fitch e S&P.

7 de janeiro de 2026. – O Secretário de Estado Adjunto e do Orçamento, José Maria Gonçalves Pereira Brandão de Brito.

319948896