

6421454367744958005734787462354327290498547563443573
6354542576125423467876590867634865445787682357458974
3573635454257612542346787659086763486544578768235745
3974370398356378356458005734787462354327290498547563
4435736354542576125423467876590867634865445787682357
4589743703983563783564214543677449580057347874623543
498547541 **Gestão da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública** 75
0867634865445787682357458974370398356378356421454367
7449580078765908676348654457876823574589743703983563
7835642145436774495800573478746235432729049854756344
357363545425761254234378356378341 **Relatório Anual 2025** 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 2025	8
Principais Destaques	9
1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS	12
1.1. Contexto Macroeconómico Internacional	12
1.2. Economia Portuguesa	15
1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros	18
2. Financiamento do Estado	21
2.1. Estratégia de Financiamento	21
Caixa 1 Sindicato dual-tranche	25
Caixa 2 Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV)	27
2.2. Mercado Secundário	27
3. Ativos e Passivos do Estado	31
3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos	31
Caixa 3 Amortização Antecipada de Empréstimos do MEEF	32
3.2. Tesouraria do Estado	34
4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco	38
4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado	38
4.2. Carteira de derivados das EPR	38
4.3. Gestão da Tesouraria	39
4.4. Indicadores de Custo	41
4.5. Indicadores de Risco	41
Anexos	45
A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2025	45
A2. Composição do Financiamento em 2025	47
A3. Avaliação do desempenho dos participantes no mercado de dívida pública portuguesa	50
A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT	51
A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado	53
A6. Custo da Dívida Direta do Estado	54

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Crescimento económico real mundial.....	14
Gráfico 2 – Crescimento real do comércio e do 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	20
Gráfico 8 - Taxas de câmbio.....	20
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 <i>yields</i> em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário	24
Gráfico 12 - Emissão sindicada de OT junho 2033.....	25
Gráfico 13– Emissão sindicada de OT junho 2054 (reabertura)	26
Gráfico 14 – Evolução da curva de OT	29
Gráfico 15 – <i>Yields</i> das OT a 2, 5, 10, 30 anos.....	29
Gráfico 16 – <i>Spreads</i> vs Alemanha (10 anos).....	29
Gráfico 17 – Bid-offer spread.....	29
Gráfico 18 – Negociação de OT em mercado secundário (média diária)	30
Gráfico 19 – Negociação de BT em mercado secundário (média diária)	30
Gráfico 20 – Curvas de rendimentos de Portugal e da União Europeia	32
Gráfico 21 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais)	34
Gráfico 22 - Motivos dos Pedidos de Dispensa da UTE	37
Gráfico 23 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado	40
Gráfico 24 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2025	43
Gráfico 25 – Perfil de refixing no final de 2025	43
Gráfico 26 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2025: Novo <i>Benchmark</i> a 10 anos	51
Gráfico 27 – Emissão sindicada de OT em abril de 2025: Novo <i>Benchmark</i> a 15 anos	52

Índice de Quadros

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2025	22
Quadro 2 – Contas de Disponibilidades	34
Quadro 3 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas	35
Quadro 4 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados	38
Quadro 5 – Carteira de derivados financeiros das EPR	39
Quadro 6 – Estimativa do custo da posição de tesouraria	40
Quadro 7 – Indicadores de custo em fim de ano (milhões de euros)	41
Quadro 8 – Indicadores de risco em fim de ano (milhões de euros)	44
Quadro 9 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública	45
Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria	46
Quadro 11 – Composição do financiamento	47
Quadro 12 – Emissão de OT via sindicato	47
Quadro 13 – Emissão de OT via leilão	48
Quadro 14 – Leilões de recompra de OT	48
Quadro 15 – Leilões de BT	49
Quadro 16 – CEDIC/CEDIM	49
Quadro 17 – OEVT com melhor desempenho em 2025	50
Quadro 18 – EBT com melhor desempenho em 2025	50
Quadro 19 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	53
Quadro 20 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)	54
Quadro 21 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	54
Quadro 22 – Variação dos juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)	55

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
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
DUC-TR	Documento Único de Cobrança em tempo real
EBT	Especialista em Bilhetes do Tesouro
EPR	Empresas Públicas Reclasseificadas
EUA	Estados Unidos da América
EUR	Euro
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FEFF	Fundo Europeu de Estabilidade Financeira
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	Sector 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

Apresentação

Em 2025, a economia global continuou a demonstrar resiliência face a choques sucessivos, mantendo um nível de crescimento estável face ao ano anterior, embora abaixo dos valores médios históricos.

As principais economias avançadas registaram uma ligeira aceleração do crescimento, apesar da disrupção do comércio internacional e da persistente incerteza associada, beneficiando do facto da aplicação de tarifas ter ficado abaixo do inicialmente anunciado, bem como de uma postura geral de não retaliação e da rápida capacidade de adaptação do setor privado. Em simultâneo, a adoção de estímulos orçamentais por vários governos contribuiu positivamente, destacando-se o anúncio de investimentos significativos por parte da Alemanha.

A trajetória maioritariamente descendente da inflação continuou a justificar a redução do grau de restritividade da política monetária pelos principais bancos centrais. As reduções das taxas de referência, sobretudo na primeira metade do ano, traduziram-se em condições financeiras mais favoráveis.

A economia portuguesa voltou a destacar-se, apresentando um crescimento acima da média da área do euro.

Com um crescimento real anual de 1,9%, Portugal posicionou-se novamente entre as economias com melhor desempenho na área do euro (AE), cujo crescimento médio foi de 1,4%. Esta evolução foi sustentada principalmente por uma aceleração da procura interna, com um aumento do contributo positivo, tanto do consumo privado, como do investimento. Em contrapartida, registou-se uma deterioração da procura externa líquida, cujo contributo negativo se acentuou, refletindo uma desaceleração das exportações de maior magnitude que o abrandamento das importações.

Ao nível das finanças públicas, Portugal voltou a registar um excedente orçamental, que se situou em 0,7% do PIB, representando uma melhoria de 0,1 p.p. face ao ano anterior. Este desempenho permitiu uma nova redução da dívida pública, que encerrou o ano abaixo dos 90% do PIB pela primeira vez desde 2009.

O desempenho económico e financeiro de Portugal continua a ser reconhecido pelas principais agências de notação financeira, patente na melhoria da notação de crédito da República Portuguesa e na redução do prémio de risco associado à dívida soberana portuguesa.

Em particular, durante o ano de 2025, registaram-se quatro ações positivas, com upgrades pela DBRS, de A para A (*high*) em janeiro, pela S&P, de A- para A em fevereiro e de A para A+ em agosto, e pela Fitch, de A- para A em setembro.

Neste enquadramento, as *yields* da dívida pública portuguesa continuaram a convergir para as alemãs, com o diferencial para o prazo de 10 anos a situar-se, no final do ano, em 29 p.b, e consolidaram o desempenho positivo face ao conjunto de países designado *semi-core* (com *rating* nível AA).

Neste contexto, a estratégia de financiamento definida para 2025 assentou, como habitualmente, na emissão de Obrigações do Tesouro (OT) – volume bruto de emissões de 20,6 mil milhões de euros – e Bilhetes do Tesouro (BT) – emissões líquidas de cerca de 1,4 mil milhões de euros. No âmbito da emissão de OT foram realizadas emissões de três novos *benchmarks*, nas maturidades dos dez, quinze e oito anos e a reabertura de diferentes linhas de OT através de leilões e sindicatos. Adicionalmente, foram emitidos instrumentos dirigidos a investidores particulares, nomeadamente a emissão de uma nova Obrigação do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV) no valor de 0,6 mil milhões de euros, e as

emissões líquidas de Certificados de Aforro (CA) e Certificados do Tesouro (CT), no montante total de 3,4 mil milhões de euros, contribuindo para a cobertura das necessidades brutas de financiamento do Estado que rondaram os 30 mil milhões de euros. Por último, salienta-se o recebimento de duas novas tranches (sexta e sétima) dos fundos do Programa de Recuperação e Resiliência (PRR), sendo que apenas a sexta compreendia uma componente de empréstimos no valor de aproximadamente 0,5 mil milhões de euros.

Durante o ano foram também realizadas operações de recompra que permitiram reduzir as amortizações nos próximos anos, em particular destacam-se as recompras de OT com maturidades em 2026 e 2027, no montante de aproximadamente 2 mil milhões de euros, bem como de empréstimos concedidos pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), com maturidades em 2028 e 2031, no valor nominal de 2,5 mil milhões de euros.

A maturidade média do *stock* da dívida aumentou marginalmente para 7,3 anos, não obstante a maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2025 ter sido inferior aos máximos registados nos anos anteriores, situando-se em 13,6 anos.

O custo da dívida de MLP emitida em 2025 ficou em linha com o registado no ano anterior, fixando-se nos 3,4%, e traduziu-se na manutenção da taxa de juro implícita da dívida em 2,1%.

Entidades com Estatuto de Operadores da Dívida Pública em 2025

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 2025, as necessidades líquidas de financiamento do Estado terão atingido 10,6 mil milhões de euros, repartindo-se por um défice orçamental em torno de 7,4 mil milhões de euros e outras necessidades de 3,2 mil milhões de euros. Este montante representa um acréscimo de 0,9 mil milhões de euros face a 2024, que decorreu sobretudo do aumento do défice (1,8 mil milhões de euros), apenas parcialmente compensado pela redução da despesa líquida com aquisição de ativos financeiros em 0,9 mil milhões de euros.

Necessidades e fontes de financiamento em 2025 (milhões de euros)	
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	29 956
Défice orçamental do Estado	7 436
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	3 189
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	14 361
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	3 970
Outras amortizações de dívida MLP	1 000
FONTES DE FINANCIAMENTO	29 956
Utilização de depósitos (excl. contas margem)	1 976
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	485
Emissões OT e MTN	20 592
Emissões OTRV	612
Outras emissões de dívida MLP	0
Emissões líquidas BT (excl. títulos detidos pelo FRDP)	1 399
Emissões líquidas CA/CT	3 445
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl. contas-margem)	1 447
Saldo de depósitos no final do ano (excl. contas-margem e outras aplicações)	4 284
Saldo de contas-margem no final do ano e outras aplicações	48
Saldo total de depósitos no final do ano	4 332

Em linha com a estratégia habitual, em 2025, o financiamento do ano foi maioritariamente assegurado por emissões de OT, com um valor de encaixe de 20,6 mil milhões de euros. Também as emissões líquidas de BT, contribuíram para o financiamento do ano, num valor de cerca de 1,4 mil milhões de euros. Adicionalmente, as emissões líquidas de instrumentos de retalho (CA e CT) totalizaram 3,4 mil milhões de euros, contribuindo positivamente para o financiamento do Estado, à semelhança da emissão de uma nova OTRV no montante de 0,6 mil milhões de euros. Durante o ano, Portugal recebeu também um empréstimo da UE no montante de 0,5 mil milhões de euros, respeitante à sexta tranche do PRR.

Operações de financiamento em mercado em 2025			
	Valor nominal (milhões de euros)	Maturidade residual (anos)	Taxa média de emissão (%)
EMISSIONES SINDICADAS DE OT			
OT 3,15% jun 2035	4 000	10	3,07%
OT 3,375% jun 2040	3 000	15	3,50%
OT 2,875% out 2033	3 500	8	2,96%
OT 3,625% jun 2054	1 500	29	4,05%
LEILÕES DE OT			
OT 3,875% fev 2030	469	5	2,35%
OT 0,3% out 2031	650	6	2,57%
OT 1,65% jul 2032	700	7	2,72%
OT 2,25% abr 2034	635	9	2,79%
OT 3,15% jun 2035	1 338	10	3,23%
OT 0,9% out 2035	867	10	3,00%
OT 4,1% abr 2037	705	12	3,42%
OT 3,5% jun 2038	662	13	3,63%
OT 1,15% abr 2042	1 129	17	3,48%
OT 4,1% fev 2045	897	20	3,75%
OT 1% abr 2052	1 241	27	3,60%
OT 3,625% jun 2054	627	29	3,79%
EMISSIONES DE OUTROS TÍTULOS DE MÉDIO E LONGO PRAZO			
OTRV jul 2031	612	6	2,67%
LEILÕES DE BT (emissões brutas, excl. FRDP)			
3 meses	-	-	-
6 meses	705	0,50	1,95%
11 meses	3 385	0,92	2,05%
12 meses	6 804	1,00	2,13%

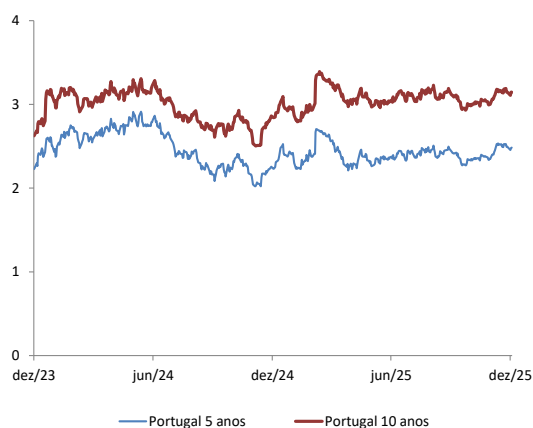
Durante o ano de 2025, a economia global continuou a demonstrar resiliência face aos choques enfrentados, entre os quais se destacam as disrupções do comércio internacional e a acrescida incerteza daí resultante, mantendo o nível de crescimento em linha com o ano anterior, embora abaixo da média histórica. Para este desempenho contribuíram a aplicação de tarifas inferiores às anunciadas em abril de 2025, uma postura geral de não retaliação e a rápida adaptação do setor privado, nomeadamente através da antecipação (*front-loading*) do comércio internacional no início do ano. Com o alívio das pressões inflacionistas e a aproximação da inflação aos objetivos dos bancos centrais das principais economias envolvidas, as decisões de política monetária mantiveram o carácter menos restritivo, com cortes das taxas de referência durante a primeira metade do ano.

Ao passo que as taxas de curto prazo registaram descidas significativas durante o primeiro

semestre, as taxas de longo prazo apresentaram uma tendência distinta. Durante o ano, observou-se um movimento de *steepening* da curva de rendimentos portuguesa, traduzido na redução das taxas de curto prazo e na subida das taxas nas maturidades mais longas, com o diferencial entre os dois e os trinta anos a aumentar em cerca de 60 p.b. em 2025. As *yields* de médio e longo prazo permaneceram acima dos níveis registados em 2024, refletindo o ajustamento das curvas soberanas no início do ano. Em concreto, a *yield* a 10 anos atingiu o valor máximo em março, acompanhando o movimento observado nos principais países europeus, na sequência dos anúncios, por parte da Alemanha, da reforma do travão da dívida, para permitir aumento do investimento em defesa, e de um programa num montante de 500 milhões de euros de investimento público em infraestruturas, sinalizando maior emissão futura de dívida, bem como expectativas de maior crescimento económico futuro.

A trajetória de redução do prémio de risco da República Portuguesa manteve-se, refletindo uma compressão generalizada dos *spreads* de crédito. Destaca-se o estreitamento face à Alemanha, em 18 p.b., e a consistente melhoria face aos países *semi-core* (Áustria, Bélgica e França), com o diferencial a passar de -16 p.b. para -19 p.b.

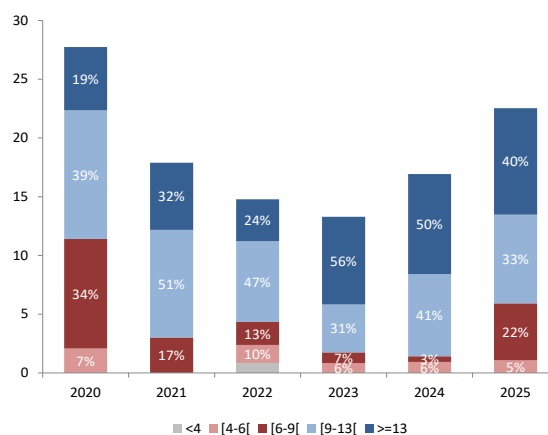
Yields das OT em mercado secundário (%)



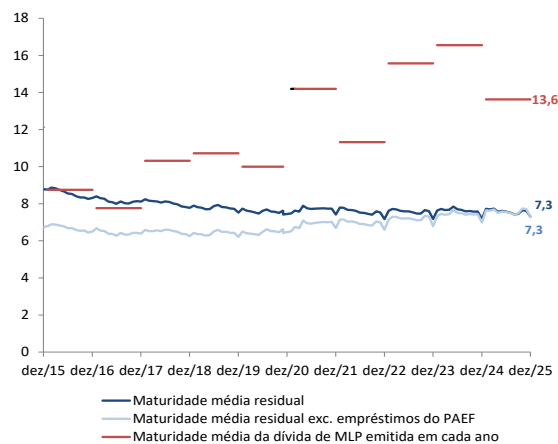
Com uma menor concentração das emissões em títulos com maturidade residual superior a 9 anos

(74% do total emitido que compara com uma parcela de 92% em 2024), a maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida em 2025 diminuiu face aos máximos registados nos anos anteriores, situando-se em 13,6 anos (abaixo dos 16,5 anos de média em 2024, que constituem um valor máximo). Não obstante a redução da maturidade média da dívida de médio longo prazo emitida no ano, a maturidade média do *stock* da dívida aumentou marginalmente para 7,3 anos.

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

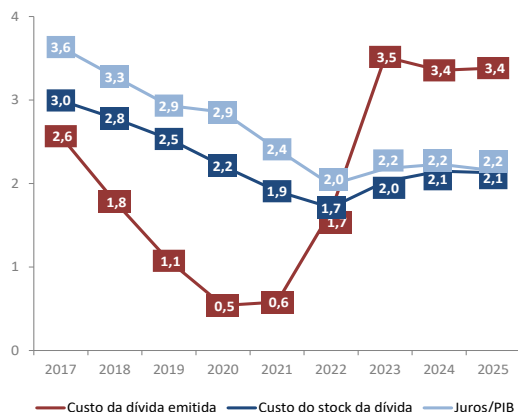


Maturidade da dívida direta do Estado (anos)

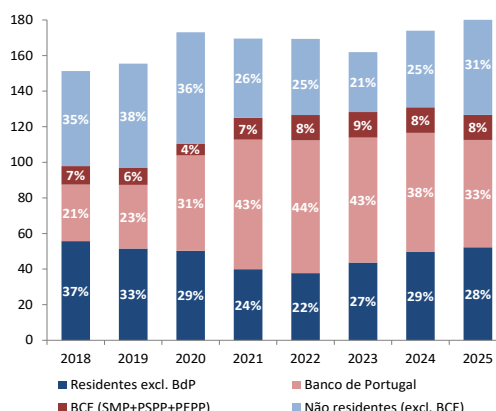


O custo da dívida de MLP emitida em 2025 ficou em linha com o registado no ano anterior, fixando-se em 3,4%. Esta evolução traduziu-se na manutenção da taxa de juro implícita da dívida em 2,1%.

Custo da dívida direta do Estado (%)

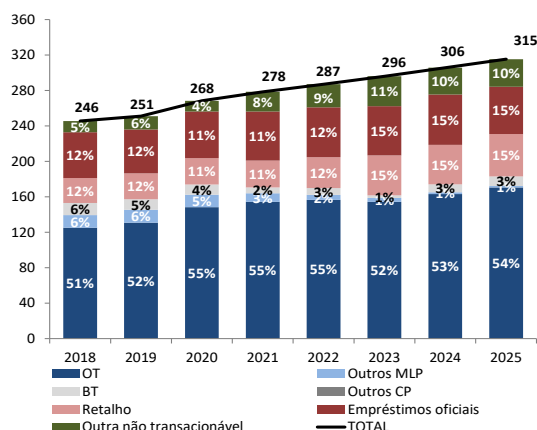


Detentores de títulos de dívida direta do Estado (mil milhões de euros)



A dívida direta do Estado aumentou 9,5 mil milhões de euros em 2025, atingindo 315,2 mil milhões de euros no final do ano, o que corresponde a um acréscimo de 3,1% face a 2024.

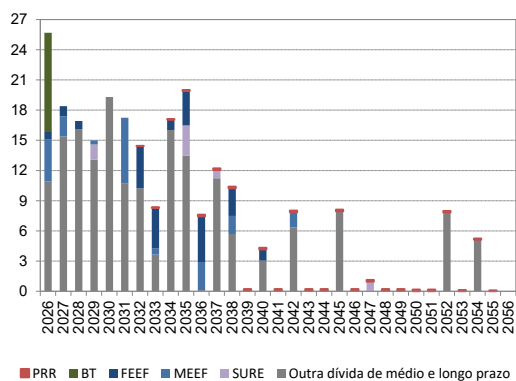
Dívida Direta do Estado por instrumento (mil milhões de euros)



Ao longo de 2025, o BCE prosseguiu com a redução da carteira de títulos adquiridos no âmbito dos programas de compras de ativos (designados na sigla inglesa por APP e PEPP), não reinvestindo os montantes correspondentes aos títulos vencidos. Assim, a respetiva carteira de títulos detidos para fins de política monetária diminuiu 51,5 mil milhões de euros em 2025. Com efeito, em termos de detentores dos títulos de dívida emitidos pelo Estado, verificou-se uma redução do montante detido pelo Eurosistema que, em termos relativos, passou de 47% para 41%.

Com o objetivo de reduzir o risco de refinanciamento de curto prazo da República e suavizar o perfil de amortizações de dívida, em 2025 continuaram a ser executadas operações de recompra de OT com maturidades curtas. Neste contexto, a República executou dois leilões de recompra, tendo antecipado a amortização de 0,4 mil milhões de euros da OT com maturidade no próprio ano e recomprado um valor nominal agregado de mil milhões de euros de OT com amortização entre 2026 e 2027, e operações de recompra bilateral de títulos (OT e BT) com maturidade em 2026 e 2027 no montante total de mil milhões de euros. Adicionalmente, foram ainda antecipadas amortizações de empréstimos oficiais concedidos pelo MEEF no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) no montante total de 2,5 mil milhões de euros dos empréstimos com maturidades entre os anos de 2028 e 2031.

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 2026, estima que o crescimento do PIB mundial em 2025 se tenha fixado em 3,4%, um valor em linha com o registado em 2024, mas inferior à média histórica pré-pandemia (2000-2019), de 3,7%, refletindo a resiliência da economia global face aos choques enfrentados ao longo de 2025, entre os quais se destacam as disrupções no comércio internacional associadas à introdução de tarifas aduaneiras pelos Estados Unidos, assim como a acrescida incerteza daí resultante.

Para este desempenho contribuíram a aplicação de tarifas inferiores às anunciadas em abril de 2025, uma postura geral de não retaliação e a rápida adaptação do setor privado, nomeadamente através da antecipação (*front-loading*) do comércio internacional no início do ano. Destacam-se, igualmente, a melhoria das condições financeiras, incluindo uma política monetária menos restritiva e a depreciação do dólar, a adoção de estímulos orçamentais, em particular na Alemanha, nos EUA e na China, bem como o investimento expressivo no setor tecnológico, sobretudo em inteligência artificial, especialmente nos EUA, com repercussões positivas em algumas economias asiáticas, impulsionando as suas exportações de bens tecnológicos.

O conjunto das economias avançadas registou um crescimento de 1,9% em 2025, ligeiramente acima dos 1,8% observados em 2024. Na área do euro, a atividade económica acelerou, com o crescimento do PIB a passar de 0,9% em 2024 para 1,4% em 2025. Apesar da desaceleração da atividade em França (de 1,1% em 2024 para 0,9% em 2025), em Itália (de 0,8% para 0,5%) e em Espanha (de 3,5% para 2,8%), embora esta última tenha continuado a destacar-se como o principal motor do bloco, o desempenho global beneficiou da melhoria da economia alemã que, após dois anos consecutivos de contração, regressou ao crescimento, ainda que reduzido (0,2%). De um modo geral, o crescimento da área do euro foi sustentado por uma procura interna sólida, com destaque para o consumo privado e para o investimento, enquanto a procura externa líquida contribuiu negativamente, refletindo o impacto adverso das tarifas aduaneiras e da apreciação do euro.

No Reino Unido, o crescimento económico acelerou ligeiramente, de 1,1% em 2024 para 1,3% em 2025, beneficiando de um menor contributo negativo da procura externa líquida e da recuperação moderada da procura interna, num contexto em que a evolução do rendimento disponível foi penalizada pelo aumento de impostos, pese embora a menor restritividade da política monetária.

Nos EUA observou-se um abrandamento da atividade económica, de 2,8% em 2024 para 2,1% em 2025, determinado pelo menor dinamismo do consumo privado e do investimento e pela forte desaceleração do consumo público, em parte devido à paralisação (*shutdown*) governamental no final do ano.

O conjunto das economias emergentes continuou a apresentar um crescimento económico robusto, de 4,4%, após 4,5% em 2024. A China registou um crescimento idêntico ao do ano anterior (5,0%), apoiado pela resiliência das exportações, num contexto de reorientação do comércio dos Estados Unidos para outras economias asiáticas e europeias, e por uma política orçamental expansionista, apesar da persistência de fragilidades estruturais no setor doméstico, em particular no mercado imobiliário. A Índia registou uma aceleração da atividade económica, de 7,1% em 2024 para 7,6% em 2025, suportada por uma forte procura interna, impulsionada por importantes reformas estruturais, apesar do impacto substancial das tarifas aduaneiras norte-americanas sobre as exportações indianas que, no decurso de

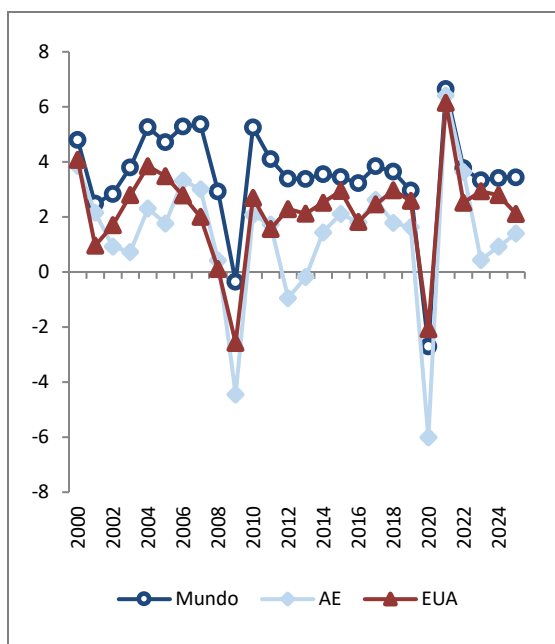
2025, atingiram os 50%. Por sua vez, o Brasil observou uma desaceleração, com o crescimento do PIB a passar de 3,4% em 2024 para 2,3% em 2025, num contexto de elevadas taxas de juro, que penalizaram a atividade económica, embora o contributo do setor agrícola tenha atenuado o abrandamento.

No que concerne à inflação, segundo o FMI, continuaram a registar-se correções face aos níveis elevados dos anos anteriores, com uma descida da taxa de inflação mundial, de 5,8% em 2024 para 4,1% em 2025. Contudo, enquanto nas economias emergentes se assistiu a uma tendência desinflacionista acentuada, com a inflação média a recuar de 8,0% em 2024 para 5,2% em 2025, nas economias avançadas a redução foi mais contida, de 2,6% para 2,5% em 2025. De um modo geral, a inflação na componente dos serviços permaneceu elevada e persistente, enquanto na componente de bens, apesar de relativamente baixa, voltou a aumentar em alguns países, contribuindo para a manutenção da inflação em níveis superiores aos objetivos de alguns bancos centrais.

Nos EUA, a inflação, medida pelo IPC, diminuiu de 3,0% em 2024 para 2,7% em 2025. Por sua vez, na área do euro, a inflação média anual reduziu-se de 2,4% em 2024 para 2,1% em 2025, refletindo menores pressões, tanto nos preços dos serviços como nos dos bens, incluindo os alimentares. Destaca-se ainda a China, que apresentou uma inflação média nula em 2025, apesar dos esforços das autoridades para combater o excesso de produção e estimular o consumo, e, em sentido contrário, o Reino Unido, cuja inflação aumentou de 2,5% em 2024 para 3,4% em 2025, influenciada, entre outros fatores, por aumentos pontuais de preços regulados.

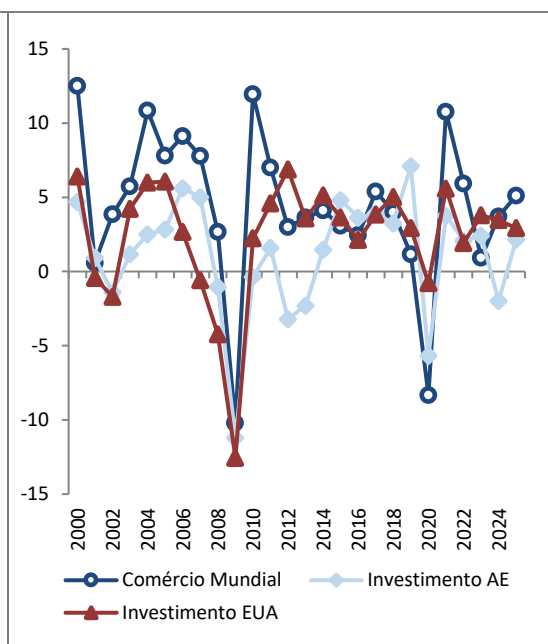
Apesar de algum abrandamento do processo de desinflação, assistiu-se, nos principais blocos económicos, nomeadamente na área do euro, nos EUA e no Reino Unido, a uma política monetária menos restritiva, traduzida na redução das taxas diretoras por parte dos respetivos bancos centrais, após estas terem terminado 2024 em níveis ainda relativamente elevados. Não obstante, o ritmo e o calendário desses ajustamentos foram diferenciados, em função das distintas trajetórias da inflação e dos diferentes mandatos de cada banco central, tendo, por exemplo, o BCE prosseguido a redução das taxas na primeira metade do ano, enquanto a *Fed* apenas a retomou na segunda metade.

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



Fonte: FMI (abril 2026).

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



Fonte: FMI (abril 2026) e AMECO (novembro 2025).

O mercado de trabalho manteve uma evolução favorável, apesar de alguns sinais de moderação no crescimento do emprego. Nos EUA, onde a taxa de desemprego aumentou ligeiramente, de 4,0% em 2024 para 4,3% em 2025, observou-se um acentuado arrefecimento do mercado de trabalho, com a criação de emprego a fixar-se em 116 mil postos de trabalho, significativamente abaixo dos 1,46 milhões registados em 2024, num contexto de desaceleração do crescimento da força de trabalho. Na área do euro, a população empregada cresceu 0,7% em 2025, após um aumento de 1,0% em 2024, enquanto a taxa de desemprego se manteve em torno de 6,3%. Apesar da menor pressão no mercado de trabalho, os salários reais continuaram a crescer na maioria das economias avançadas em 2025, refletindo a conjugação de um crescimento salarial nominal robusto com a continuação do processo de desinflação, em particular na área do euro.

No que respeita às finanças públicas, nos EUA, o défice orçamental manteve-se em níveis elevados, embora se tenha registado uma melhoria face a 2024, passando de 7,9% do PIB para 6,8%, e observou-se um ligeiro agravamento da dívida pública, que aumentou de 122,3% do PIB para 123,9% em 2025. A redução do défice refletiu um aumento da receita federal, sustentado pelo crescimento expressivo das receitas aduaneiras, na sequência da introdução das tarifas, apesar do contínuo agravamento da despesa com juros. Na área do euro, observou-se uma estabilização do défice orçamental, que passou de 3,1% do PIB em 2024 para 3,0% em 2025. Esta evolução refletiu, por um lado, a continuação do processo de consolidação orçamental em alguns Estados-Membros e, por outro, a persistência de pressões sobre a despesa, associadas, em particular, ao aumento dos gastos em defesa e dos encargos com juros. Observou-se igualmente uma subida marginal da dívida pública, de 86,6% do PIB para 87,1% em 2025.

Para 2026, a guerra no Médio Oriente, o encerramento do estreito de Hormuz e os danos infligidos às infraestruturas de produção de hidrocarbonetos na região colocaram a economia mundial numa posição mais frágil, agravando os riscos descendentes sobre a atividade económica. Atendendo à

elevada incerteza associada a este conflito, as previsões do FMI contemplam três cenários, assumindo, no cenário base, um conflito de curta duração e uma rápida normalização da produção de energia e do comércio mundial. Neste cenário mais favorável, a economia mundial deverá crescer 3,1% em 2026, enquanto a inflação mundial deverá aumentar para 4,4%. Em contrapartida, em cenários mais adversos, nos quais o conflito se prolonga e o estreito de Hormuz permanece encerrado por um período mais prolongado, prevê-se uma subida mais acentuada dos preços do petróleo e do gás, com impacto negativo sobre o crescimento económico e um agravamento das pressões inflacionistas.

Em todos os cenários considerados, os efeitos são mais severos nas economias mais vulneráveis, em particular nos países em desenvolvimento importadores de matérias-primas, bem como na região do conflito. No cenário base, o impacto sobre o conjunto das economias avançadas é, em média, relativamente limitado em termos de crescimento económico, num contexto de tarifas mais baixas, políticas monetária e orçamental expansionistas e, em alguns casos, de um final de ano particularmente dinâmico. A área do euro, contudo, poderá enfrentar um impacto relativamente mais adverso, dada a sua condição de importadora de energia, o efeito dos preços energéticos elevados sobre a sua capacidade industrial - já fragilizada desde a invasão da Ucrânia - e alguma pressão adicional associada à apreciação real do euro.

Adicionalmente, a posição orçamental de alguns países, marcada por défices elevados e por um aumento da dívida pública, poderá ser ainda mais fragilizada por este choque, o que poderá desencadear efeitos adversos adicionais, nomeadamente através da subida das taxas de juro de longo prazo e do agravamento das condições financeiras globais.

1.2. Economia Portuguesa

Em 2025, Portugal continuou a destacar-se entre os seus pares ao manter um crescimento acima da média da área do euro: a economia portuguesa cresceu 1,9% em termos reais, face a 1,4% na área do euro, embora abaixo dos 2,2% registados em 2024. Apesar da aceleração da procura interna face a 2024, cujo contributo para a variação do PIB aumentou de 2,9 p.p. em 2024 para 3,7 p.p. em 2025, a desaceleração do PIB deveu-se à deterioração da procura externa líquida, cujo contributo evoluiu de -0,6 p.p. em 2024 para -1,8 p.p. em 2025.

De entre as componentes da procura interna, destaca-se particularmente a evolução do consumo privado, que cresceu 3,5%, acelerando face aos 3,0% registados em 2024. Esta evolução foi impulsionada pelo aumento de 3,4% do rendimento real disponível das famílias, beneficiando do dinamismo do mercado de trabalho, refletido no crescimento sustentado do emprego e dos salários, bem como de medidas orçamentais. Por sua vez, o consumo público registou uma ligeira aceleração, de 1,5% em 2024 para 1,6% em 2025.

O investimento (FBC) aumentou 5,8% em termos reais, após um crescimento de 3,8% em 2024. No entanto, a formação bruta de capital fixo registou um abrandamento face ao ano anterior, passando de 4,3% para 3,5% em 2025, determinado por uma maior acumulação de existências, possivelmente por motivos de precaução, refletindo-se num contributo de 0,4 p.p. da variação de existências para o crescimento do PIB (face a -0,1 p.p. em 2024).

Esta dinâmica refletiu um contributo significativo do investimento público, impulsionado pela execução dos fundos do PRR, bem como da FBCF privada em habitação, em contraste com a forte desaceleração da FBCF empresarial. No que respeita à procura externa, as exportações de bens e serviços registaram uma forte desaceleração, de 3,2% em 2024 para 0,4% em 2025, traduzindo uma evolução semelhante

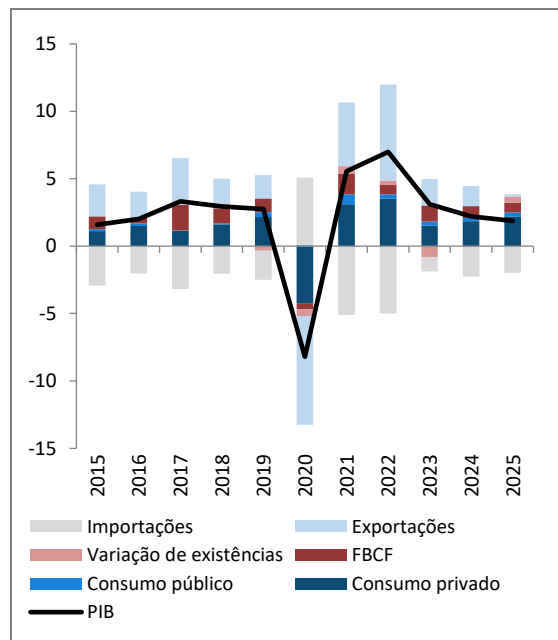
nas componentes de bens e de serviços. A componente de bens foi particularmente afetada pela redução das exportações de bens energéticos, em grande medida devido à paragem programada da refinaria de Sines. Por sua vez, as importações também desaceleraram, embora de forma menos acentuada do que as exportações, de 4,7% em 2024 para 4,3% em 2025. Apesar de se ter verificado uma ligeira aceleração das importações de serviços, a evolução global foi determinada pela componente de bens, refletindo igualmente a redução das importações de bens energéticos.

Em 2025, o PIB em termos nominais apresentou um crescimento de 5,9%, após um aumento de 7,2% em 2024. Para além do abrandamento da atividade económica em termos reais, a desaceleração do PIB nominal reflete também uma desaceleração do deflator implícito do PIB, que passou de uma variação de 4,9% em 2024 para 3,9% em 2025. Esta evolução deve-se principalmente a um ganho menos expressivo dos termos de troca (variação de 1,5% em 2025 face a 3,3% em 2024), enquanto o deflator implícito da procura interna registou uma variação de 3,2%, próxima dos 3,3% observados em 2024.

No que respeita ao mercado de trabalho, em 2025 continuou a observar-se uma dinâmica favorável, refletida num aumento de 3,2% da população empregada face ao ano anterior, atingindo o valor mais elevado da série (5 275,3 mil pessoas). Paralelamente, a taxa de desemprego média fixou-se em 6,0%, menos 0,4 p.p. do que em 2024, situando-se em níveis historicamente baixos. Por sua vez, a taxa de desemprego jovem (16 a 24 anos) fixou-se nos 19,5% em 2025, traduzindo uma diminuição de 2,2 p.p. face ao ano anterior.

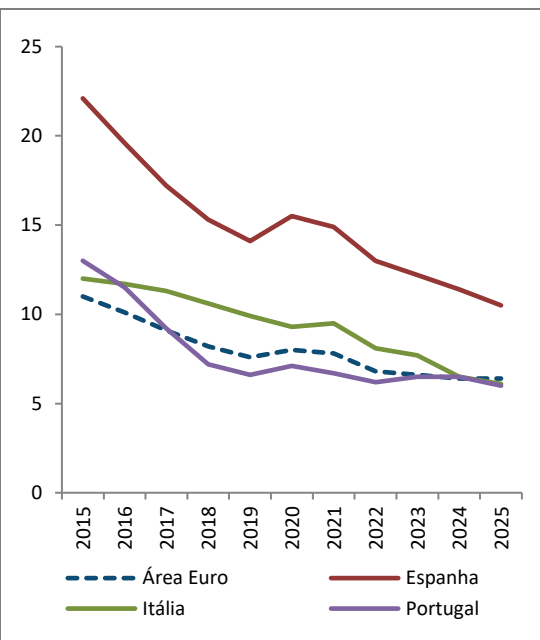
Gráfico 3 - Crescimento económico, Portugal

(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 melhoria de 0,1 p.p. face ao registado em 2024. Este desempenho reflete um crescimento de 6,7% da receita total, ligeiramente superior ao crescimento de 6,6% da despesa total.

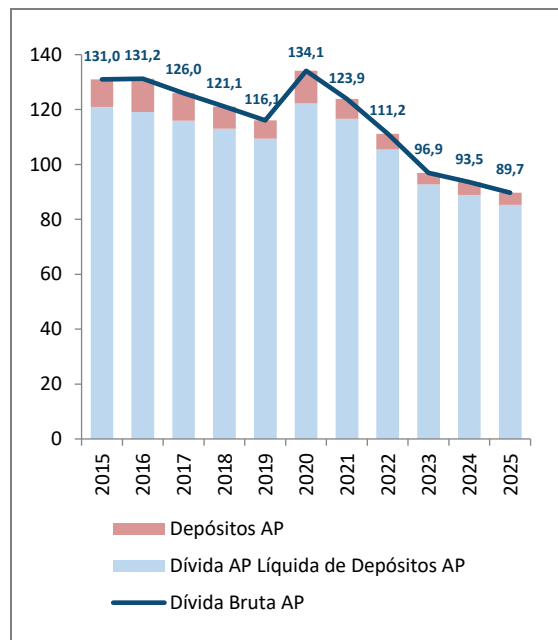
A variação observada do lado da receita explica-se, sobretudo, pelo crescimento de 5,8% das receitas correntes, com destaque para o aumento das suas principais componentes: impostos sobre a produção e importação (7,1%), contribuições sociais (8,0%) e impostos sobre o rendimento e património (4,3%). Esta evolução reflete, por um lado, o aumento dos preços, no caso dos impostos sobre a produção e importação e, por outro lado, o forte dinamismo da atividade económica e do mercado de trabalho. A receita de capital teve um crescimento de 47,6%, impulsionada pelos fundos provenientes da União Europeia, maioritariamente relativos ao PRR.

Por seu turno, do lado da despesa, a componente corrente aumentou 5,6%, refletindo principalmente o crescimento das prestações sociais (5,9%), explicado pela atualização regular e extraordinária das pensões e pelo aumento de outras prestações sociais, como o Complemento Solidário para Idosos (CSI) e as prestações de parentalidade, bem como das despesas com pessoal (7,6%), impulsionadas pelas atualizações salariais dos funcionários públicos e pelas valorizações remuneratórias, em particular nos setores da saúde, da educação e das forças de segurança. No que respeita aos juros, registou-se apenas um ligeiro incremento de 0,5% em 2025, em linha com a normalização das taxas de juro em relação a 2024. A despesa de capital registou um aumento de 18,1%, com destaque para o crescimento de 13,2% do investimento, impulsionado pela execução dos fundos do PRR.

Neste quadro, o saldo primário diminuiu ligeiramente, de 2,7% do PIB em 2024 para 2,6% do PIB em 2025. A dívida pública (ótica de Maastricht) prosseguiu a trajetória de consolidação, ao recuar de 93,5% do PIB em 2024 para 89,7% do PIB em 2025, valor que representa o nível mais baixo desde 2009.

Gráfico 5 - Dívida de Maastricht, Portugal

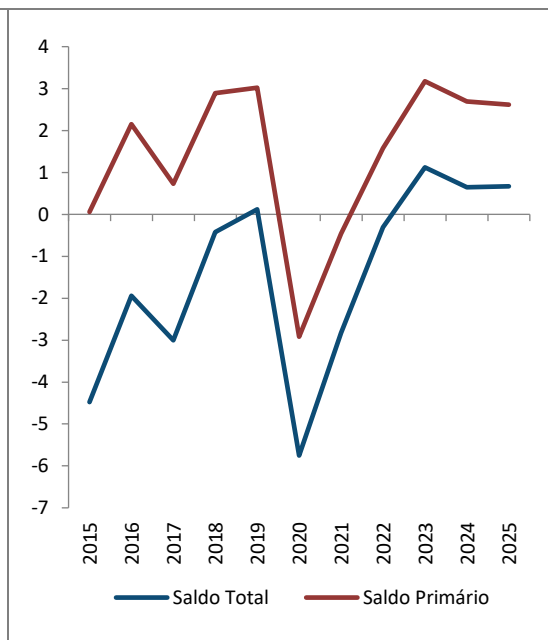
(% PIB)



Fonte: Banco de Portugal, INE.

Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal

(% PIB)



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

Fonte: INE.

O desempenho económico e orçamental favorável de Portugal contribuiu para a melhoria da notação financeira do país pelas principais agências de rating ao longo de 2025. Em janeiro, a DBRS elevou a

notação da dívida pública portuguesa de A para A+. A S&P subiu a notação de *rating* de Portugal, primeiro em fevereiro, de A- para A e, novamente em agosto, para A+. Em setembro, a Fitch procedeu igualmente a uma melhoria do *rating*, de A- para A. Entre os principais fatores destacados pelas agências de *rating* esteve a trajetória de redução da dívida pública e a expectativa da sua continuidade no médio prazo, assente numa política orçamental prudente. Adicionalmente, as agências assinalaram como fatores positivos (i) a resiliência da economia portuguesa, com um crescimento superior ao da área do euro; (ii) a redução das vulnerabilidades externas, refletida na manutenção de excedentes da balança corrente e na diminuição da dívida externa líquida; (iii) o processo de desalavancagem do setor privado, bem como a solidez do setor bancário.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

Em 2025, a inflação mundial seguiu uma trajetória descendente, embora, no conjunto das economias avançadas, tenha permanecido relativamente estável face a 2024. Ainda assim, esta evolução esconde alguma heterogeneidade entre países, uma vez que, em 2025, os fatores determinantes da inflação se tornaram menos globais e mais específicos de cada economia. Este contexto levou a uma maior divergência na condução da política monetária por parte dos principais bancos centrais, ainda que, de forma geral, se tenha observado uma redução do grau de restritividade.

Nos EUA, a métrica de inflação de referência para a política monetária (índice de preços do PCE) manteve-se relativamente elevada e persistente ao longo de 2025, sem progressos relevantes em direção ao objetivo de 2% da *Fed*, com a taxa de variação homóloga a passar de 2,7% em dezembro de 2024 para 2,9% em dezembro de 2025. Num contexto de arrefecimento do mercado de trabalho e de aumento dos riscos relativamente à evolução do emprego, e considerando o seu duplo mandato, a *Fed* decidiu, após ter mantido a sua taxa diretora inalterada durante os primeiros oito meses do ano, proceder a um corte de 25 p.b. em setembro de 2025. Após mais dois cortes consecutivos de 25 p.b., a *Fed Funds* atingiu o patamar de [3,50% - 3,75%] no final de 2025. Adicionalmente, ao longo de 2025, a autoridade monetária norte-americana prosseguiu com o processo de redução do balanço, embora a um ritmo mais lento a partir de abril. Em dezembro de 2025, este processo foi interrompido, tendo a *Fed* começado a reinvestir, na totalidade, os montantes correspondentes aos títulos vencidos em Bilhetes do Tesouro.

Por seu lado, na área do euro, o processo de desinflação prosseguiu, com a inflação a manter-se em torno do objetivo de 2% do BCE ao longo da maior parte do ano. Em concreto, a taxa de inflação diminuiu de 2,4% em dezembro de 2024 para 2,0% em dezembro de 2025. Nos primeiros seis meses do ano, o BCE procedeu a quatro cortes de 25 p.b. das suas taxas diretoras, com o objetivo de reduzir o grau de restritividade da política monetária, num contexto de inflação controlada e de expectativas ancoradas em torno de 2%. Desta forma, entre o final de 2024 e o final de 2025, a taxa de juro da facilidade permanente de depósito passou de 3,00% para 2,00%, a taxa das operações principais de refinanciamento de 3,15% para 2,15%, e a taxa da facilidade permanente de cedência marginal de liquidez de 3,40% para 2,40%. Ao longo de 2025, o BCE prosseguiu com a redução da carteira de títulos adquiridos no âmbito dos programas de compras de ativos (designados na sigla inglesa por APP e PEPP), não reinvestindo os montantes correspondentes aos títulos vencidos. Assim, a respetiva carteira de títulos detidos para fins de política monetária diminuiu 51,5 mil milhões de euros em 2025.

Neste enquadramento, as taxas de juro Euribor registaram reduções significativas na primeira metade do ano, seguidas de uma relativa estabilização na segunda metade, sobretudo nos prazos mais curtos. Em particular, a taxa Euribor a três meses passou de 2,71% no final de 2024 para 2,03% no final de

2025, após ter atingido um mínimo de 1,94% em julho. Deste modo, ao longo de 2025, verificou-se uma normalização da estrutura temporal das taxas Euribor, num contexto de estabilização da política monetária. Nos EUA, a taxa SOFR, seguindo igualmente a atuação da *Fed*, manteve-se relativamente estável até setembro de 2025, iniciando então uma trajetória descendente, passando de 4,49% no final de 2024 para 3,87% no final de 2025.

No que concerne às taxas de juro de longo prazo, registaram-se tendências divergentes ao longo do ano nos EUA e na Alemanha. Em concreto, a *yield* das obrigações da Alemanha a dez anos, após ter terminado 2024 nos 2,36%, alcançou o máximo de 2025 em meados de março (2,90%), na sequência da reforma do travão da dívida e do anúncio de um pacote de investimento público em defesa e infraestruturas. Seguiu-se uma queda, em resposta ao anúncio das tarifas por parte dos EUA, e, posteriormente, uma trajetória de subida moderada durante o resto do ano, terminando próximo do máximo anual (2,85%). Esta tendência de subida deveu-se ao aumento persistente do *term premium*, associado às reformas anunciadas em março, que sinalizam uma maior emissão futura de dívida pública, bem como expectativas de um maior crescimento económico.

Por seu turno, a *yield* das obrigações a 10 anos dos EUA apresentou uma tendência de descida ao longo de 2025, embora com maior volatilidade nos primeiros meses do ano, em particular na sequência do anúncio das tarifas, que provocou uma forte queda, seguida de recuperação acentuada após o adiamento da respetiva entrada em vigor. Assim, em termos anuais, registou-se uma redução da *yield* de 4,57% no final de 2024 para 4,17% no final de 2025. Para esta descida contribuíram os cortes das taxas de juro por parte da *Fed*, mas também uma deterioração das expectativas de crescimento económico, num contexto de arrefecimento do mercado de trabalho.

Neste contexto, o diferencial das *yields* a dez anos entre os EUA e a Alemanha diminuiu de 221 p.b., no final de 2024, para 132 p.b., no final de 2025.

A trajetória ascendente das *yields* ao longo do ano foi comum à generalidade dos países da área do euro, embora menos acentuada do que na Alemanha, o que se traduziu numa redução dos seus diferenciais em relação às *yields* da dívida pública alemã. Em concreto, os diferenciais das *yields* a dez anos de Itália, Espanha e Portugal face à Alemanha passaram de 116 p.b., 69 p.b. e 48 p.b., respetivamente, em dezembro de 2024, para 69 p.b., 43 p.b. e 29 p.b. em dezembro de 2025. Estes valores correspondem a mínimos desde a crise financeira global, nomeadamente desde 2009 no caso de Itália e desde 2008 no caso de Espanha e Portugal. Importa também destacar a contínua melhoria das *yields* de Portugal face ao agregado de países comumente designado como *semi-core* (Bélgica, Áustria e França). Em particular, no final de 2025, as *yields* da dívida pública portuguesa situavam-se 19 p.b. abaixo da média desse agregado, em comparação com 14 p.b. no final de 2024.

No mercado cambial, registou-se uma forte apreciação do euro face ao dólar na primeira metade do ano, passando de 1,04 no início do ano para 1,18 no início de julho (uma apreciação de 13,4%). Na segunda metade do ano, observou-se uma relativa moderação, terminando o ano no intervalo entre 1,17 e 1,18, próximo da média histórica.

A apreciação do euro na primeira metade do ano refletiu, em larga medida, a depreciação do dólar, num contexto de elevada incerteza associada às tarifas aduaneiras anunciadas pelos EUA em abril. Este anúncio afetou as expectativas relativas à inflação e ao crescimento económico norte-americano, num contexto também marcado por preocupações quanto à sustentabilidade orçamental do país. Adicionalmente, a fraqueza do dólar foi reforçada por um aumento significativo da cobertura cambial de exposições em dólares (*hedging*) por parte de investidores estrangeiros, com o objetivo de reduzir

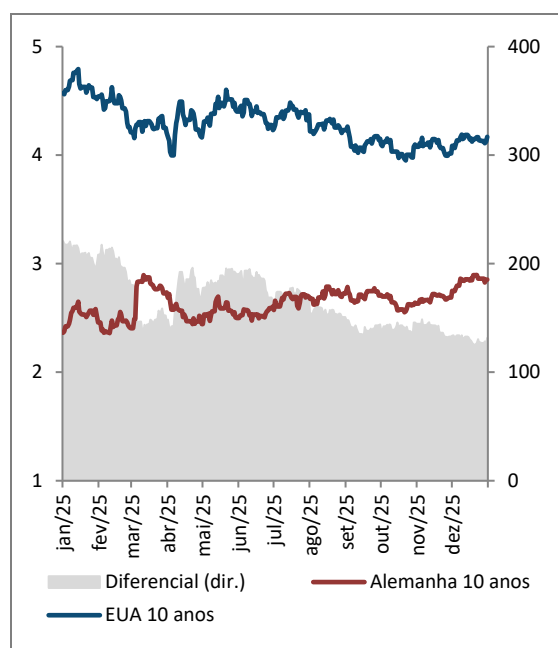
o risco cambial. Por último, as expectativas sobre possíveis cortes nas taxas de juro por parte da *Fed*, que se materializaram na parte final do ano, também exerceram pressão descendente sobre o dólar.

Por outro lado, a apreciação do euro ao longo do ano foi também sustentada por fatores internos, que levaram a uma melhoria do sentimento dos investidores face à área do euro. Para tal, contribuíram o anúncio do estímulo orçamental por parte da Alemanha e de iniciativas da UE para reforçar as capacidades de defesa, bem como fundamentos económicos sólidos ao longo do ano, traduzidos num crescimento superior ao antecipado. Importa notar que esta apreciação do euro ocorreu mesmo num contexto de cortes das taxas de referência do BCE na primeira metade do ano, não acompanhados pela *Fed*.

Em relação à libra esterlina, o euro evidenciou igualmente um perfil de apreciação, de 0,83 para 0,87 (5,3%), bem como em relação ao renminbi, contra o qual o euro apreciou 8,5% (de 7,6 para 8,2), o que ocorreu sobretudo no primeiro semestre do ano, refletindo em parte um enfraquecimento da moeda chinesa, associado ao impacto adverso esperado das tarifas impostas pelos EUA.

Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo

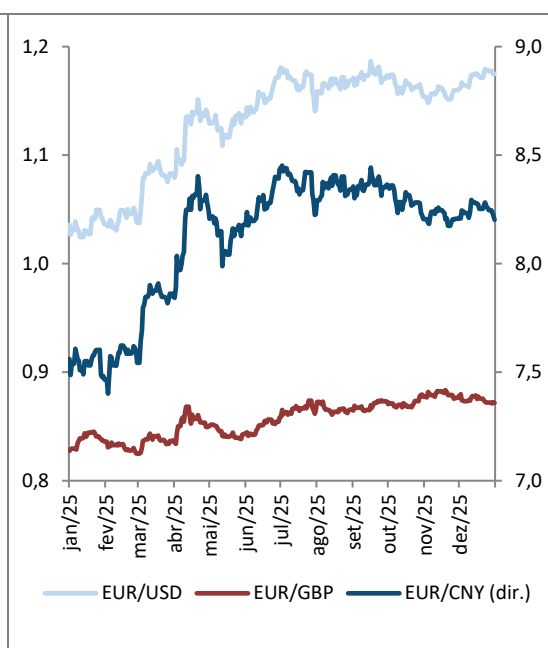
(%, esq) (p.b., dir)



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 2025, as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a 10,6 mil milhões de euros, o que representa um acréscimo de 0,9 mil milhões de euros face a 2024. Esta variação é explicada, fundamentalmente, pelo aumento do défice orçamental do Estado em 1,8 mil milhões de euros e pela redução, em 0,9 mil milhões de euros, da rubrica de aquisição líquida de ativos financeiros do Estado.

Face à previsão inicial, as necessidades brutas de financiamento foram inferiores em cerca de 4,2 mil milhões de euros, em resultado das seguintes variações: (i) uma redução das necessidades líquidas de financiamento em aproximadamente 7,4 mil milhões de euros, explicada pela diminuição da despesa com aquisição líquida de ativos financeiros do Estado em 8,1 mil milhões de euros, apenas parcialmente compensada por um défice orçamental acima do esperado (cerca de 0,6 mil milhões de euros); e, (ii) um incremento nas amortizações de outra dívida de médio e longo prazo (MLP), no valor de cerca de 3,2 mil milhões de euros, decorrente, essencialmente, de recompras dos empréstimos oficiais (PAEF), no montante de 2,4 mil milhões de euros, e de recompras de OT (através de leilões e operações bilaterais), não contempladas no programa de financiamento inicial para 2025.

O saldo total de depósitos no final do ano fixou-se em 4,3 mil milhões de euros, abaixo dos 6,5 mil milhões de euros inicialmente projetados (excluindo contas margem).

A redução das necessidades brutas de financiamento, a par da utilização do saldo de depósitos (em torno de 2,0 mil milhões de euros), determinou um ajustamento em baixa das fontes de financiamento em cerca de 6,2 mil milhões de euros. Nesse contexto, observaram-se as seguintes variações: (i) diminuição do financiamento através de empréstimos oficiais em cerca de 0,7 mil milhões de euros; (ii) não realização de emissões ao abrigo do programa de *Medium Term Notes* (MTN), inicialmente previsto em 2,0 mil milhões de euros; (iii) redução do financiamento através de OTRV em 0,9 mil milhões de euros; (iv) diminuição, em termos líquidos, do programa de BT em 3,2 mil milhões de euros; (v) redução da rubrica “outros movimentos na tesouraria”, em aproximadamente 0,5 mil milhões de euro; e, (vi) aumento das subscrições líquidas de produtos de aforro no montante de 0,9 mil milhões de euros.

A estratégia de financiamento de OT para 2025 previa a emissão de três novos *benchmarks* e a reabertura de várias linhas através de leilões, com o objetivo de assegurar liquidez ao longo da curva de rendimentos. Para o efeito, estimava-se um volume de emissões brutas de OT de aproximadamente 20,5 mil milhões de euros, em linha com o montante efetivamente emitido de 20,6 mil milhões de euros.

Quadro 1 - Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2025

(milhões de euros)	Programa de Financiamento	Execução	Diferença
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	34 198	29 956	-4 242
Necessidades líquidas de financiamento	18 045	10 625	-7 420
Défice orçamental do Estado	6 806	7 436	629
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	11 239	3 189	-8 050
Operações pontuais	0	0	0
Amortizações de dívida MLP	16 153	19 331	3 178
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	13 628	14 361	734
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1 525	3 970	2 444
Outras amortizações de dívida MLP	1 000	1 000	0
FONTES DE FINANCIAMENTO	34 198	29 956	-4 242
Utilização de depósitos (excl contas margem)	4	1 976	1 972
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1 209	485	-723
Emissões OT e MTN	22 472	20 592	-1 880
Emissões OTRV	1 500	612	-888
Outras emissões de dívida MLP	0	0	0
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	4 553	1 399	-3 154
Emissões líquidas CA/CTPC	2 500	3 445	945
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	1 960	1 447	-514
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)	6 511	4 284	-2 227
Saldo de contas-margem no final do ano	0	48	48
Saldo total de depósitos no final do ano	6 511	4 332	-2 179

Nota: 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).

Fonte: IGCP

A execução bem-sucedida do programa de financiamento assentou numa presença regular e previsível no mercado ao longo do ano, com enfoque nas OT, contribuindo para reforçar a liquidez ao longo da curva, mitigar a volatilidade nas janelas de emissão e beneficiar da crescente procura por títulos de dívida pública portuguesa.

O desempenho do programa foi igualmente apoiado por uma estratégia ativa de comunicação com o mercado. Em 2025, o IGCP assegurou uma divulgação regular de informação sobre a economia portuguesa e a execução do financiamento, bem como um diálogo contínuo com os operadores especializados de mercado (OEVT e EBT), complementado por interações com investidores institucionais e agências de rating, reforçando a visibilidade da dívida pública portuguesa.

Neste enquadramento, a confiança dos investidores manteve-se elevada, refletindo a evolução favorável dos indicadores macroeconómicos e orçamentais. Este contexto traduziu-se em melhorias nas notações de crédito, com a República a alcançar A+ (*outlook* estável) pela S&P, A (*outlook* estável) pela Fitch e A (*high*) (*outlook* estável) pela DBRS.

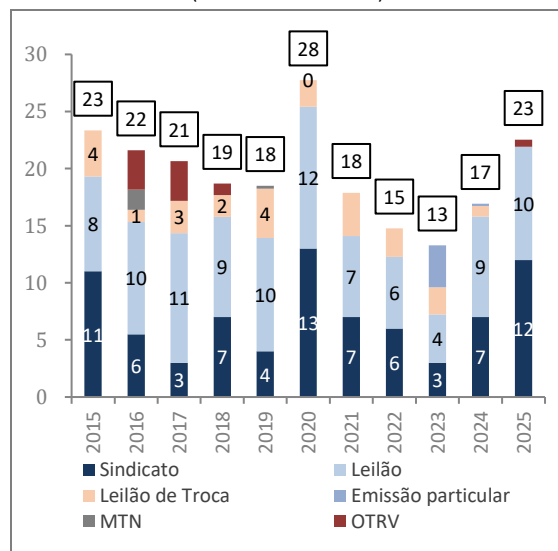
Em 2025, o financiamento bruto de médio e longo prazo em mercado ascendeu a cerca de 22,5 mil milhões de euros (ao valor nominal), distribuído da seguinte forma: (i) 12,0 mil milhões de euros (53%) através de operações sindicadas de OT; (ii) 9,9 mil milhões de euros (44%) através de leilões de OT; e (iii) 0,6 mil milhões de euros (3%) através da emissão de uma OTRV (ver Caixa 2).

Em julho, procedeu-se ao lançamento de uma nova OTRV a seis anos (“OTRV 2031”), através de uma oferta pública de subscrição e de troca, aproveitando a amortização da OTRV de julho de 2025 e promovendo, simultaneamente, a diversificação da base de investidores e a dinamização do mercado doméstico.

A execução do programa de médio e longo prazo decorreu conforme previsto até ao final de agosto. No final do verão, condições de mercado particularmente favoráveis permitiram antecipar a conclusão do programa de OT, através da realização, em setembro, de um leilão e de uma emissão sindicada de duas linhas.

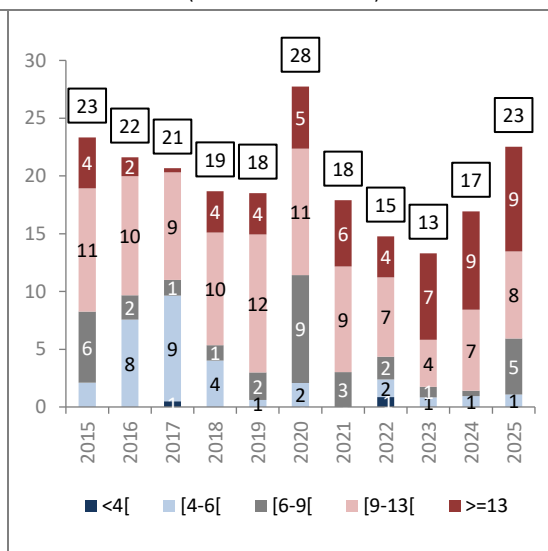
Em 2025, o financiamento de médio e longo prazo foi distribuído de forma relativamente uniforme pelos três primeiros trimestres, representando 32%, 32% e 36% do total emitido (incluindo a OTRV). Esta repartição refletiu sobretudo a realização de uma emissão sindicada em cada trimestre, que permitiu o lançamento de três novas linhas - dez, quinze e oito anos - bem como a reabertura da OT de junho de 2054 (ver Caixa 1), tendo ainda sido realizados dois leilões no primeiro e terceiro trimestres e três leilões no segundo. No quarto trimestre, não se realizaram emissões de colocação direta, tendo sido realizado apenas, em dezembro, um leilão de recompra de OT com maturidades em 2026 e 2027.

Gráfico 9 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por tipo de colocação
(mil milhões de euros)



Fonte: IGCP

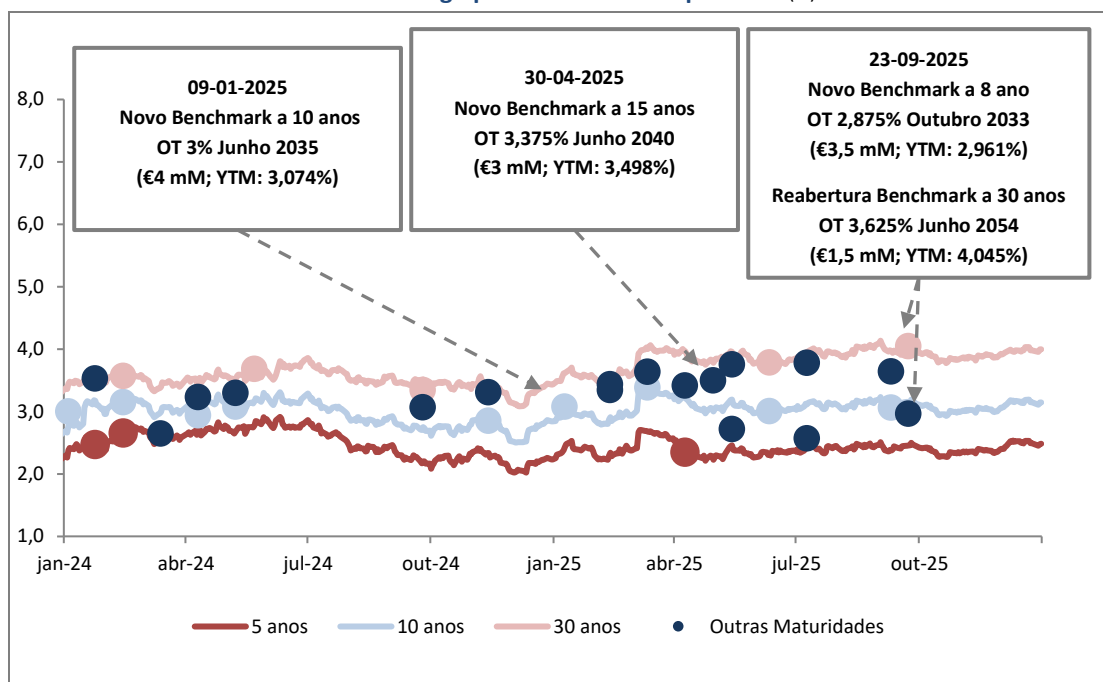
Gráfico 10 – Emissões de dívida de médio e longo prazo por maturidade
(mil milhões de euros)



Fonte: IGCP

As emissões com maturidade residual superior a nove anos representaram aproximadamente 76% do total emitido, face a 92% em 2024. Por sua vez, o segmento entre seis e nove anos ganhou relevância, passando a representar 22% em 2025 (3% em 2024). Na parte curta da curva (prazo inferior a seis anos), o peso manteve-se praticamente inalterado, em torno de 5%.

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 2025 situou-se em 13,6 anos (abaixo dos 16,5 anos de 2024). Ainda assim, a maturidade média do stock de dívida pública (incluindo empréstimos oficiais) manteve-se acima dos 7 anos, registando uma ligeira subida, de 7,2 anos em 2024 para 7,3 anos em 2025.

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

Neste sentido, em 2025, foram realizadas operações de recompra de dívida com maturidade posterior a 31 de dezembro de 2025, sempre que as condições de mercado e a procura o justificaram, através de recompras bilaterais de OT e BT e de leilões de recompra de OT, no montante total de 2,1 mil milhões de euros. Adicionalmente, procedeu-se ao reembolso antecipado de empréstimos do MEEF, no valor de 2,5 mil milhões de euros, dos quais 1,8 mil milhões de euros com maturidade em 2028 e 0,7 mil milhões de euros com maturidade em 2031.

Em 2025, o programa de BT foi ajustado em baixa face às estimativas iniciais, refletindo a redução das necessidades líquidas de financiamento do Estado. Este ajustamento traduziu-se num financiamento líquido de 1,4 mil milhões de euros, abaixo dos 4,6 mil milhões de euros inicialmente previstos. No total, foram lançadas cinco novas linhas, todas com maturidade em 2026.

A emissão de BT decorreu, como habitualmente, através de leilões regulares orientados para a promoção da liquidez, ainda que com ajustamentos face ao calendário inicialmente definido. No primeiro semestre, foram eliminadas as emissões de linhas flutuantes, com exceção do leilão de maio, tendo-se privilegiado leilões de linha única para reforço da liquidez das novas emissões. No segundo semestre, realizaram-se apenas dois leilões, tendo sido suprimidos os leilões de outubro e de

novembro, de modo a refletir a redução das necessidades líquidas de financiamento. A curva de BT foi inicialmente estruturada com cinco linhas, com maturidades concentradas em meses ímpares, tendo sido posteriormente completada com a abertura, em janeiro do presente ano, da linha com maturidade em novembro de 2026.

Caixa 1 | Sindicato dual-tranche

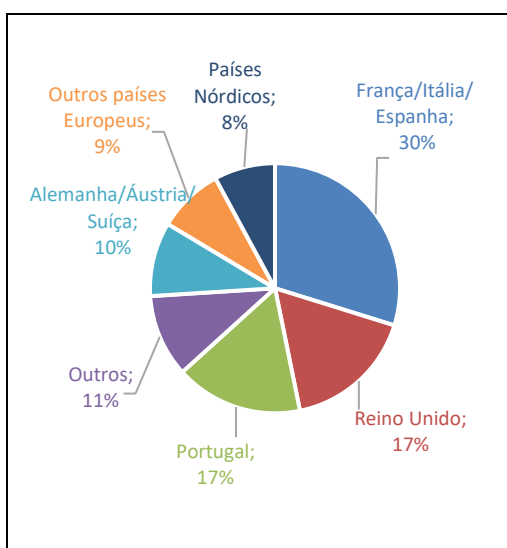
A estratégia de financiamento para 2025 centrou-se na execução regular de emissões de Obrigações do Tesouro, através de leilões e de operações sindicadas, incluindo a abertura de novas linhas e a reabertura de linhas existentes. Neste enquadramento, em 23 de setembro de 2025, a República Portuguesa realizou uma emissão sindicada de duas linhas (a primeira desde 2016), com a colocação de um novo título a oito anos (OT outubro 2033) e a reabertura da linha de referência a trinta anos (OT junho de 2054).

Esta operação enquadra-se na estratégia de aproveitamento de janelas de mercado favoráveis, permitindo captar níveis elevados de procura, diversificar a base de investidores e estender a maturidade da carteira de dívida, numa perspetiva de eficiência de custo no médio e longo prazo. Em particular, a reabertura da linha a trinta anos permitiu aumentar o montante de uma linha de referência, reforçar a presença da República neste segmento e atrair novos investidores institucionais de longo prazo. Simultaneamente, o lançamento da nova OT a oito anos contribuiu para preencher um segmento em falta na curva de rendimentos portuguesa, reforçando a sua completude.

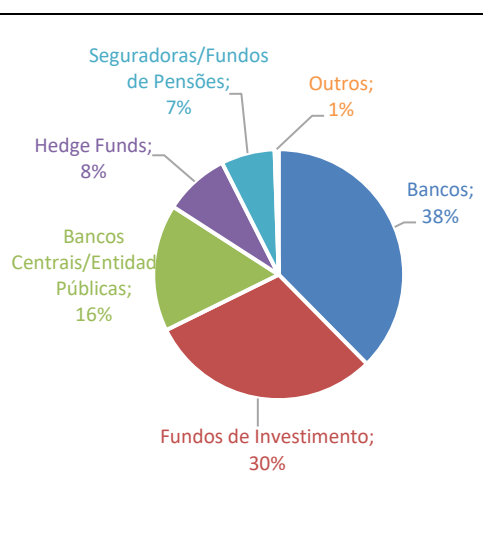
O montante total emitido ascendeu a 5,0 mil milhões de euros, repartido entre 3,5 mil milhões de euros na nova OT outubro 2033 e 1,5 mil milhões de euros na OT junho 2054. A operação registou uma procura muito expressiva, com livros de ordens que atingiram 46 mil milhões de euros na linha a oito anos (13 vezes o montante emitido) e 35 mil milhões de euros na linha a trinta anos (23 vezes o montante emitido).

Gráfico 12 - Emissão sindicada de OT junho 2033

Por geografia do investidor



Por perfil do investidor

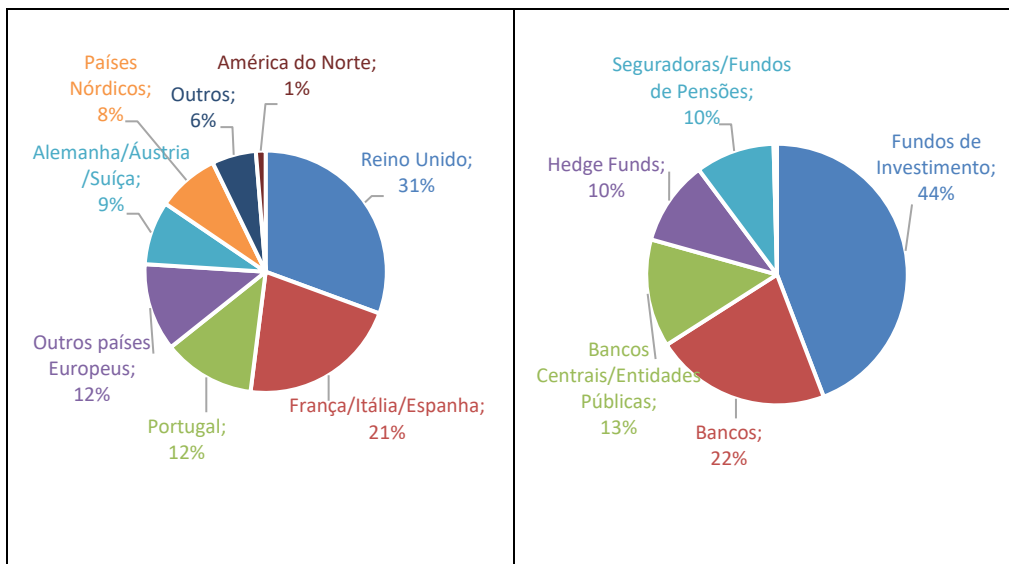


Fonte: IGCP

Gráfico 13 – Emissão sindicada de OT junho 2054 (reabertura)

Por geografia do investidor

Por perfil do investidor



Fonte: IGCP

Caixa 2 | Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV)

O segmento de retalho continua a afirmar-se como uma componente relevante na estratégia de financiamento da República, contribuindo para a diversificação da base de investidores em dívida pública. Neste enquadramento, e tendo em conta o vencimento, em 23 de julho de 2025, da última OTRV em circulação, considerou-se oportuno assegurar a continuidade e dinamização deste segmento.

Nesse contexto, foi promovida a emissão de um novo instrumento que permitisse, por um lado, oferecer aos investidores a possibilidade de substituírem o título vincendo por uma nova OTRV, através de uma Oferta Pública de Troca (OPT), e, por outro, captar novos investidores para o segmento de retalho, através de uma Oferta Pública de Subscrição (OPS), reforçando, assim, a sua relevância enquanto fonte de financiamento.

Em 16 de julho de 2025, a República Portuguesa realizou a emissão de uma OTRV a seis anos, com vencimento em 18 de julho de 2031, através de uma OPS e de uma OPT, direcionada ao mercado de retalho em Portugal.

Na definição das características desta emissão foi igualmente tido em conta o custo de financiamento para o Estado, assegurando o seu alinhamento com os restantes instrumentos, nomeadamente com as OT e com os CA. A OTRV com vencimento em julho de 2031 caracteriza-se por apresentar uma taxa de juro nominal variável, indexada à Euribor a 6 meses, acrescida de um *spread* de 0,25%, tendo sido aplicado um *floor* de 0% à Euribor, garantindo uma remuneração mínima correspondente ao valor do *spread*.

Participaram nas ofertas um total de 24 149 investidores, dos quais 11 417 na OPT e 12 732 na OPS. A oferta indicativa ascendia a 1 000 milhões de euros, tendo-se registado uma procura de 612 milhões de euros, integralmente satisfeita por se situar abaixo do montante indicativo. A OPT contribuiu com 188,8 milhões de euros e a OPS com 423,4 milhões de euros.

2.2. Mercado Secundário

Durante o ano, observou-se um movimento de *steepening* da curva de rendimentos portuguesa, traduzido na redução das taxas de curto prazo e na subida das taxas nas maturidades mais longas, com o diferencial entre os dois e os trinta anos a aumentar em cerca de 60 p.b. em 2025.

A evolução no curto prazo refletiu as decisões de política monetária, com o BCE a prosseguir o ciclo de flexibilização iniciado em 2024, realizando quatro cortes de 25 p.b. na primeira metade de 2025, após os quais a taxa de depósito se fixou em 2,00%. Após a reunião de junho, as taxas mantiveram-se relativamente estáveis, não tendo ocorrido alterações adicionais na política monetária. Por sua vez, no médio e longo prazo, as *yields* subiram para níveis superiores aos registados em 2024, refletindo a maior incerteza quanto às perspetivas macroeconómicas e orçamentais, bem como as expectativas de aumento da emissão de dívida pública por parte dos Estados europeus.

As *yields* soberanas a dez anos dos principais países europeus registaram uma subida acentuada nos primeiros meses do ano, atingindo máximos no início de março. Este movimento refletiu sobretudo a revisão das expectativas quanto à política orçamental europeia, na sequência do anúncio, pelo governo alemão, de um amplo programa de investimento em infraestruturas e defesa, acompanhado da

flexibilização das regras de endividamento. A antecipação de maiores necessidades de financiamento e de uma maior oferta futura de dívida soberana conduziu, assim, a uma subida generalizada das taxas de juro de longo prazo na área do euro. Posteriormente, as *yields* corrigiram, ainda que de forma parcial, permanecendo, ainda assim, acima dos níveis observados no início do ano.

Neste contexto, em Portugal, a *yield* da OT a dez anos fixou-se em 3,15% no final do período, cerca de 30 p.b. acima do valor registado no início do ano. Na Alemanha, a *yield* a dez anos situou-se em 2,85%, correspondendo a uma subida mais expressiva, de 48 p.b. Com efeito, o prémio de risco da República continuou a diminuir, com o diferencial face à Alemanha a reduzir 18 p.b. ao longo do ano, bem como face aos países semi-core (Áustria, Bélgica e França), com o diferencial médio a evoluir de -16 para -19 p.b.

Em 2025, as condições de liquidez no mercado de BT e OT continuaram a melhorar, evidenciadas pelo estreitamento dos *bid-offer spreads* ao longo da curva e pelo aumento do volume transacionado. Os *bid-offer spreads* reduziram-se, nos últimos dois anos, em 3,5 p.b. no prazo a cinco anos e em 1,9 p.b. no prazo a dez anos, para 1,3 p.b. e 0,8 p.b., respetivamente, enquanto o volume médio diário transacionado em OT e BT aumentou significativamente, de cerca de 700 milhões de euros em 2024 para 2 100 milhões de euros em 2025. No segmento de OT, o volume médio diário transacionado passou de 426 milhões de euros, em 2024, para 749 milhões de euros, em 2025. Este crescimento foi transversal aos diferentes canais de negociação, destacando-se o aumento da atividade de OT nas plataformas eletrónicas (MTS, BrokerTec e BGC), cujo volume médio diário mais do que triplicou, de 71 para 224 milhões de euros. No mercado *Over-the-Counter* (OTC), o volume médio diário de OT aumentou de 355 para 525 milhões de euros.

A melhoria observada nas condições de financiamento da República, refletida na compressão dos *spreads* de crédito, no reforço da liquidez e no bom desempenho da curva de OT resultou de vários fatores, destacando-se: (i) uma execução orçamental mais favorável do que o previsto, com as necessidades líquidas de financiamento a reduzirem-se de uma estimativa inicial de 18,0 mil milhões de euros para 10,7 mil milhões de euros; (ii) o reforço da qualidade creditícia da República, refletido na melhoria da notação e da perspetiva de rating para o patamar de “A+” por duas das principais agências, a S&P e a DBRS; (iii) a presença regular e previsível do IGCP no mercado primário, através de leilões e emissões sindicadas, contribuindo para a redução dos *bid-offer spreads*, e (iv) a inclusão de Portugal no *FTSE Russell World Government Bond Index* no final de 2024, que promoveu a diversificação da base de investidores e reforçou a procura por dívida pública portuguesa.

A concentração do fluxo de OT no mercado secundário diminuiu em 2025 entre os *Primary Dealers*, com os cinco maiores OEVT a deterem uma quota de mercado de cerca de 53%. Este valor representa uma diminuição de aproximadamente 6 p.p. face a 2024 (59%).

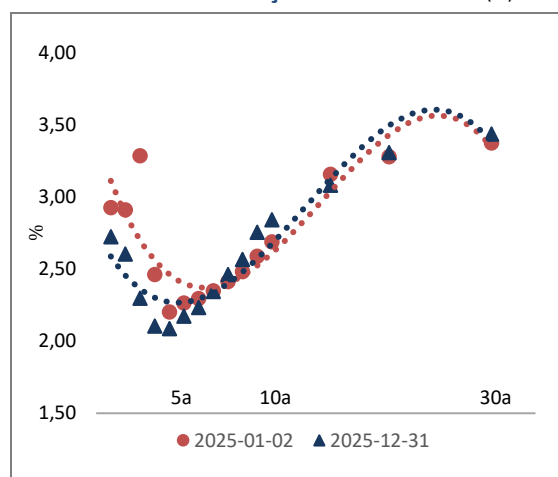
As taxas de juro nas emissões de BT, em 2025, registaram uma tendência de descida na primeira metade do ano, em linha com o mercado monetário e com ação do BCE que reduziu a taxa de depósito em 1 p.p. no primeiro semestre do ano. Assim, no leilão de julho, no qual foi emitida a linha a 12 meses, a taxa média ponderada apresentou uma redução de 51 p.b. em relação ao leilão de janeiro, em que também foi emitida uma linha com a mesma maturidade. No mercado secundário, as taxas de juro seguiram uma tendência semelhante. Até ao final de abril, registaram-se descidas significativas nas *yields* a 3 e 6 meses (cerca de 64 e 61 p.b., respetivamente). Após a trajetória descendente no primeiro semestre, em linha com os cortes das taxas diretoras do BCE, as *yields* de curto prazo estabilizaram durante a segunda metade do ano. Esta evolução refletiu a crescente perceção de que o ciclo de expansão monetária se encontrava próximo do seu término, levando os mercados a reverem em baixa

as expectativas de reduções adicionais das taxas de referência. Neste contexto, as taxas de curto prazo mantiveram-se relativamente estáveis até ao final do ano.

Em 2025, o volume médio diário transacionado de BT no mercado secundário seguiu a mesma tendência observada nas OT, embora de forma mais acentuada, tendo mais do que quadruplicado face ao período homólogo, atingindo 1 334 milhões de euros, em comparação com 282 milhões de euros no ano anterior.

No que se refere aos canais de negociação, as plataformas eletrónicas mantiveram-se como o canal preferencial nas transações de BT, registando-se um aumento do volume médio diário transacionado de 185 milhões de euros em 2024 para 1 107 milhões de euros em 2025. No mercado OTC, verificou-se igualmente um aumento, embora de menor magnitude, de 97 milhões de euros em 2024 para 228 milhões de euros em 2025.

Gráfico 14 – Evolução da curva de OT (%)



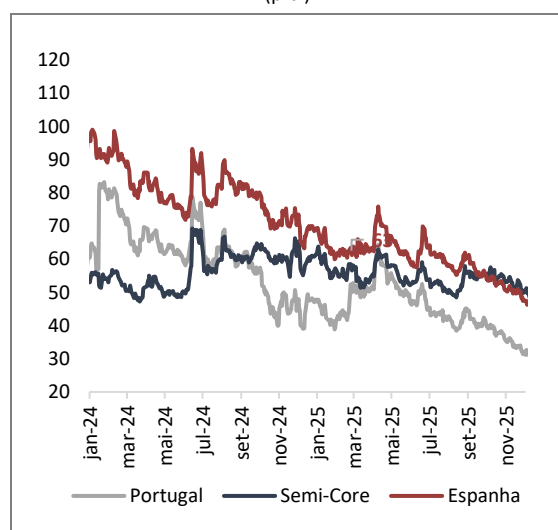
Fonte: Bloomberg

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



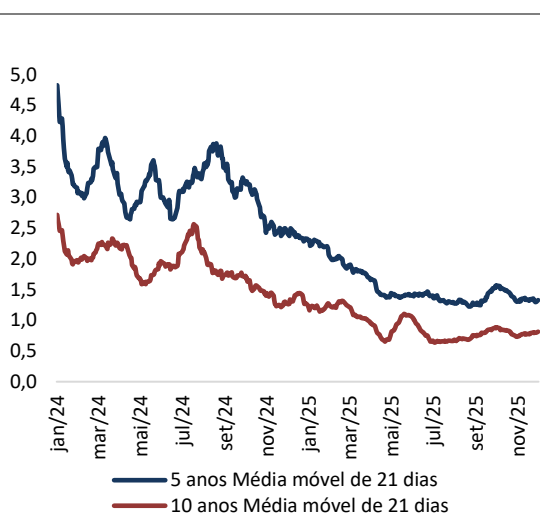
Fonte: Bloomberg

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



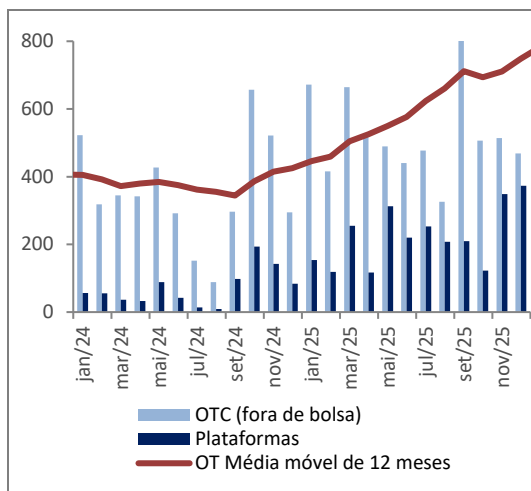
Fonte: Bloomberg

Gráfico 17 – Bid-offer spread (p.b.)



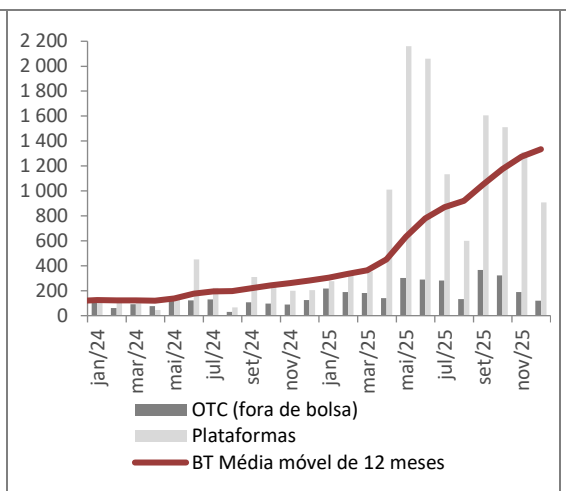
Fonte: MTS, Bloomberg

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



Fonte: MTS, BrokerTec, BGC, OEVT e IGCP

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



Fonte: MTS, BrokerTec, BGC, EBT e IGCP

3. Ativos e Passivos do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado e Encargos

Em 31 de dezembro de 2025, o saldo da dívida direta do Estado¹, avaliado ao câmbio de final de período, cifrou-se em 315,2 mil milhões de euros (ver Quadro 19, no Anexo 5), o que representa um aumento de 9,5 mil milhões de euros face ao verificado em 2024 (3,1%). A variação anual decorre essencialmente do aumento do saldo de OT em 7,6 mil milhões de euros (contributo de 2,5 p.p.), de CA e de CT em 3,4 mil milhões de euros (contributo 1,1 p.p.) e de BT em 1,7 mil milhões de euros (contributo de 0,6 p.p.). Este incremento foi, no entanto, parcialmente mitigado pelo decréscimo nos saldos dos empréstimos do PAEF, no montante total de 4 mil milhões de euros (contributo de -1,3 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, fixaram-se em 20,6 mil milhões de euros, traduzindo-se numa emissão líquida positiva de 6,2 mil milhões de euros, com o peso relativo das OT no *stock* de dívida (valor nominal) a aumentar de 53,3% no final de 2024 para 54,1% em 2025. Incorporando na análise o saldo de 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 54,7%, com um aumento mais moderado face ao ano anterior (+0,7 p.p. face aos 54,0% do final de 2024), refletindo a redução do saldo vivo de OTRV em 0,4 mil milhões de euros.

No que respeita à dívida de curto prazo (em euros), observou-se, em 2025, um aumento do saldo vivo em torno de 2,5 mil milhões de euros, refletindo, para além do já supramencionado aumento do saldo de BT, um incremento do saldo de Certificados Especiais de Dívida Pública (CEDIC) de cerca de 0,7 mil milhões de euros. Com efeito, assistiu-se a um aumento do peso relativo dos instrumentos de dívida de curto prazo em 0,5 p.p., fixando-se nos 11,2% no final de 2025.

O peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo empréstimos oficiais), manteve-se nulo em 2025, à semelhança do que já havia sido observado no final de 2024, ano em que se verificou a amortização total da MTN denominada em USD que atingiu a maturidade em outubro de 2024 (no montante de 2,6 mil milhões de dólares).

Os empréstimos oficiais (englobando PAEF, SURE e PRR) registaram um decréscimo no peso relativo no *stock* da dívida, passando de 18,6%, em 2024, para 16,9% no final de 2025, como resultado da redução dos empréstimos PAEF, em particular, da amortização do empréstimo do FEEF, de 1,5 mil milhões de euros, com vencimento a 3 de dezembro de 2025, e da amortização antecipada de 2,5 mil milhões de euros de empréstimos do MEEF em 23 de dezembro de 2025. Especificamente, amortizou-se integral e antecipadamente o empréstimo do MEEF, no valor de 1,8 mil milhões de euros, com vencimento a 5 de dezembro de 2028, e parcialmente 0,7 mil milhões de euros, com vencimento em 22 de abril de 2031.

¹ 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.

Em sentido contrário, em 2025, verificou-se um incremento do saldo do empréstimo do PRR, com o desembolso, em agosto, da sexta tranche pela Comissão Europeia, no montante de 0,5 mil milhões de euros.

Caixa 3 | Amortização Antecipada de Empréstimos do MEEF

Ao longo dos últimos anos, tem-se verificado uma redução do diferencial de custos de financiamento entre Portugal e a União Europeia, refletindo uma melhoria do perfil de risco da dívida portuguesa. Os custos de financiamento de Portugal em mercado secundário são atualmente inferiores aos da UE, sobretudo no curto prazo, tal como se pode verificar no gráfico apresentado em baixo.

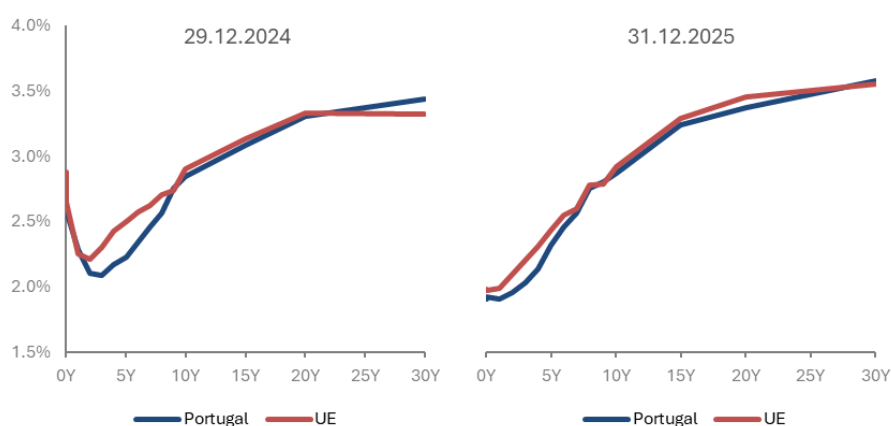
Neste contexto, em dezembro de 2025, a República Portuguesa procedeu ao reembolso antecipado de 2,5 mil milhões de euros relativo aos empréstimos do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira, contraídos entre 2011 e 2014 durante o Programa de Assistência Económica e Financeira de Portugal.

Em particular, Portugal procedeu à amortização antecipada do total de 1,8 mil milhões de euros do empréstimo do MEEF com maturidade em 5 de dezembro de 2028, e à amortização antecipada parcial, de 0,7 mil milhões de euros, do empréstimo do MEEF com maturidade em 22 de abril de 2031.

Após este reembolso antecipado, o valor em dívida dos empréstimos de Portugal junto do MEEF diminui para 19,8 mil milhões de euros.

O reembolso antecipado destes empréstimos permite ao Estado Português uma poupança com os juros da dívida pública e contribui para a suavização do perfil de reembolsos da dívida pública nos próximos anos.

Gráfico 20 – Curvas de rendimentos de Portugal e da União Europeia



Fonte: Bloomberg

Em 2025, o peso dos instrumentos de retalho - CA e CT - registou um aumento, ao passar de 14,6% para 15,2%, refletindo a evolução favorável de CA, cujas subscrições líquidas positivas mais do que compensaram as subscrições líquidas negativas dos CT. Ao longo do ano, os CT, à semelhança do verificado nos dois anos precedentes, registaram um nível reduzido de subscrições, o que, associado a um nível elevado de reembolsos, se traduziu, em termos líquidos, em subscrições anuais negativas, pelo quarto ano consecutivo. Em relação aos CA, verificou-se um nível elevado de subscrições nos primeiros meses do ano, mantendo-se a tendência de aceleração já observada no último trimestre de 2024, após a alteração dos limites máximos de subscrição por conta aforro. Note-se que, em setembro de 2024, os limites tinham sido 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). Após o primeiro trimestre de 2025, observou-se uma tendência de abrandamento das subscrições de CA, mantendo-se, ainda assim, em níveis elevados, o que contribuiu para uma emissão líquida positiva significativa deste instrumento no cômputo do ano. Conjuntamente, o volume de emissões líquidas do retalho foi positivo em 2025, fixando-se em torno de 3,4 mil milhões de euros, correspondentes a subscrições brutas destes instrumentos de 7,9 mil milhões de euros.

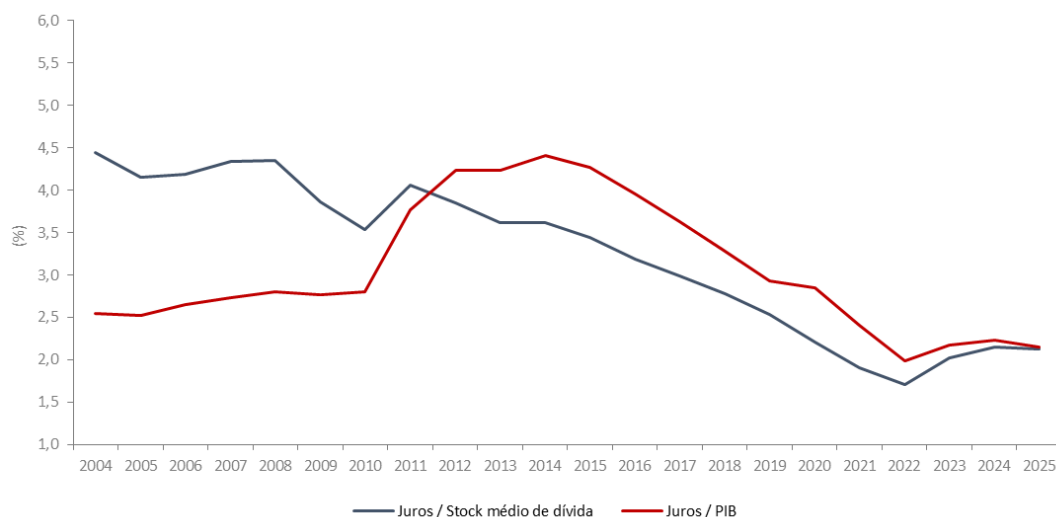
Encargos correntes da dívida

Em 2025, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em 6,9 mil milhões de euros, denotando uma redução de 88 milhões de euros face ao ano anterior (ver quadro 20, no Anexo 6). Por sua vez, os juros recebidos de aplicações financeiras registaram um acréscimo de 69 milhões de euros face a 2024, fixando-se em 234 milhões de euros. A diminuição dos juros pagos reflete sobretudo a redução dos juros associados a outros instrumentos de dívida, que registaram um decréscimo de 204 milhões de euros, em grande medida, explicado pelos instrumentos denominados em moeda estrangeira (que com saldo nulo não tiveram pagamentos associados ao contrário do que acontecia nos anos anteriores) e dos juros associados a CEDIC, refletindo neste caso, essencialmente, a diminuição das taxas de juro pagas na remuneração deste instrumento. Os juros dos CA e CT também registaram uma diminuição, ainda que de menor magnitude, em torno de 62 milhões de euros, em resultado, principalmente, da descida dos indexantes das taxas de remuneração dos CA, bem como da redução do *stock* vivo de CT. Por sua vez, os juros pagos de BT fixaram-se em 268 milhões de euros, representando um acréscimo de 93 milhões de euros face ao ano precedente, em consequência, essencialmente, do aumento do *stock* vivo, que passou de 3,0 mil milhões de euros no final de 2023 para 9,0 mil milhões de euros no final de 2024. Os juros dos empréstimos oficiais aumentaram 77 milhões de euros face ao ano anterior, traduzindo, sobretudo, o incremento do custo associado aos empréstimos do EFSF (cuja taxa é variável), a par do aumento de juros do empréstimo PRR, resultante do aumento do *stock* vivo, em particular, associados às tranches desembolsadas no final de 2023 cujo primeiro pagamento de juros ocorreu já durante o ano 2025. Por seu turno, os juros de OT, que representam a maior parcela dos juros pagos, mantiveram-se relativamente estáveis, registando uma ligeira redução de 15 milhões de euros face ao ano anterior, resultando num total de juros pagos de OT de 3,8 mil milhões de euros.

Em 2025, os juros pagos da dívida direta do Estado, numa ótica de Contas Nacionais, fixaram-se em 6,6 mil milhões de euros, tendo aumentado pelo terceiro ano consecutivo, ainda que a um ritmo mais moderado comparativamente ao observado nos dois anos precedentes. Os juros recebidos de aplicações financeiras ascenderam a 236 milhões de euros em 2025, registando um incremento de 70 milhões face a 2024, traduzindo-se num total de juros, em termos líquidos, no montante de

6,4 mil milhões de euros. O aumento anual dos juros pagos, que ascendeu a 146 milhões de euros, refletiu a evolução desfavorável do efeito associado ao aumento do saldo vivo da dívida, que apenas foi parcialmente compensado pela evolução favorável do efeito preço, que beneficiou de uma ligeira redução da taxa de juro implícita (ver quadro 22, no Anexo 6). A taxa de juro implícita registou uma redução de 2 p.b., tendo-se mantido em torno de 2,1% em 2025. Neste contexto, o peso dos juros no PIB manteve-se estável em torno de 2,2 % em 2025, valor observado pelo terceiro ano consecutivo.

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



3.2. Tesouraria do Estado

Disponibilidades da Tesouraria do Estado

A repartição das disponibilidades da tesouraria do Estado, no biénio de 2024-2025, é a apresentada no Quadro 2.

Quadro 2 – Contas de Disponibilidades

(milhões de euros)

Milhões de euros	dez/24	dez/25
Contas no BdP	6 305	4 288
Apli. Financeiras nas IC	0	0
Apli. Financeiras em Títulos de Dívida Pública	0	51
Contas em Divisas	9	6
Outras Contas Bancárias	0	0
Contas RCE (Bancos, CTT, SIBS, IRN e Caixas do Tesouro)	384	374
Depósitos Externos nas IC	2	1
Cheques a Cobrar	0	1
TOTAL	6 700	4 721

Fonte: IGCP

As disponibilidades da tesouraria do Estado, no final de 2025, apresentaram um decréscimo de cerca de 1 979 milhões de euros, face ao ano transato, em resultado da diminuição de 32% dos valores depositados no Banco de Portugal (BdP).

A existência de uma amortização de montante elevado a ter lugar no último trimestre do ano, exigiu que, ao longo do ano de 2025, fosse mantido um saldo médio de tesouraria mais elevado do que o registado no ano anterior, em que a amortização mais significativa ocorreu em fevereiro. Com efeito, no final do ano, a posição de tesouraria apresentou uma redução face ao saldo observado no final de 2024, refletindo também a continuidade de uma estratégia de otimização do saldo de disponibilidades de tesouraria. Essa estratégia é consistente com o ordenamento jurídico nacional, com as práticas de outros soberanos, com a melhoria do rating da República e a disponibilidade de outros instrumentos de tesouraria, assegurando a manutenção de reservas de liquidez suficientes para fazer face a eventuais situações de volatilidade nos mercados e, simultaneamente, a prossecução de uma estratégia prudente de gestão da dívida, que atende às condições gerais de mercado e às condições de financiamento do Estado português.

Unidade da Tesouraria do Estado

O regime da tesouraria do Estado (RTE), estabelecido pelo Decreto-Lei n.º 191/99, de 5 de junho, e reforçado anualmente pela Lei do Orçamento do Estado (LOE), consagra o princípio da unidade da tesouraria do Estado (UTE), segundo o qual toda a movimentação de fundos públicos deve ser centralizada em contas bancárias junto do IGCP. A UTE constitui, assim, um instrumento essencial 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, encontra-se refletida no Quadro 3, considerando o universo das entidades utilizadoras do Internet Banking (IB), principal suporte informático para o cumprimento da UTE.

Quadro 3 – Disponibilidades dos Serviços e Entidades Públicas

(milhões de euros)

Tipo Cliente	Disponibilidades (EUR Milhões)							
	Dep. Ordem		CEDIC		CEDIM		TOTAL	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
ONSUTE	2 555	2 791	7 327	7 213	0	0	9 882	10 004
SEE	1 200	1 246	2 006	2 350	1	1	3 206	3 597
SFA	2 485	2 813	13 772	14 228	1 988	2 083	18 244	19 124
SI	1 247	1 373	877	924	0	0	2 124	2 297
TOTAL	7 486	8 223	23 982	24 715	1 988	2 084	33 456	35 022

Fonte: IGCP

O valor das disponibilidades dos clientes na tesouraria do Estado registou um acréscimo de 1 556 milhões de euros, resultante, essencialmente, do aumento de cerca de 737 milhões de euros nos depósitos à ordem e de 734 milhões de euros nas aplicações em CEDIC.

Os Serviços e Fundos Autónomos (SFA) representam cerca de 55% do total das disponibilidades na tesouraria do Estado, a 31 de dezembro de 2025, seguidos pelos Organismos Não Sujeitos à UTE (ONSUTE), com aproximadamente 29%.

Ações de Promoção da Unidade da Tesouraria do Estado

Em 2025, foram desenvolvidas diversas iniciativas de promoção da UTE, que contribuíram significativamente para o nível de centralização de disponibilidades evidenciado no Quadro 3.

No mesmo período, foram implementados e divulgados junto dos serviços e entidades públicas novos serviços bancários, destacando-se:

- **VOP – Verification of Payee:** serviço implementado pelo Banco de Portugal, em conformidade com o Scheme do European Payments Council (EPC), que permite a verificação da identidade do beneficiário antes da execução de transferências, reforçando a segurança e reduzindo o risco de fraude;
- **Transferências imediatas** (vertente de pagamentos), possibilitando a execução de operações em tempo quase instantâneo.

A promoção da UTE foi assegurada através de reuniões, celebração de protocolos de prestação de serviços, emissão de pareceres e contacto contínuo com os gestores de conta, privilegiando o aconselhamento sobre as soluções mais adequadas a cada entidade.

Destacam-se, em particular, as ações dirigidas aos estabelecimentos públicos de ensino não superior, com o objetivo de assegurar a manutenção das condições necessárias à movimentação das contas abertas em 2023 na tesouraria do Estado, em cumprimento do disposto no n.º 15 do artigo 97.º do Decreto-Lei n.º 13-A/2025, de 10 de janeiro. Estas iniciativas visaram garantir a regular utilização das contas associadas à gestão de receitas fiscais e fundos europeus.

No âmbito da parceria iniciada em 2023 com a ARTE, para o desenvolvimento do Documento Único de Cobrança em tempo real (DUC-TR), o IGCP prosseguiu, em 2025, os trabalhos de desenvolvimento da nova plataforma e a articulação com as entidades administradoras de receitas, com vista à sua entrada em produção no início de 2027.

Em paralelo, foram intensificados os contactos com os serviços e entidades públicas para adesão à rede de cobranças do Estado (RCE), através da utilização do DUC como referência de pagamento, tendo-se registado mais cinco novas adesões.

O montante centralizado na tesouraria do Estado através do DUC atingiu cerca de 102 mil milhões de euros, correspondente à cobrança de aproximadamente 38 milhões de documentos.

No âmbito da promoção da UTE, foram ainda celebrados 25 protocolos de prestação de serviços bancários, dos quais 68% relativos à disponibilização de terminais de pagamento automático (TPA). Em 2025, foram movimentados, através de 6 012 TPA físicos, 23 TPA virtuais e um *gateway* de pagamentos, cerca de mil milhões de euros.

No que respeita às operações de pagamento, foram processadas, através do Internet Banking do IGCP, cerca de 9,1 milhões de transferências SEPA, correspondentes a 87 mil milhões de euros, sendo cerca de 1% efetuadas na modalidade de transferências imediatas.

Na vertente devedora dos débitos diretos, foram executadas cerca de 7 400 instruções, no montante global de 145 milhões de euros.

Relativamente aos cartões IGCP Charge Card, encontravam-se ativos, no final de 2025, 1 597 cartões, que suportaram pagamentos eletrónicos no valor total de 13,6 milhões de euros.

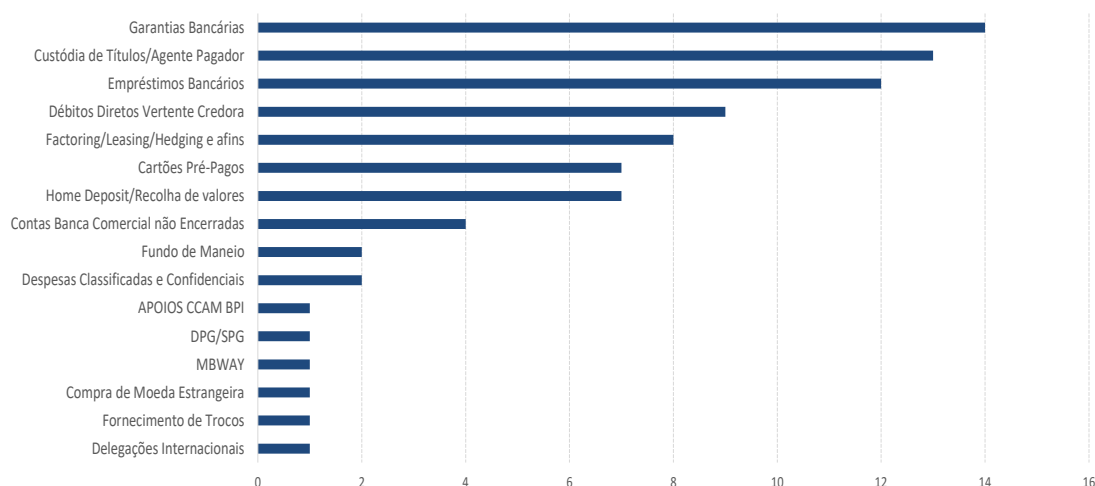
Dispensas do cumprimento da UTE

Nos termos do n.º 5 do artigo 13.º da Lei n.º 45-A/2024, de 31 de dezembro, os serviços e entidades públicas podem ser dispensados do cumprimento da UTE. Adicionalmente, ao abrigo do n.º 6 do artigo 97.º do Decreto-Lei n.º 13-A/2025, de 10 de março, o IGCP pode autorizar, a título excecional e devidamente fundamentado, a dispensa deste princípio por um período máximo de dois anos.

Em 2025, o IGCP emitiu 53 pareceres relativos a pedidos de dispensa da UTE, dos quais 19% foram apresentados por entidades do Ministério das Infraestruturas e Habitação, 15% por entidades do Ministério da Economia e Coesão Territorial e 13% por entidades do Ministério da Saúde. A maioria dos pedidos teve origem em SFA (47%) e entidades do Setor Empresarial do Estado (SEE) (45%).

O Gráfico 22 apresenta os principais fundamentos invocados para os pedidos de dispensa, destacando-se três motivos que, em conjunto, representam 50% do total: garantias bancárias² (as garantias podem, por vezes, ser substituídas por depósitos de cauções), custódia de títulos (excluindo dívida pública nacional) e empréstimos e bancários.

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 2025, avaliaram em 88% o seu grau de satisfação com o desempenho dos respetivos gestores.

² 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

A partir do segundo trimestre de 2025, foi implementada uma estratégia de contratação de *swaps*, em função das condições de mercado em cada momento, sobre o *basis* ESTR/Euribor 3M a 15 anos, em que o IGCP recebe, trimestralmente, a Euribor 3M e paga a taxa ESTR (capitalizada diariamente ao longo do período) acrescida de um spread. Estes derivados têm como objetivo cobrir o risco de aumento do diferencial de taxas de juro entre as responsabilidades da República indexadas à taxa Euribor 3M, nomeadamente com a emissão de Certificados de Aforro - Série F, e a remuneração obtida nas aplicações de tesouraria do Estado, indexada à taxa ESTR A final de 2025, a carteira de derivados do Estado era constituída por 15 *basis swaps* a 15 anos num montante nominal total de 2 125 milhões de euros e um valor de mercado de 6,9 milhões de euros.

Quadro 4 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados

(milhões de euros)	Valor de Mercado		Cashflow no período (*)	Variação Líquida
	31-dez-25	31-dez-24		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) - (2) + (3)
Taxa de juro	6,9	0	-0,2	6,7
Taxa de câmbio	0	0	0	0
Total	6,9	0	-0,2	6,7

Fonte: IGCP

(*) Cash-flows positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto cash-flows negativos correspondem a pagamentos efetuados, excluindo-se efeitos fiscais.

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 (EPR – Empresas Públicas Reclassificadas), cujo financiamento é assegurado através do Orçamento do Estado

Considerando que as EPR passaram a estar impedidas de obter financiamento em mercado desde o final de 2013, após a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 133/2013, de 3 de outubro, não têm sido contratados novos instrumentos financeiros derivados de cobertura de risco.

Os três derivados de EPR que ainda permaneciam vivos, todos detidos pelo Metropolitano de Lisboa, com um valor contratual de 160 milhões de euros, foram terminados antecipadamente pelo IGCP no terceiro trimestre de 2025, beneficiando de um contexto de mercado favorável.

Com esta operação deixa de existir qualquer derivado de EPR ainda vivo. O término destes derivados resultou num recebimento de 2,9 milhões de euros pelo Metro de Lisboa.

Quadro 5 – 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-25	31-dez-24		
		(1)	(2)	(3)	(4) = (1) - (2) + (3)
Metropolitano de Lisboa	0	0	-0,6	2,9	3,5

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

(*) Cash-flows positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto cash-flows negativos correspondem a pagamentos efetuados, excluindo-se efeitos fiscais.

4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2025, o IGCP deu continuidade à estratégia de gestão ativa das disponibilidades de tesouraria, procurando obter uma remuneração superior à oferecida pelo Banco de Portugal nos depósitos à ordem, com risco muito reduzido.

Entre estas aplicações, destacam-se as operações de *reverse repos*³, através das quais o IGCP aplica parte do excedente de liquidez a muito curto prazo e, como garantia, recebe obrigações ou bilhetes do Tesouro de Portugal ou de emitentes de soberanos de países e entidades supranacionais da área do Euro sujeitos a critérios de *rating* mínimo exigido. A atividade de contratação de *reverse repos* tem por base documentação legal de suporte à negociação destes instrumentos com as várias contrapartes financeiras, na forma de *Global Master Repurchase Agreements* (GMRA).

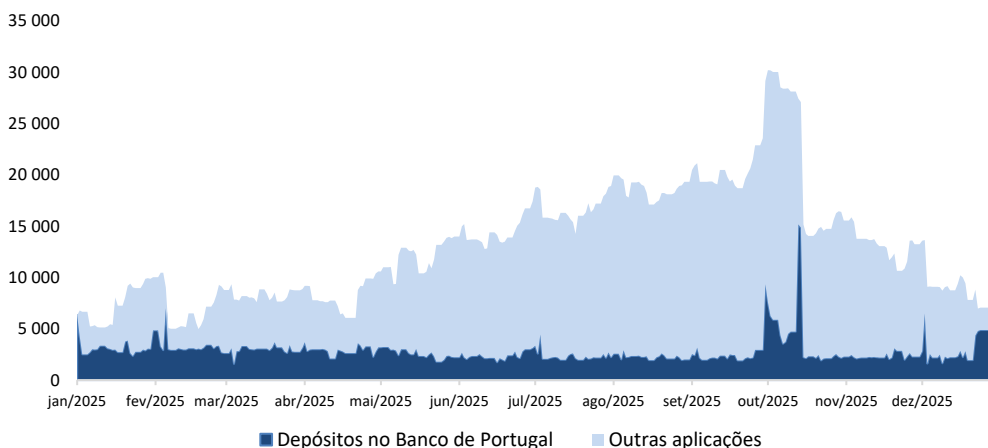
O saldo de depósitos do Estado, principalmente constituído pelas aplicações em *reverse repos*, foi aumentando ao longo do ano de 2025, em antecipação do vencimento da OT com maturidade em outubro deste ano (11,4 mil milhões de euros).

No final do ano de 2025, a posição de tesouraria do Estado ascendia a 4,3 mil milhões de euros, o que compara com um valor de 6,3 mil milhões de euros no final do ano anterior. Este valor encontrava-se integralmente depositado no Banco de Portugal.

³ 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).

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

(milhões de euros)



Fonte: IGCP

Durante o ano de 2025, o custo de financiamento para manutenção do saldo de Tesouraria, calculado com base no custo médio de BT e OT, registou um aumento face ao registado no ano passado, de 0,6% em 2024 para 1,1% em 2025. Este movimento foi determinado por uma redução mais acentuada da taxa de juro recebida nas aplicações, refletindo a diminuição das taxas de juro de referência do BCE, por comparação com uma menor redução do custo da dívida emitida, devido ao aumento das taxas de juro nos prazos mais longos. Se considerarmos o custo de financiamento para manutenção do saldo de Tesouraria calculado apenas com base no custo dos BT emitidos, a evolução foi em sentido contrário, registando-se uma ligeira redução face a 2024, de 0,5% para 0,3%, uma vez que, neste caso, o custo de financiamento através de BT registou uma redução mais acentuada do que a da remuneração das aplicações.

Quadro 6 – Estimativa do custo da posição de tesouraria

(milhões de euros)

	Taxa implícita stock total ⁽¹⁾			Custo médio (BT+OT) ⁽²⁾			Custo médio (BT) ⁽³⁾		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Saldo médio de depósitos	13 724	6 407	13 048	13 724	6 407	13 048	13 724	6 407	13 048
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	2,0%	2,1%	2,1%	3,4%	3,2%	2,9%	3,2%	3,1%	2,1%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	277	138	278	470	204	376	435	200	272
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	-309	-165	-234	-309	-165	-234	-309	-165	-234
Custo líquido do saldo de Tesouraria	-31	-28	43	161	38	142	126	35	38
Em % do saldo médio de depósitos	-0,2%	-0,4%	0,3%	1,2%	0,6%	1,1%	0,9%	0,5%	0,3%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	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 2025, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado⁴ era de 307 080 milhões de euros, refletindo um desconto de 4,2% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira manteve-se em 2,3% em 2025 e a *yield* média aumentou para 2,9%. O prazo médio de amortização da dívida aumentou para 7,3 anos.

Quadro 7 – Indicadores⁵ de custo em fim de ano (milhões de euros)

	2023	2024	2025
Valor Nominal	296.037	305.970	315.456
Cupão Médio	2,4%	2,3%	2,3%
<i>Yield</i> Média	2,9%	2,8%	2,9%
Prazo Médio Amortização (anos)	7,2	7,2	7,3
Valor Mercado	289.591	300.739	307.080
Prémio (incl. Juro Corrido)	-3,4%	-2,9%	-4,2%

Fonte: IGCP

4.5. Indicadores de Risco

Após o parecer favorável do Conselho Consultivo no final de 2024, foi aprovada, pela Tutela, a carteira de referência para a gestão da dívida pública (Carteira Benchmark) que constitui a base para o desenvolvimento das renovadas normas orientadoras para a gestão da dívida pública e do risco de crédito (Guidelines), que viriam a ser aprovadas e publicadas em Diário da República em janeiro de 2026.

As anteriores Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública (guidelines), ainda em vigor em 2025, 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. Neste sentido, as guidelines

⁴ 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.

⁵ 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*.

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 ajustada⁶.

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, ao longo do horizonte temporal considerado: neste caso, o ano de 2026. O CaR absoluto representa o valor máximo que o custo cash-flow pode atingir com 95% de probabilidade; o CaR relativo reflete o desvio máximo desse custo face ao seu valor esperado.

Tendo por base (i) a previsão das necessidades de financiamento subjacente ao Orçamento do Estado para 2026; (ii) a posição da carteira no final de 2025; (iii) um cenário central para financiamento de 2026; (iv) e um conjunto de cenários simulados para a dinâmica da curva das taxas de juro (BT e OT), obtém-se a seguinte avaliação de risco:

- A estimativa central dos encargos com a carteira para 2026 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de 7 037 milhões de euros;
- Existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder 7 233 milhões de euros (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro.
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de 196 milhões de euros. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, por via da variação das taxas de juro, o rácio do défice orçamental do subsector Estado sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,065 p.p. em 2026 é inferior a 5%.

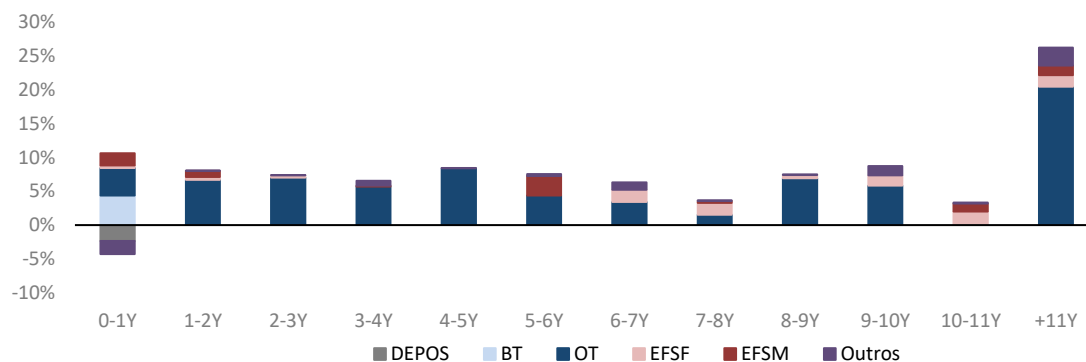
Risco de refinanciamento

A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração, para além de variáveis de mercado (e.g. negociabilidade, liquidez, manutenção de uma curva *benchmark* da República), o controlo do perfil de refinanciamento, no sentido de evitar excessivas concentrações 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 2025, a carteira ajustada apresentava o perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

⁶ A Carteira Ajustada é constituída pelo conjunto de todas as transações que constituem a Carteira Total da Dívida excluindo Dívida de Retalho e CEDIC/M.

Gráfico 24 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2025



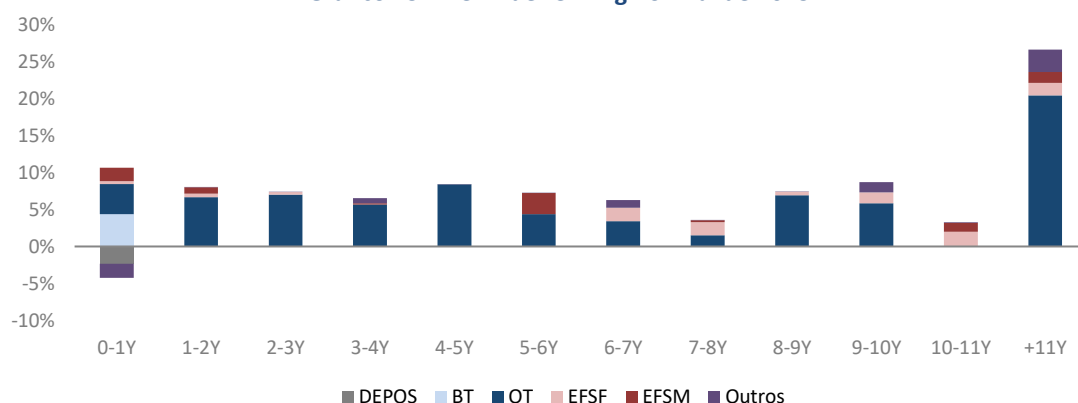
Fonte: IGCP

Risco de taxa de juro

A duração modificada⁷ da carteira de dívida total e ajustada situava-se, no final de 2025, em 4,25 e 5,63, respetivamente. Durante o ano de 2025, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2025, 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 2025



Fonte: IGCP

Risco de taxa de câmbio

No final de 2025, quer a exposição cambial primária (i.e., não incluindo operações de cobertura), quer a exposição cambial líquida (i.e., após *swaps* e *forwards* de cobertura) não tinham qualquer peso no total da carteira de dívida ajustada, cumprindo assim os limites fixados nas *guidelines*.

⁷ A duração modificada é uma medida da sensibilidade do valor de mercado da carteira a variações nas taxas de juro 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 CSA.

Ao longo de 2025, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido em 3% do valor da carteira ajustada. No final do ano, a exposição correspondia a 0,002% do valor da carteira ajustada, ou seja, o seu limite estava apenas ocupado em 0,07%.

Quadro 8 – Indicadores de risco em fim de ano (milhões de euros)

	2023	2024	2025
Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada)	1,16%	0,00%	0,00%
Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada)	0,00%	0,00%	0,00%
Duração Carteira Total (anos)	4,46	4,40	4,25
Duração Carteira Ajustada (anos)	5,88	5,71	5,63

Fonte: IGCP

Anexos

A1. Necessidades e Fontes de Financiamento em 2025

Quadro 9 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de contabilidade orçamental pública

(milhões de euros)	2024	2025
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	9 772	10 625
Défice Orçamental	5 656	7 436
Aquisição líquida de activos financeiros (excepto privatizações)	4 116	3 189
2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)	47 402	56 976
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	4 469	4 482
Dívida de curto prazo em euros	32 198	32 976
Dívida de médio e longo prazo em euros	8 324	19 518
Dívida em moedas não euro	2 429	0
Fluxos de capital de swaps (líq.)	-18	0
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	57 174	67 601
4. FONTES DE FINANCIAMENTO	57 294	67 720
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	1 009	28
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	56 285	65 214
Emissões de dívida no Período Complementar	0	2 479
5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3.)	28	96
p.m. Discrepância estatística	-93	-23
p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)	56 285	65 214
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	0	0
Relativas ao Orçamento do ano	56 285	65 214

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 10 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado numa ótica de tesouraria

Necessidades e fontes de financiamento 2024 e 2025		
(EUR milhões)	2024	2025
NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO	19 634	29 956
Défice orçamental do Estado	5 656	7 436
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações)	4 116	3 189
Operações pontuais	0	0
Amortizações OT (inclui efeito líquido de operações de troca)	7 433	14 361
Amortizações empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	0	3 970
Outras amortizações de dívida MLP	2 429	1 000
FONTES DE FINANCIAMENTO	19 634	29 956
Utilização de depósitos (excl contas margem)	-632	1 976
Emissões empréstimos oficiais (PAEF+SURE+PRR)	1 271	485
Emissões OT e MTN	15 287	20 592
Emissões OTRV	0	612
Outras emissões de dívida MLP	805	0
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	5 689	1 399
Emissões líquidas CA/CT	-605	3 445
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado (excl contas-margem)	-2 182	1 447
Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem e outras aplicações)	6 305	4 284
Saldo de contas-margem no final do ano e outras aplicações	0	48
Saldo total de depósitos no final do ano	6 305	4 332

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

A2. Composição do Financiamento em 2025

Quadro 11 – Composição do financiamento

(EUR milhões)	Emissão	Amortização	Líquido
DÍVIDA EURO	65 214	56 976	8 238
CA - Certificados de Aforro	7 816	2 369	5 448
CT - Certificados do Tesouro	110	2 113	-2 003
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	24 715	23 982	734
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	167	72	96
BT - Bilhetes do Tesouro	10 712	8 995	1 717
OT - taxa fixa	20 592	14 361	6 231
OTRV	612	1 000	-388
FEEF	0	1 525	-1 525
MEEF	0	2 444	-2 444
SURE	0	0	0
PRR	485	0	485
Outra Dívida curto prazo	4	0	4
Outra Dívida longo prazo	0	116	-116
DÍVIDA NÃO EURO	0	0	0
FMI	0	0	0
Outra Dívida	0	0	0
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)	0	0	0
TOTAL	65 214	56 976	8 238

Fonte: Ministério das Finanças, IGCP.

Quadro 12 – Emissão de OT via sindicato

Data	Emissão	Valor nominal (milhões de euros)	Taxa de emissão	Spread vs benchmark ⁽¹⁾ (p.b.)	Mid swap spread(p.b.)
09-jan-2025	OT 3,00% JUN 2035	4 000	3,07%	53	55
30-abr-2025	OT 3,375% JUN 2040	3 000	3,50%	74	92
23-set-2025	OT 3,875% OUT 2033	3 500	2,96%	38	37
23-set-2025	OT 3,625% JUN 2054	1 500	4,05%	72	110

¹ Dívida pública alemã a 10 anos.

Fonte: IGCP

Quadro 13 – 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(p.b.)
12-fev-2025	OT 2,25% ABR 2034	516	119	2,79%	42
12-fev-2025	OT 1,15% ABR 2042	489	130	3,34%	91
12-fev-2025	OT 1,00% ABR 2052	491	140	3,43%	116
12-mar-2025	OT 3,50% JUN 2038	537	125	3,63%	79
12-mar-2025	OT 3,00% JUN 2035	563	154	3,38%	60
09-abr-2025	OT 3,875% FEV 2030	461	8	2,35%	10
09-abr-2025	OT 4,10% ABR 2037	586	119	3,42%	75
14-mai-2025	OT 1,65% JUL 2032	548	152	2,72%	25
14-mai-2025	OT 4,10% FEV 2045	702	195	3,75%	102
11-jun-2025	OT 0,9% OUT 2035	677	190	3,00%	42
11-jun-2025	OT 3,625% JUN 2054	490	137	3,79%	111
09-jul-2025	OT 0,3% OUT 2031	650	0	2,57%	17
09-jul-2025	OT 1,00% ABR 2052	610	0	3,78%	97
10-set-2025	OT 1,15% ABR 2042	510	0	3,64%	80
10-set-2025	OT 3,00% JUN 2035	621	0	3,06%	46

Fonte: IGCP

Quadro 14 – Leilões de recompra de OT

Data	Título	Posição	Exchange offer YTM	Valor nominal (milhões de euros)
22-Jan-25	OT 2,875% OUT 2025	Compra	2,33%	430
17-Dec-25	OT 2,875% JUL 2026	Compra	1,98%	365
17-Dec-25	OT 4,125% ABR 2027	Compra	2,05%	566
17-Dec-25	OT 0,700% OUT 2027	Compra	2,10%	115
				1,476

Fonte: IGCP

Quadro 15 – Leilões de BT

Data	Título	Leilão competitivo valor nominal (milhões de euros)	Leilão não- competitivo valor nominal (milhões de euros)	Taxa de corte/alocação	Spread vs Euribor (p.b.)
15-jan-2025	BT 16 JAN 2026	1 000	351	2,42%	14
19-fev-2025	BT 16 JAN 2026	1 000	0	2,27%	19
19-mar-2025	BT 20 MAR 2026	1 223	78	2,23%	18
16-abr-2025	BT 20 MAR 2026	1 250	385	1,97%	17
21-mai-2025	BT 21 NOV 2025	600	105	1,95%	16
21-mai-2025	BT 22 MAY 2026	900	262	1,95%	14
18-jun-2025	BT 22 MAY 2026	750	0	1,94%	15
16-jul-2025	BT 17 JUL 2026	1 000	142	1,91%	18
17-set-2025	BT 17 JUL 2026	750	0	2,01%	13
17-set-2025	BT 18 SEP 2026	1 000	0	2,01%	15

Nota: Exclui emissões a favor do FRDP

Fonte: IGCP

Quadro 16 – CEDIC/CEDIM

	2024				2025			
	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	63 390	2 079	2,81%	0,16	81 406	2 153	1,63%	0,14
Amortizações antecipadas	348	72	2,62%	0,28	430	62	1,62%	0,19
<i>Saldo final de ano</i>	<i>23 982</i>				<i>24 715</i>			
CEDIM								
Emissões	1 285	10	2,82%	2,81	167	8	1,99%	3,71
Amortizações antecipadas	0	0	0,00%	0,00	0	0	0,00%	0,00
<i>Saldo final de ano</i>	<i>1 988</i>				<i>2 084</i>			

¹Taxa ponderada pelo prazo das aplicações.

Fonte: IGCP.

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

No mercado de dívida pública portuguesa, os OEVT e os EBT desempenham um papel estratégico enquanto canal de distribuição, fornecedores de preços de referência e liquidez no mercado secundário, bem como de aconselhamento à República Portuguesa na definição e implementação da estratégia de financiamento. Desempenham igualmente um papel central na promoção da dívida pública portuguesa junto dos investidores finais. No final de 2025, o grupo de OEVT era composto por 16 bancos e o de EBT por 19 bancos.

Em 2025, destaca-se o desempenho dos seguintes participantes nos mercados de OT e de BT, respetivamente:

Quadro 17 – OEVT com melhor desempenho em 2025

1	BNP Paribas
2	Barclays Bank
3	JP Morgan
4	Citigroup
5	BBVA

Fonte: IGCP

Quadro 18 – EBT com melhor desempenho em 2025

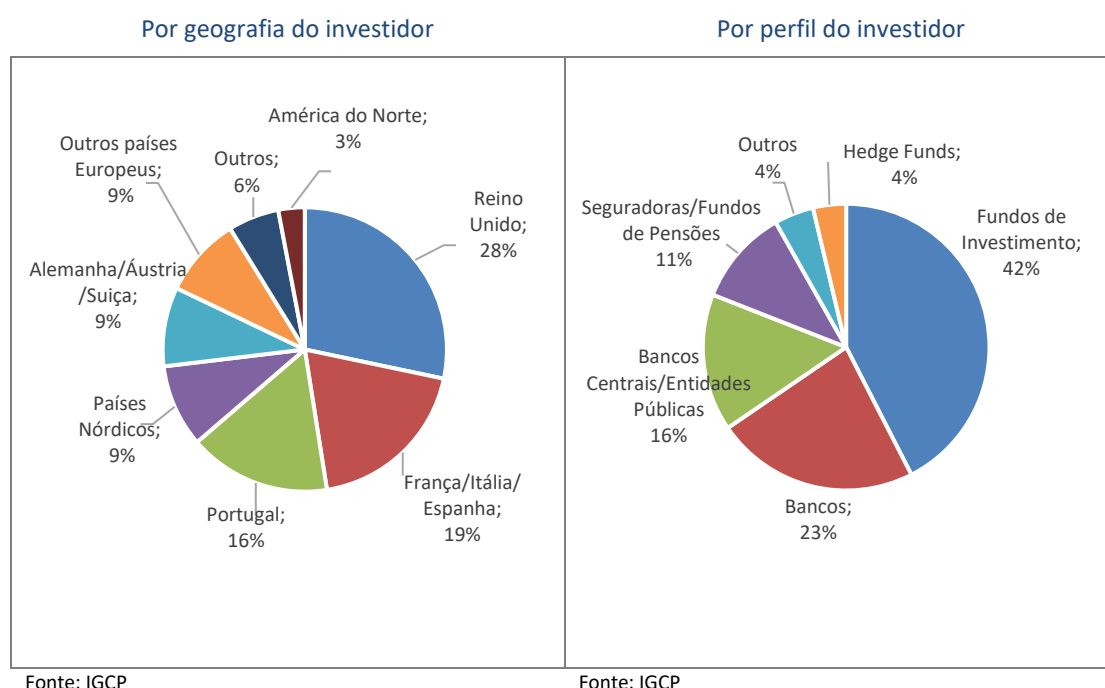
1	HSBC
2	Deutsche Bank
3	Banco Santander
4	Barclays Bank
5	BBVA

Fonte: IGCP

A4. Distribuição das emissões sindicadas de OT

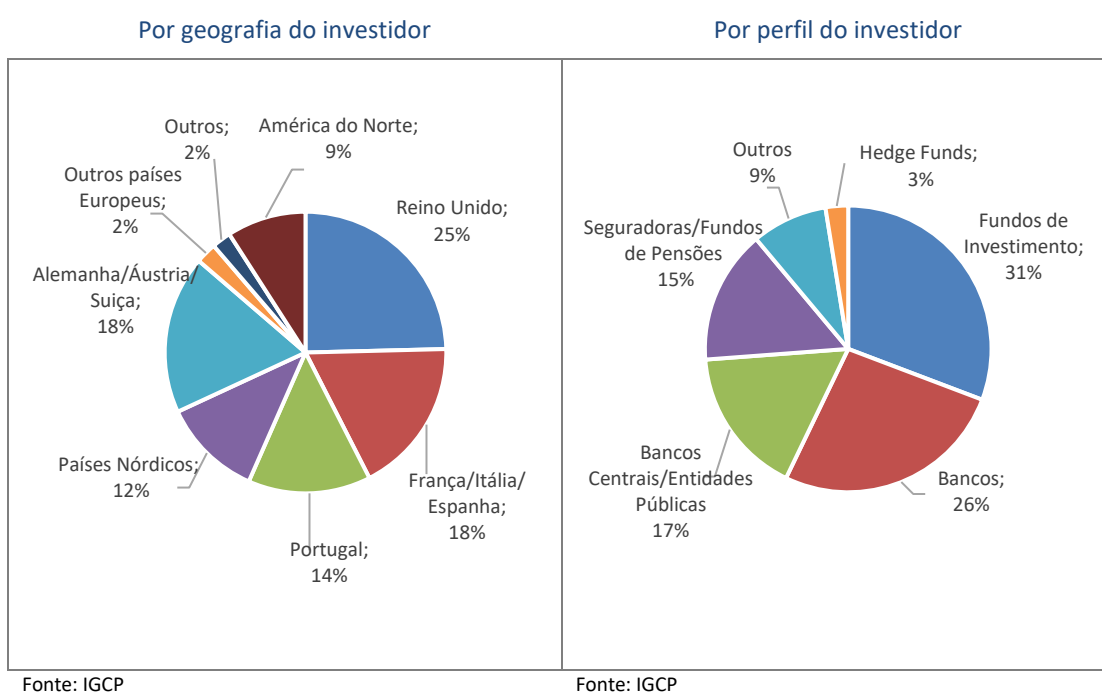
Em janeiro de 2025, a República Portuguesa colocou 4 mil milhões de euros de OT através de uma operação sindicada a dez anos. Nesta operação, cerca de 84% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se os investidores do Reino Unido (28%), mas também a presença relevante de investidores de França, Itália e Espanha, com cerca de 19% da distribuição. É ainda de sublinhar a forte participação de investidores de longo prazo, como dos fundos de investimento, bancos centrais e seguradoras, que habitualmente garantem uma maior estabilidade dos preços no mercado secundário.

Gráfico 26 – Emissão sindicada de OT em janeiro de 2025: Novo Benchmark a 10 anos



No final de abril de 2025, a República Portuguesa lançou uma nova linha *benchmark* a quinze anos, tendo colocado 3 mil milhões de euros de OT, via sindicato bancário. Nesta operação, cerca de 86% do montante final foi colocado em investidores não residentes, destacando-se novamente os investidores do Reino Unido (25%), bem como a presença relevante de investidores da Alemanha, Áustria e Suíça, e de França, Espanha e Itália, com cerca de 18% da distribuição. Sublinha-se igualmente a participação de investidores de longo prazo, como fundos de investimento, bancos centrais e seguradoras, que habitualmente garantem uma maior estabilidade dos preços no mercado secundário.

Gráfico 27 – Emissão sindicada de OT em abril de 2025: Novo *Benchmark* a 15 anos



A5. Quadro de Movimento da Dívida Direta do Estado

Quadro 19 – Dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

(milhões de euros)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2025			Saldo em	
	31/dez/24	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31/dez/25	Estrutura
1. Dívida denominada em euros (excl. empréstimos oficiais)	248 944	81,4%	123 704	111 982	1 345	262 011	83,1%
Transacionável	174 107	57,0%	32 927	25 367	1 345	183 012	58,1%
ECP	0	0,0%	203	203	0	0	0,0%
BT (valor descontado)	8 995	2,9%	11 519	9 802	0	10 712	3,4%
OT	163 090	53,3%	20 592	14 361	1 346	170 666	54,1%
OTRV	1 000	0,3%	612	1 000	0	612	0,2%
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	-1	6	0,0%
Não Transacionável	74 836	24,5%	90 778	86 615	0	78 999	25,1%
Certificados de Aforro	34 743	11,4%	7 817	2 369	0	40 191	12,7%
Valor de aquisição	29 281	9,6%	6 889	2 086	0	34 084	10,8%
Juros capitalizados	5 463	1,8%	927	283	0	6 107	1,9%
Certificados do Tesouro	9 742	3,2%	110	2 113	0	7 740	2,5%
CEDIC	23 982	7,8%	81 406	80 672	0	24 715	7,8%
CEDIM	1 988	0,7%	167	72	0	2 084	0,7%
Contas margem	0	0,0%	4,00	0,50	0	3,50	0,0%
Outros	4 381	1,4%	1 273	1 388	0	4 266	1,4%
2. Dívida denominada em moedas não euro (excl. empréstimos oficiais)	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
Transacionável	0	0,0%	0	0	0	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	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
Não Transacionável	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
3. Empréstimos oficiais	56 766	18,6%	485	3 970	-56	53 226	16,9%
Empréstimos SURE (UE)	6 234	2,0%	0	0	0	6 234	2,0%
Empréstimos PRR (UE)	2 904	0,9%	485	0	0	3 389	1,1%
PAEF	47 628	15,6%	0	3 970	-56	43 603	13,8%
FEEF	25 328	8,3%	0	1 525	0	23 803	7,6%
MEEF	22 300	7,3%	0	2 444	-56	19 800	6,3%
FMI	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
4. Dívida total (1.+ 2.+3.)	305 710	100,0%	124 190	115 951	1 289	315 237	100,0%
5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	0	0,0%	0	0	0	0	0,0
6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+ 5.)	305 710	0,0%	0	0	0	315 237	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 20 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (Contabilidade Pública)

	(valores em EUR milhões)								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Juros da dívida pública	7 034	7 063	7 108	6 837	6 287	6 041	6 611	6 916	6 806
Bilhetes do Tesouro	2	-35	-45	-49	-51	-40	45	175	268
Obrigações do Tesouro	4 599	4 842	4 858	4 716	4 642	4 382	4 195	3 787	3 772
Empréstimos Oficiais	1 567	1 178	1 058	990	673	627	608	723	800
Certificados de Aforro e do Tesouro	669	731	780	715	576	739	1 311	1 567	1 505
Outros	197	347	457	464	447	334	452	665	461
Outros encargos (*)	93	82	61	80	77	65	70	47	69
Empréstimos Oficiais	11	28	15	14	28	9	5	0	-1
Outros	82	54	47	65	49	56	65	47	70
Total de encargos pagos	7 127	7 145	7 169	6 917	6 364	6 106	6 681	6 963	6 875
Juros recebidos de aplicações financeiras	-4	1	-2	8	14	-13	-309	-165	-234
Juros e outros encargos líquidos	7 123	7 146	7 168	6 925	6 378	6 094	6 372	6 798	6 641

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 21 – Juros da dívida direta do Estado (Contas Nacionais)

	(valores em EUR milhões)								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Juros da dívida pública									
Bilhetes do Tesouro	-14	-46	-47	-49	-49	-23	109	282	253
Obrigações do Tesouro	4 384	4 220	3 930	3 616	3 327	3 223	3 206	3 199	3 602
Empréstimos Oficiais	1 574	1 245	1 115	1 063	862	589	641	760	870
Certificados de Aforro e do Tesouro	707	789	744	566	590	664	1 378	1 555	1 468
Outros	454	516	549	543	486	390	557	668	417
Total de juros pagos	7 106	6 724	6 292	5 740	5 216	4 842	5 891	6 463	6 610
Juros recebidos de aplicações financeiras	-4	1	-1	8	13	-14	-310	-166	-236
Juros e outros encargos líquidos	7 103	6 725	6 290	5 748	5 229	4 828	5 581	6 297	6 374

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

(valores em EUR milhões)

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%				
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	5 740	2,2%	-552	288	-803	-37
2021	273 403	5 216	1,9%	-524	304	-786	-42
2022	282 754	4 842	1,7%	-374	178	-534	-18
2023	291 490	5 891	2,0%	1 049	150	873	27
2024	300 835	6 463	2,1%	572	189	371	12
2025	310 473	6 610	2,1%	146	207	-59	-2

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.