

Na Europa, a crise económica e cambial na Turquia e, sobretudo, as incertezas relativas ao cumprimento pela República Italiana das regras orçamentais europeias agravaram a perceção de risco deste país por parte dos investidores e a taxa de rendibilidade da sua dívida soberana em mercado secundário. Houve algum contágio aos países meridionais da área do euro. Apesar da ligeira subida em agosto, a taxa de rendibilidade da dívida portuguesa mantém-se inalterada face ao final de 2017.

Até ao final de junho de 2018, a dívida direta do Estado aumentou em termos homólogos. Por maturidades, subiu o valor da dívida de médio e longo prazo e desceu o da de curto prazo, desse movimento assimétrico resultando o alongamento da maturidade média da dívida direta do subsector. Quanto à dívida na ótica de Maastricht, o peso no PIB situou-se em 125,8% no final do 2.º trimestre, refletindo uma redução homóloga de 6 pontos percentuais, justificada essencialmente pelo contributo do saldo primário e pela descida dos depósitos das Administrações Públicas.

A presente nota analisa pela primeira vez a dívida não financeira. Os passivos nesta categoria relativos ao conjunto das Administrações Públicas no final do 2.º trimestre de 2018 valem menos do que no final do período homólogo. Para esta evolução, contribuiu a redução na Administração Central, pois foi mais acentuada que o aumento no conjunto da Administração Local e Regional.

1. Condições de mercado

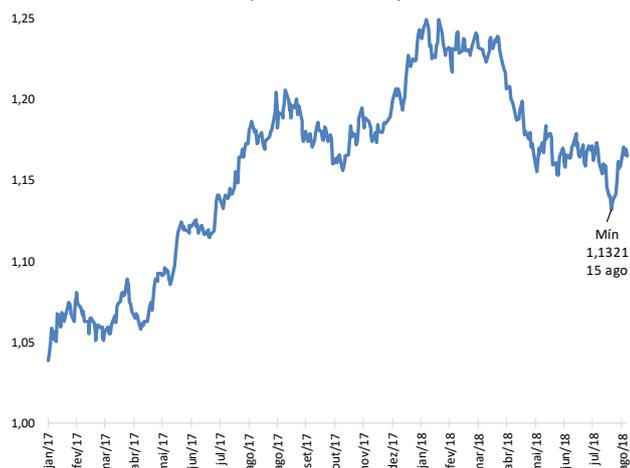
1 No mês de agosto, os acontecimentos geopolíticos influenciaram a evolução dos mercados financeiros, mantendo-se a política monetária inalterada na área euro e nos Estados Unidos. Na Europa, tensões diplomáticas entre a Turquia e os EUA despoletaram uma crise cambial, com a lira turca a perder mais de um terço do seu valor face ao dólar (34,2%) e ao euro (33,3%) durante o mês de agosto e mais de dois terços numa perspetiva acumulada desde o início do ano, o que levantou preocupações quanto à capacidade do país de fazer face à dívida denominada em moeda estrangeira e ao risco de contágio dos bancos europeus com posições significativas no capital de bancos locais, levando os investidores a procurarem refúgio nas moedas de referência. Na zona euro, destaca-se a Itália, onde as negociações da coligação governamental para o Orçamento do Estado de 2019 suscitaram incertezas quanto ao cumprimento das regras orçamentais europeias. A perspetiva do agravamento no custo da dívida soberana do país motivou a revisão em baixa do *outlook* por parte da agência de *ratings* Fitch no final do mês, que passou de estável para negativo. A instabilidade política levou ao aumento das taxas de rendibilidade da dívida pública italiana e, em menor escala, da dos países periféricos.

2 A Grécia terminou o programa de ajustamento económico e financeiro iniciado em 2010, continuando apoiada no quadro de supervisão financeira reforçada. Merece destaque, a 21 de agosto, o final oficial do programa de ajustamento económico e financeiro da Grécia, tendo sido ativado pela Comissão Europeia o quadro de supervisão reforçada. No âmbito deste, serão realizadas missões trimestrais de avaliação pós-programa, cujos resultados condicionarão as medidas de apoio financeiro ao país após a conclusão do programa, designadamente a devolução de parte dos lucros realizados pelos bancos centrais com a dívida soberana grega (lucros SMP/ANFA), que deverão ser transferidos em tranches de igual valor, com periodicidade semestral, até junho de 2022.

3 Nos mercados acionistas, os índices norte americanos continuaram a valorizar-se, contrastando com um recuo na zona euro. Nos mercados acionistas, os índices dos Estados Unidos seguiram em alta (S&P500: +3%; Dow Jones Industrial: +2,2%) beneficiando da divulgação de resultados das empresas cotadas, do crescimento económico robusto da economia e de comportamentos de aversão ao risco dos investidores. De acordo com os analistas de mercado, a valorização continuada dos segmentos acionistas norte-americanos (o Índice S&P500 valorizou-se 400% desde o nível mínimo de 2009 e atingiu um máximo histórico durante o mês de agosto) pode indiciar o sobreaquecimento do mercado. Na Europa, verificou-se um recuo dos principais índices bolsistas (Eurostoxx50: -3,4%; Footsie100: -4,1%), confirmando a tendência de desvalorização anual (Eurostoxx50: -3,2%; Footsie100: -3,3%), salientando os analistas o potencial de valorização das ações europeias, nomeadamente no sector da banca.

4 O euro atingiu em agosto o seu mínimo anual face ao dólar norte americano, funcionando esta divisa como refúgio em face dos receios de contágio às economias da zona euro da crise cambial da Turquia. No mercado cambial, o euro atingiu a 15 de agosto o seu mínimo anual face ao dólar norte americano (1,1321 EUR/USD), funcionando esta divisa como refúgio na sequência da crise cambial na Turquia e dos receios de contágio aos bancos da área do euro com posições de investimento ativas neste país (Gráfico 1). Desde o início de 2018, o euro depreciou 2,9% face ao dólar norte-americano, refletindo as políticas monetárias divergentes entre as duas zonas monetárias, que deverão aprofundar-se no último trimestre de 2018, esperando-se uma subida das taxas diretoras da Reserva Federal dos EUA já em setembro, enquanto na área do euro as taxas se deverão manter inalteradas até ao final do terceiro trimestre de 2019.

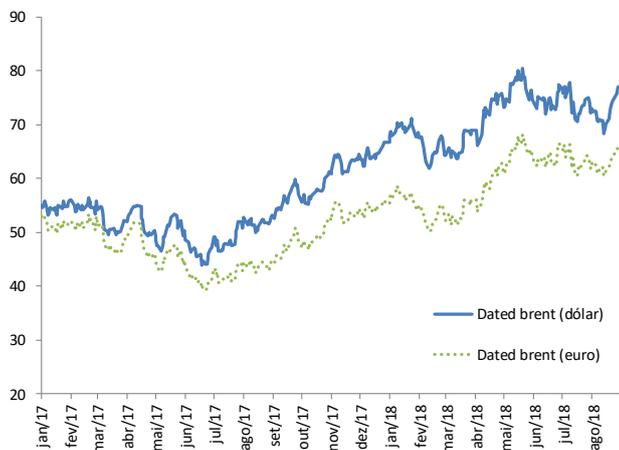
Gráfico 1 – Cotação do euro-dólar
(1 EUR = X USD)



Fonte: BCE.

5 Em agosto, o preço do petróleo (dated Brent) aumentou, com a persistência de tensões geopolíticas em países exportadores de petróleo, num contexto de redução da oferta. O mês de agosto caracterizou-se por uma elevada volatilidade do preço do petróleo, que atingiu o mínimo dos últimos meses (68,38 USD/barril), não obstante ter encerrado em 76,94 USD/barril, refletindo um aumento mensal de 3,7% e ganhos anuais de 15,3% (Gráfico 2). Para esta evolução terão contribuído as notícias sobre a redução da oferta, nomeadamente, a queda inesperada das existências de crude nos EUA.

Gráfico 2 – Preço do petróleo (dated Brent)
(preço do barril)

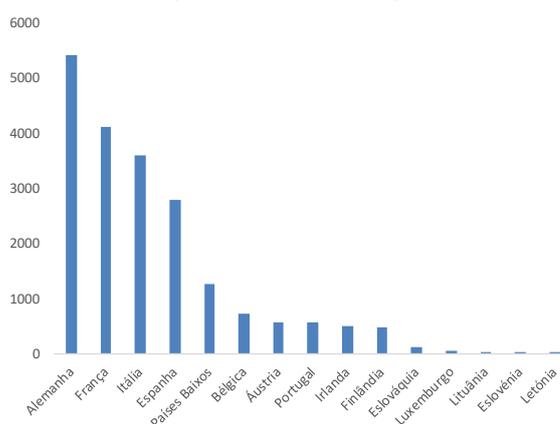


Fonte: Thomson Reuters.

6 Relativamente às medidas de política monetária não convencionais do BCE, o montante de aquisições líquidas de títulos em agosto, no âmbito do programa alargado de compras de ativos (APP), situou-se abaixo do objetivo mensal. Durante o mês de agosto, as compras líquidas no âmbito do programa alargado de compra de ativos atingiram 24,8 mil M€, situando-se abaixo do objetivo de 30 mil M€ previsto na decisão de política monetária do dia 26 de outubro de 2017.¹ No tocante ao instrumento de política monetária mais significativo, o programa de compras do sector público (*Public Sector Purchase*

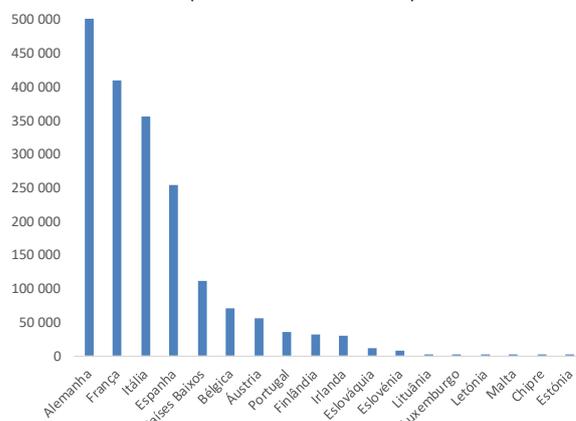
Programme, PSPP), o montante de compras líquidas em agosto foi de 22,6 mil M€ para títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. Em termos acumulados desde o início do programa em março de 2015, o montante de compras líquidas no âmbito do programa *PSPP* ascendeu a 2115 mil M€ em obrigações de dívida pública e de instituições supranacionais, sendo proporcionais ao peso de cada país, destacando-se a Alemanha, França, Itália e Espanha (Gráfico 3 e Gráfico 4). Com respeito aos títulos de dívida pública portuguesa, o valor de compras líquidas efetuado neste mês foi de 562 M€, sendo o valor acumulado desde o início do programa de 35 497 M€, com uma maturidade média de 8,03 anos.

Gráfico 3 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em julho de 2018
(em milhões de euros)



Fonte: BCE.

Gráfico 4 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início em março de 2015
(em milhões de euros)



Fonte: BCE.

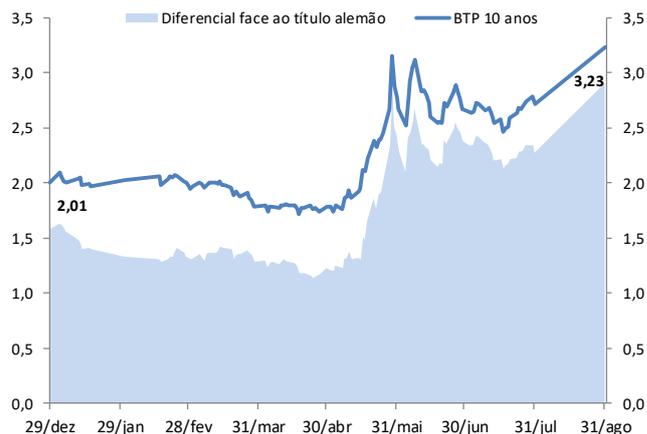
7 No mercado de dívida soberana da área do euro, o mês de agosto caracterizou-se pela subida das taxas de rendibilidade da dívida soberana italiana em todos os prazos, em consequência da instabilidade política e da incerteza quanto ao cumprimento das regras orçamentais europeias, bem como da perspectiva de agravamento do peso da dívida do país, com algum efeito de contágio aos países periféricos. Na área do euro, destaca-se o novo momento de instabilidade política em Itália, onde as incertezas quanto ao cumprimento das regras orçamentais

¹ De acordo com a decisão de política monetária do BCE do passado dia 14 de junho, o objetivo mensal de compras ao abrigo do APP foi

reduzido de 30 mil M€ para 15 mil M€ a partir do início de outubro, terminando no final de dezembro de 2018.

européias por parte do governo de coligação eurocético e a perspetiva de agravamento do stock da dívida soberana do país provocaram a subida nas taxas de rendibilidade da dívida soberana italiana em todos os prazos. O título com maturidade a 10 anos encerrou o mês num máximo anual (Tabela 1), refletindo uma apreciação de 1,2 p.p. desde o final de 2017. Verificou-se, por arrastamento, a apreciação mensal das taxas de rendibilidade da dívida dos países periféricos (Portugal e Espanha), embora com variações de menor amplitude. Não obstante a oscilação mensal, a rendibilidade da dívida soberana portuguesa no final do oitavo mês é igual à verificada no final de 2017, enquanto em Espanha se verificou um recuo de 8,9 pontos base. Nos restantes países, as taxas de rendibilidade da dívida recuaram, funcionando como ativos de refúgio face à instabilidade em Itália e aos receios de contágio da crise cambial da Turquia, por via da exposição dos bancos europeus a investimentos neste país. Em consequência das evoluções divergentes das taxas de rendibilidade entre os países do centro e da periferia, verificou-se um agravamento do diferencial dos últimos face ao título alemão, designadamente a Itália, que se situou em 2,9 p.p. no final do mês. A Grécia apresenta no final de agosto o maior prémio da área do euro (408 pb), a Itália o segundo (290 pb) e Portugal o terceiro (159 pb). O país cuja rendibilidade mais divergiu para cima face à referência alemã ao longo dos últimos oito meses foi a Itália (Tabela 2 e Gráfico 5).

Gráfico 5 – Evolução da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública italiana
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

8 No mês de agosto assistiu-se ao aumento das taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa. As taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa registaram uma subida para todas as maturidades face aos níveis no final de julho, refletindo o clima de instabilidade política em Itália, sendo mais expressiva nos prazos acima de dois anos (Gráfico 6). O diferencial entre a taxa de rentabilidade do título com maturidade a 10 anos de Portugal e da Alemanha situou-se em 159 pontos base no final de agosto, refletindo um aumento mensal de 30,3 pontos base (Gráfico 7).

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos (em percentagem e em pontos percentuais)

	30 dez 2015	30 dez 2016	30 Jun 2017	29 set 2017	29 dez 2017	31 jul 2018	31 ago 2018	Variação mensal (em p.p.)	Variação desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,5	3,7	3,0	2,4	1,9	1,7	1,9	0,19	0,0
Grécia	8,3	7,1	5,4	5,7	4,1	4,0	4,4	0,44	0,3
Itália	1,6	1,8	2,2	2,1	2,0	2,7	3,2	0,51	1,2
Espanha	1,8	1,4	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5	0,07	-0,1
Irlanda	1,1	0,7	0,9	0,7	0,7	0,9	0,9	-0,04	0,2
França	1,0	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	-0,05	-0,1
Bélgica	1,0	0,5	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	-0,04	0,1
Alemanha	0,6	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,12	-0,1

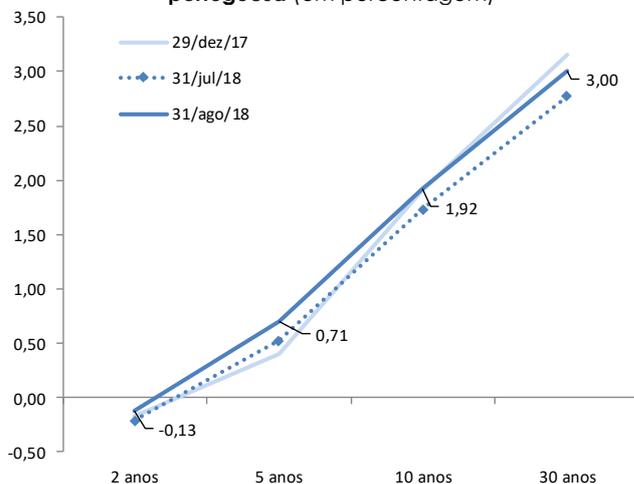
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

	30 dez 2015	30 dez 2016	30 Jun 2017	29 set 2017	29 dez 2017	31 jul 2018	31 ago 2018	Variação mensal	Variação desde o início do ano
Portugal	188	354	255	190	149	129	159	30,3	10,7
Grécia	766	690	496	520	369	352	408	55,7	38,4
Itália	97	161	169	164	158	228	290	63,0	132,2
Espanha	114	118	106	114	113	95	114	19,0	0,9
Irlanda	52	54	40	27	24	45	53	7,3	29,1
França	36	48	35	28	36	29	36	6,8	-0,2
Bélgica	34	32	33	26	20	30	37	7,7	17,1

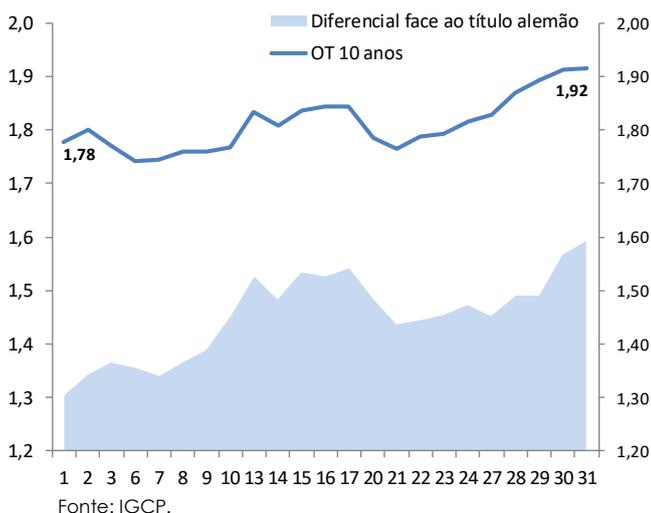
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 6 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa (em percentagem)



Fonte: IGCP. | Nota: a curva de rendimentos é baseada na taxa de rendibilidade dos títulos de dívida de referência para cada maturidade.

Gráfico 7 – Evolução diária em julho da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



2. Evolução da Dívida Pública

9 Como nota metodológica prévia, esclarece-se que a UTAO apresenta nesta secção a informação de base mais recente disponível no momento de fecho desta publicação. Ao contrário da secção anterior, cujas observações mais recentes em todos os indicadores utilizados se referiam ao final de agosto de 2018, nesta secção e na próxima a situação é diferente. Algumas variáveis têm observações até 31 de agosto e outras têm séries a terminar mais cedo, em julho ou no final do segundo trimestre.

2.1. Dívida direta do Estado

10 No período janeiro-julho de 2018, as necessidades líquidas de financiamento foram inferiores ao observado no período homólogo e a parte substancial destas necessidades foi determinada pelo défice orçamental do subsector. As necessidades líquidas de financiamento do subsector Estado até julho de 2018 situaram-se em 5564 M€, refletindo uma descida homóloga de 2244 M€. Conforme a UTAO indicou na sua mais recente apreciação à execução orçamental [Informação Técnica n.º 25/2018 (Tabela 1)], o saldo global em contabilidade pública do Estado no final de julho foi de - 3953 M€. Como a Tabela 3 abaixo mostra, este défice é a componente maioritária das necessidades líquidas de financiamento do subsector acumuladas nos primeiros sete meses do ano. A despesa em operações com ativos financeiros ascende a 1779 M€ no mesmo período.

11 Para a diminuição nas necessidades de emissão de dívida, contribuiu a redução do défice orçamental do subsector Estado (Tabela 3) no montante de 1093 M€ e a descida da despesa com ativos financeiros (2236 M€), sendo parcialmente compensado pela redução da receita proveniente de ativos financeiros (-978 M€). Na despesa com ativos financeiros no período janeiro-julho de 2018 destacam-se os empréstimos de médio e longo prazo ao Fundo de Resolução (740 M€), ao Metropolitano de Lisboa (332 M€) e ao Metro do Porto (111 M€) e ainda as injeções de capital atribuídas à Infraestruturas de Portugal (740 M€),

ao Metropolitano de Lisboa (64 M€) e à CP – Comboios de Portugal (37 M€). No mesmo período de 2017, importa salientar a despesa líquida de ativos financeiros no âmbito da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos em março de 2017 no montante de 2,5 mil M€. Além disso, de referir que no mês de julho o subsector Estado registou uma capacidade líquida de financiamento no montante de 687 M€, essencialmente justificada pelo excedente orçamental do subsector (684 M€).

Tabela 3 – Necessidades líquidas de financiamento
(em milhões de euros)

	2018				Janeiro-julho			Anual		
	Abr	Mai	Jun	Jul	2017	2018	Δ	CGE 2017	OE 2018	Δ
Necessidades líquidas financiamento	2069	1493	621	-687	7808	5564	-2244	9946	11546	1600
<i>Défice orçamental (sub-setor Estado)</i>	<i>1926</i>	<i>1051</i>	<i>389</i>	<i>-684</i>	<i>5046</i>	<i>3953</i>	<i>-1093</i>	<i>4786</i>	<i>5532</i>	<i>746</i>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	<i>145</i>	<i>457</i>	<i>269</i>	<i>8</i>	<i>4014</i>	<i>1779</i>	<i>-2236</i>	<i>6444</i>	<i>6777</i>	<i>333</i>
<i>Empréstimos médio/longo prazo</i>		<i>430</i>	<i>70</i>	<i>7</i>	<i>544</i>	<i>888</i>	<i>344</i>	<i>1192</i>	<i>4191</i>	<i>2999</i>
<i>Dotações de Capital</i>	<i>145</i>	<i>26</i>	<i>199</i>	<i>0</i>	<i>3456</i>	<i>885</i>	<i>-2571</i>	<i>5179</i>	<i>2467</i>	<i>-2712</i>
<i>Outros</i>	<i>0,3</i>	<i>1</i>	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>14</i>	<i>6</i>	<i>-8</i>	<i>73</i>	<i>119</i>	<i>46</i>
<i>Receita de ativos financeiros</i>	<i>3</i>	<i>16</i>	<i>37</i>	<i>11</i>	<i>1146</i>	<i>167</i>	<i>-978</i>	<i>1284</i>	<i>763</i>	<i>-520</i>
<i>Despesa líquida com ativos financeiros</i>	<i>143</i>	<i>441</i>	<i>232</i>	<i>-3</i>	<i>2762</i>	<i>1612</i>	<i>-1151</i>	<i>5160</i>	<i>6014</i>	<i>854</i>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

12 Passando às operações com passivos financeiros do Estado, o montante da dívida direta no final de julho de 2018 era superior ao registado no final do mês homólogo, justificado por um aumento da dívida titulada de médio e longo prazo superior à redução da dívida titulada de curto prazo. No final de julho de 2018, o montante da dívida direta do subsector Estado situou-se em 244,7 mil M€, correspondendo a um acréscimo de 989 M€ face ao mês anterior. Esta variação reflete um aumento do montante de dívida titulada de médio e longo prazo (1924 M€) superior à descida do stock de dívida pública titula de curto prazo (1049 M€), contribuindo para o aumento da maturidade média dos títulos de dívida pública da República. Tendo por referência o final do mês homólogo, registou-se a mesma tendência, i.e., o acréscimo do stock da dívida titulada de médio e longo prazo (6630 M€) e a redução da dívida titulada a curto prazo (842 M€) contribuíram para o aumento da maturidade média da dívida direta titulada. Relativamente à dívida não titulada, destaca-se o acréscimo do montante de Certificados do Tesouro, em cadeia mensal (163 M€) e em termos homólogos (2281 M€).

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

	jul/17	jun/18	jul/18	Variação (%)			Variação (M€)		
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	
Titulada	151 196	156 108	156 983	0,6	3,8	64,2	876	5 787	
Curto prazo	20 948	21 154	20 106	-5,0	-4,0	8,2	-1 049	- 842	
Médio e longo prazo	130 248	134 953	136 878	1,4	5,1	55,9	1 924	6 630	
Não titulada	30 324	31 796	31 933	0,4	5,3	13,1	137	1 609	
Cert. Aforro	12 183	11 873	11 870	0,0	-2,6	4,9	- 3	- 313	
Cert. do Tesouro	13 690	15 809	15 971	1,0	16,7	6,5	163	2 281	
Outra	4 451	4 114	4 092	-0,5	-8,1	1,7	- 22	- 359	
Assist. Financeira	62 689	56 289	56 252	-0,1	-10,3	23,0	- 37	-6 437	
Total	243 282	243 665	244 653	0,4	0,6	100,0	989	1 371	
<i>Por memória:</i>									
Transaccionável	145 398	149 854	150 781	0,6	3,7	61,6	927	5 383	
Não Transaccionável	98 811	94 338	94 387	0,1	-4,5	38,6	49	-4 424	
Euro	229 219	235 054	236 105	0,4	3,0	96,5	1 051	6 886	
Não euro	14 990	8 611	8 548	-0,7	-43,0	3,5	- 62	-6 442	
Contas margem	927	527	515	:	:	:	-12	-412	

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

13 Até julho de 2018, registou-se um acréscimo da despesa com juros da dívida pública. No período janeiro-julho de 2018 a despesa com juros e outros encargos situou-se em 5058 M€ (Tabela 5), o que reflete um aumento homólogo de 3,8%, sendo superior ao crescimento previsto no OE/2018 para o conjunto do ano (1,4%). O aumento da despesa com juros e encargos da dívida direta do Estado é determinado pelo acréscimo dos juros associados a Obrigações do Tesouro (OT), de 3382 M€ para 3643 M€. Esta subida deve-se ao efeito quantidade — aumento do stock destes títulos de dívida pública. Em sentido oposto, destaca-se a redução da despesa com juros dos empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) de 970 M€ para 743 M€, beneficiando de amortizações antecipadas dos empréstimos ao FMI ocorridas durante o último ano (de 11,1 mil M€ em julho de 2017 para 4,6 mil M€ em julho de 2018). Relativamente aos Bilhetes do Tesouro (BT), o montante de juros é negativo (-19 M€) devido ao facto da curva de rendimentos da dívida soberana de Portugal apresentar taxas de juro negativas para maturidades de curto prazo. Quanto aos juros pagos sobre os títulos de dívida pública detidos pelo sector institucional famílias, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro situou-se em 416 M€, refletindo um crescimento homólogo de 3,5%, o qual é inferior ao aumento do stock médio destes títulos de dívida pública no mesmo período.

Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida
(em milhões de euros)

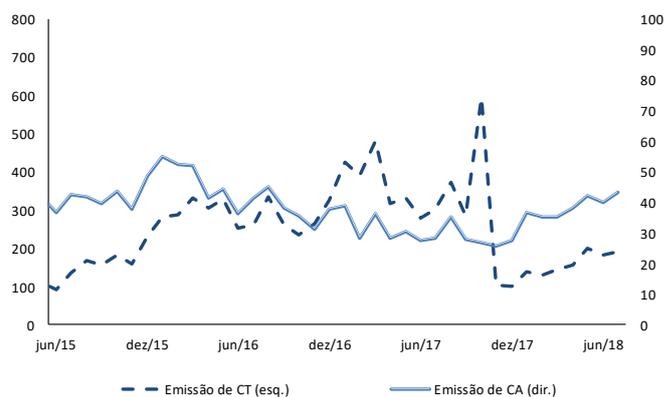
	Execução Jan-Jul		Tvh (%)	Execução Objectivo		Grau de execução (%)	
	2017	2018		2017	OE/2018	2017	2018
Juros da dívida pública	4 817	4 992	3,6	7 034	7 129	68,5	70,0
Bilhetes do Tesouro	3	-19	-696,8	2	-36	176,1	54,1
Obrigações do Tesouro	3 382	3 643	7,7	4 599	4 833	73,5	75,4
Empréstimos PAEF	970	743	-23,4	1 567	1 270	61,9	58,5
Certif. de Aforro e do Tesouro	402	416	3,5	669	761	60,1	54,7
CEDIC / CEDIM	7	5	-21,7	18	5	37,1	99,2
Outros	52	204	288,5	179	296	29,3	68,8
Comissões	54	67	23,4	93	100	58,2	66,5
Empréstimos PAEF	11	26	138,0	11	26	100,0	100,7
Outros	43	40	-6,0	82	74	52,5	54,5
Juros e outros encargos pagos	4 871	5 058	3,8	7 127	7 229	68,3	70,0
Tvh (%)	-	3,8	-	-	1,4	-	-
<i>Por memória:</i>							
Juros recebidos de aplicações	4	-2	-158	-4	39	-102,8	-5,3
Juros e outros encargos líquidos	4 875	5 056	4	7 123	7 268	68,4	69,6
Tvh (%)	-	3,7	-	-	2,0	-	-

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

14 Em julho de 2018, verificou-se um aumento do stock de Certificados do Tesouro, assegurando o aumento mensal do stock de dívida pública detida pelas famílias que se verifica desde abril de 2013. No final de julho de 2018, o stock de Certificados do Tesouro (CT) situou-se em 16 mil M€, o que corresponde a um acréscimo de 2284 M€ face ao final do mês homólogo. Esta variação encontra-se influenciada pelos níveis reduzidos de novas emissões líquidas (162,5 M€ em julho) que se verificam desde novembro de 2017, o que foi determinado pela decisão de suspensão da subscrição de Certificados do Tesouro Poupança Mais após 30 de outubro 2017, e criação, em substituição, de um novo produto de poupança denominado Certificados do Tesouro Poupança Crescimento.² Além disso, o montante dos Certificados de Aforro (CA) situou-se em 11 870 M€ no

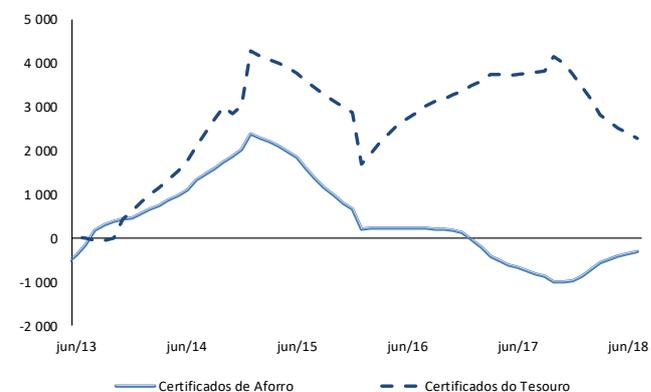
final de julho de 2018, mantendo-se próximo do valor registado no final do mês anterior (Gráfico 8 e Gráfico 9).

Gráfico 8 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro (em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 9 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro (variação homóloga; milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

15 Durante o mês de agosto as emissões de dívida pública no mercado monetário situaram-se em mil milhões de euros. No dia 15 de agosto foi realizado um leilão conjunto no mercado monetário através de Bilhetes do Tesouro (BT), no montante de 1002,5 M€, desagregando-se entre o título com maturidade de 3 meses (252,5 M€) e o título com maturidade de 11 meses (750 M€). As taxas médias ponderadas foram de -0,432% e -0,291%, respetivamente (Tabela 6). Face a idêntica emissão ocorrida em junho de 2018, o Tesouro conseguiu agora melhor taxa na maturidade mais curta e praticamente a mesma taxa na mais longa.

Tabela 6 – Novas emissões de Bilhetes do Tesouro

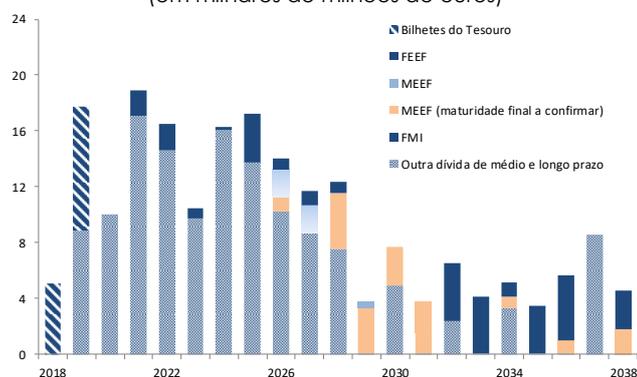
Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	nov/18	jul/19
Maturidade		
Data da Transacção	20/jul	20/jul
Prazo	3 meses	11 meses
Montante Colocado (M€)	253	750
Montante de Procura (M€)	680	1 885
Taxa média (%)	-0,432	-0,291
<i>Por memória:</i>		
Emissão anterior com maturidades iguais (data e taxa média em %)	set/18	mai/19
	-0,399	-0,290

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

² [Resolução do Conselho de Ministros n.º 157-D/2017](#), de 26 de outubro (DR N.º 208/2017, 1.º Suplemento, série I, 2017-1027).

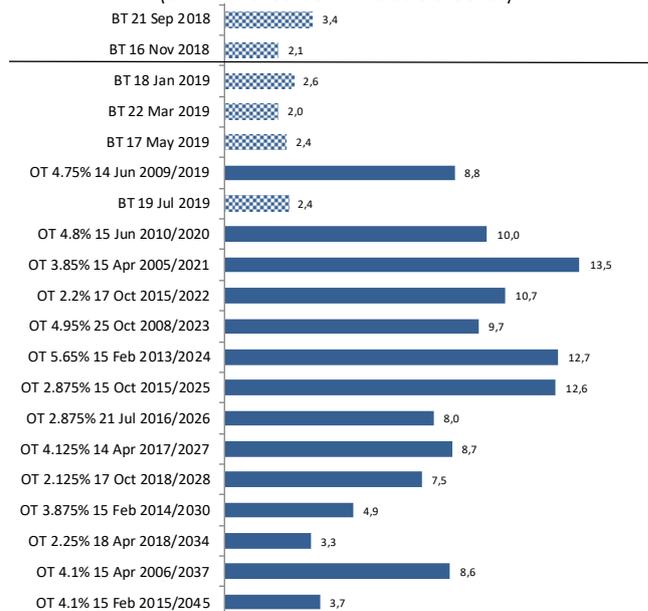
16 Os maiores montantes de reembolsos dos títulos de dívida a médio e longo prazo estão concentrados nos anos 2019-2025. Tendo por referência o *stock* de dívida pública do Estado em 31 de agosto de 2018 e o período de 2018 a 2038, o perfil de amortização de títulos de dívida de médio e longo prazo está concentrado no período entre 2019 e 2025 (Gráfico 10). A dívida no âmbito dos empréstimos do PAEF é 56,3 mil M€. Adicionalmente, o valor total de títulos de dívida pública de médio e longo prazo vivos em 31 de agosto (excluindo empréstimos do PAEF) totaliza cerca de 139,7 mil M€, do qual será necessário amortizar durante aquele período o montante de 90,1 mil M€, salientando-se pela sua dimensão, os anos 2019 (amortização de 8,9 mil M€), 2021 (17 mil M€), 2022 (14,6 mil M€), 2024 (16,1 mil M€) e 2025 (13,7 mil M€) (Gráfico 10 e Gráfico 11). Estes picos poderão eventualmente ser atenuados e as amortizações alisadas ao longo do futuro se as condições de mercado forem propícias. Com efeito, de entre as operações de gestão da dívida pública, podem constar leilões de recompra com o objetivo de evitar um montante demasiado elevado de reembolso no dia da maturidade da respetiva OT e novas emissões desejavelmente com taxa média de juro inferior. Naturalmente, o sucesso destas operações depende de vários fatores, tais como disponibilidade de liquidez, taxas de juro no mercado secundário e taxas de rendibilidade e risco em aplicações concorrentes com a dívida portuguesa.

Gráfico 10 – Perfil de amortização a 31 de agosto de 2018
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF), Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), Fundo Monetário Internacional (FMI), "Outra dívida de médio e longo prazo" refere-se essencialmente a Obrigações do Tesouro (OT).

Gráfico 11 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro a 31 de agosto de 2018
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os títulos de dívida pública encontram-se ordenados por ordem crescente de maturidade.

2.2. Dívida pública na ótica de Maastricht ³

17 Em termos nominais, o montante de dívida pública na ótica de Maastricht aumentou durante o mês de julho.

Tendo por referência os dados publicados pelo Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final do mês de julho de 2018 situou-se em 248,2 mil M€, o que refletiu um acréscimo mensal de 1552 M€ face ao verificado no final do 2.º trimestre de 2018 (246,7 mil M€). A dívida pública líquida de depósitos das administrações públicas registou um ligeiro acréscimo (+68 M€) durante o mês de julho, situando-se em 227,5 M€, tendo os depósitos aumentado 1484 M€. Em termos homólogos, o montante de dívida pública na ótica de Maastricht desceu 759 M€.

18 Em percentagem do PIB, o rácio da dívida pública no final do 2.º trimestre situou-se em 125,8%, refletindo uma descida face ao período homólogo e uma manutenção face ao final de 2017.

No final do 2.º trimestre de 2018, a dívida pública na ótica de Maastricht situou-se em 246,7 mil M€, o que corresponde a 125,8% do PIB (Tabela 7 e Gráfico 12). Tendo por comparação o final do trimestre homólogo, registou-se uma descida de 6 p.p. (131,7% no final de junho de 2017). Esta evolução é explicada por vários contributos: saldo primário (-3,2 p.p.), efeito dinâmico, ou seja, taxa de crescimento do PIB nominal superior à taxa de juro nominal implícita no *stock* de dívida (-0,9 p.p.), bem como o efeito ajustamento défice-dívida (-1,9 p.p.). Este último consistiu nos últimos 12 meses, essencialmente, na redução dos depósitos das administrações públicas.

³ A "dívida na ótica de Maastricht" é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito "dívida direta do Estado" nas seguintes dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo subsector Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector institucional das Administrações Públicas; ii) efeitos de consolidação — a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de

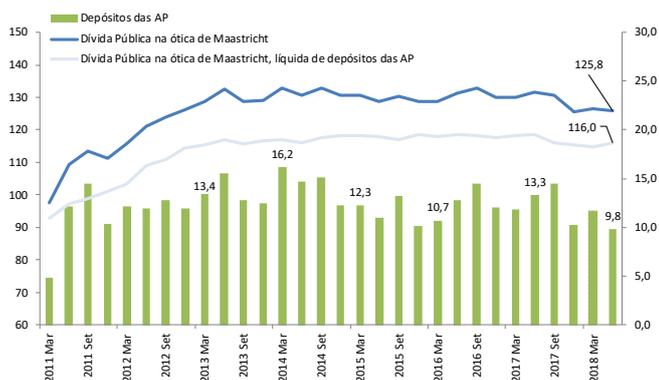
Maastricht é consolidada entre subsectores das Administrações Públicas; iii) capitalização dos certificados de aforro — a dívida direta do subsector Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro. Os passivos incluídos no conceito de dívida de Maastricht são registados pelo seu valor nominal. Note-se que a dívida a fornecedores não entra neste conceito. Mais detalhes em Banco de Portugal (2016), *Estatísticas das administrações públicas*, Suplemento ao Boletim Estatístico de Junho de 2016, Secção 2.

Tabela 7 – Decomposição da variação homóloga do rácio da dívida pública (em percentagem do PIB)

	2017 (30 junho)	2018 (30 junho)
Dívida Pública (% do PIB)	131,7	125,8
Variação em p.p. do PIB		-6,0
efeito do saldo primário		-3,2
efeito dinâmico		-0,9
efeito taxa de juro		3,8
efeito PIB		-4,8
Ajustamento défice-dívida		-1,9

Fonte: Banco de Portugal, INE e cálculos da UTAO.

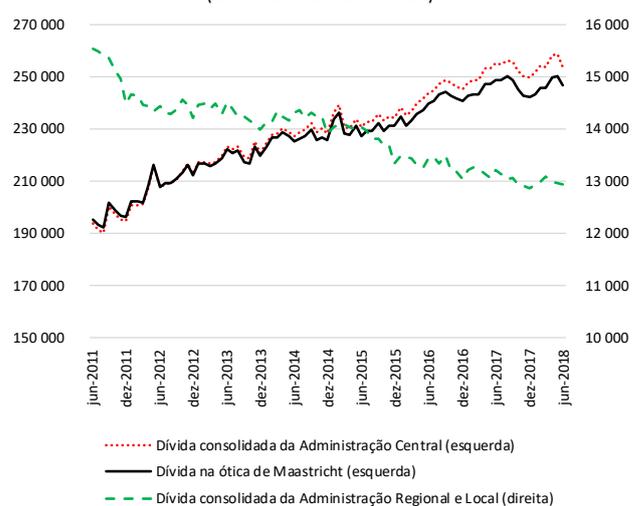
Gráfico 12 – Dívida pública na ótica de Maastricht (em percentagem do PIB nos dois eixos)



Fonte: Banco de Portugal.

19 Por subsectores, verificou-se uma descida da dívida pública entre o final de junho de 2018 e o mês homólogo, tanto na Administração Central como no conjunto Administração Regional e Local. No final de junho de 2018, o montante de dívida consolidada dentro da Administração Central situou-se em 254 mil M€ (Gráfico 13), refletindo uma descida homóloga de 1240 M€. Quanto ao conjunto Administração Subnacional (i.e., Regional e Local), o nível atingiu 13 mil M€, o que corresponde a uma redução de 260 M€. Repare-se na dinâmica observada desde junho de 2011 patente no Gráfico 13. Em termos consolidados dentro de cada subsector, a tendência da Administração Central tem sido de endividamento e a da Subnacional de desendividamento. Porém, há que também ter em atenção a concessão de créditos entre subsectores. Com efeito, dívida entre subsectores passou de 14,8 mil M€ para 15,7 mil M€ nos últimos 12 meses e tipicamente a Administração Central é credora face às Regiões Autónomas e aos governos locais.

Gráfico 13 – Desagregação da dívida pública (em milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector. Posteriormente, no apuramento da dívida na ótica de Maastricht exclui-se o efeito consolidação entre subsectores e o montante de passivos não financeiros.

2.3. Dívida não financeira

20 Nesta edição, a UTAO começa a dar conta do andamento noutros passivos que, não entrando no conceito de dívida, são igualmente obrigações a pagar por parte das Administrações Públicas. Podem ser designados como passivos não financeiros, daí a epígrafe desta subsecção. Nesta categoria cabem a dívida comercial e outras dívidas sem carácter financeiro. Na primeira cabem "as obrigações perante agentes económicos que são fornecedores de bens e serviços (às Administrações Públicas) — faturas por pagar, ainda dentro do prazo, pagamentos em atraso, contratos de locação financeira, acordos de regularização de dívida... (...) Na segunda são registadas as obrigações sem natureza financeira constituídas perante todos os terceiros que não sejam considerados fornecedores (pelos planos de contas sectoriais pertinentes)".⁴ Exemplos destas obrigações são subsídios em dívida para instituições privadas sem fins lucrativos e dívidas fiscais. Nesta Informação Técnica, apenas se trabalham os dados sobre dívida comercial divulgados pelo Banco de Portugal no Cap. K do seu Boletim Estatístico, edição de setembro de 2018.

21 O stock de dívida comercial das Administrações Públicas desceu entre o final de junho de 2017 e o final de junho de 2018. Em termos de registo contabilístico (Tabela 8), o aumento do stock de passivos comerciais em determinado ano é incluído no défice orçamental desse ano, apurado em contabilidade nacional, já que se trata de compromissos assumidos. Este endividamento não entra na definição de Maastricht, pelo que não impacta no stock respetivo. Por isso, na transição do saldo em contabilidade nacional para a dívida de Maastricht, as contas a pagar a fornecedores dão origem a um ajustamento défice-dívida.⁵ No final de junho de 2018, as Administrações Públicas

⁴ Extraído de Anexo VI de Baleiras, Rui N., Dias, Rui e Almeida, Miguel (2018), Finanças Locais: Princípios económicos, instituições e a experiência portuguesa desde 1987, Lisboa: Conselho das Finanças Públicas, no prelo.

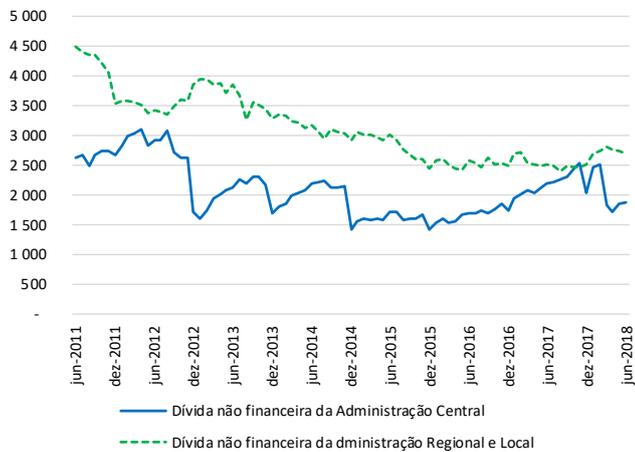
⁵ Mais detalhes metodológicos em Banco de Portugal (2016), Estatísticas das administrações públicas, Suplemento ao Boletim Estatístico de Junho de 2016, Secção 2.

apresentaram um montante de dívida comercial de 4597 M€ (Gráfico 14), refletindo uma redução de 105 M€ face ao final do mês homólogo. Por subsectores, registou-se uma descida homóloga do montante destes passivos na Administração Central para 1889 M€ (-304 M€), o que foi parcialmente compensado pela subida no conjunto da Administração Regional e Local para 2708 M€ (+199 M€).

Tabela 8 – Dívida comercial em contabilidade nacional
(montante X de obrigações a pagar no final do exercício t)

	Ano t
Défi ce orçamental	X
Ajustamento défi ce dívida	- X
Variacão da dívida na ótica de Maastricht	0

Gráfico 14 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas (em milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.