

Relatório UTAO n.º 14/2019

Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019

Coleção: Acompanhamento do financiamento da economia e da dívida pública

24 de setembro de 2019

Ficha técnica

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

Este estudo, orientado e revisto por Rui Nuno Baleiras, foi elaborado por Filipa Almeida Cardoso, Jorge Faria Silva e Vítor Nunes Canarias.

Modelo de documento elaborado por António Antunes.

Título: Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019

Coleção: Acompanhamento do financiamento da economia e da dívida pública

Relatório UTAO N.º 14/2019

Data de publicação: 24 de setembro de 2019

Data-limite para incorporação de informação: 16/09/2019 (foi 23/09/2019 apenas para a nova série de PIB nominal, Secção 4)

Disponível em: <http://www.parlamento.pt/sites/COM/XIIILEG/5COFMA/Paginas/utao.aspx>

Índice geral

Sumário	1
1 Introdução	1
2 Condições de mercado	2
2.1 Orientação da política monetária nas áreas do euro e do dólar e decisões mais recentes.....	3
2.2 Ponto de situação sobre as medidas não convencionais de política monetária em uso na área do euro.....	3
2.3 Mercados financeiros.....	4
2.4 Dívida soberana da Europa.....	7
3 Evolução da dívida pública	9
3.1 A restrição orçamental de subsectores e movimentos com ativos e passivos financeiros.....	9
3.2 Dívida direta do Estado.....	10
3.3 Dívida pública na definição de Maastricht.....	15
3.3.1 Alterações metodológicas.....	15
3.3.2 Evolução na dívida pública de <i>Maastricht</i> em 2019.....	17
3.4 Dívida não financeira.....	18
4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa	19

Índice de Quadros

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos.....	7
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos.....	7
Tabela 3 – Restrição orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública.....	10
Tabela 4 – Restrição orçamental do subsector dos Serviços e Fundos Autónomos, em contabilidade pública.....	10
Tabela 5 – Dívida direta do Estado.....	11
Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida.....	12
Tabela 7 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro.....	13
Tabela 8 – Oferta de troca de Obrigações do Tesouro.....	14

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Repartição por EM do stock a 31 de agosto de 2019 de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP.....	4
Gráfico 2 – Repartição por EM das compras líquidas de ativos pelo BCE no âmbito do programa PSPP ao longo de 2019.....	4
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida soberana da Alemanha.....	5
Gráfico 4 – Curva de rendimentos da dívida soberana dos EUA.....	5
Gráfico 5 – Taxa de juro obrigações soberanas a 10 anos da Alemanha e dos EUA.....	5
Gráfico 6 – Cotação do euro-dólar.....	6
Gráfico 7 – Preço do petróleo (<i>dated Brent</i>).....	6
Gráfico 8 – Evolução das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos de Espanha, Irlanda, Itália e Portugal.....	8
Gráfico 9 – Evolução diária em setembro da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa.....	8
Gráfico 10 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa.....	8

Gráfico 11 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro	12
Gráfico 12 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro	13
Gráfico 13 – Variação do stock de Certificados de Aforro e do Tesouro.....	13
Gráfico 14 – Perfil de amortização em 31 de agosto de 2019	14
Gráfico 15 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 31 de Agosto de 2019.....	15
Gráfico 16 – Comparação entre séries da dívida pública de <i>Maastricht</i> : efeito da alteração no numerador.....	16
Gráfico 17 – Comparação entre séries da dívida pública de <i>Maastricht</i> : efeito da alteração no denominador	16
Gráfico 18 – Decomposição das revisões ao rácio da dívida pública	17
Gráfico 19 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i>	18
Gráfico 20 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas	19
Gráfico 21 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado	20
Gráfico 22 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado	20
Gráfico 23 – Dívida externa líquida	21
Gráfico 24 – Posição líquida de investimento internacional	21

Índice de Caixas

Caixa 1 – Decomposição do financiamento da economia entre variáveis <i>stock</i> e variáveis <i>fluxos</i>	21
--	----

Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

Sigla/abreviatura	Designação
AP	Administrações Públicas
APP	Programa de Compra de Ativos
AR	Assembleia da República
CA	Certificados de Aforo
BT	Bilhetes do Tesouro
CT	Certificados do Tesouro
CEDIC	Certificado Especial de Dívida Pública
COFMA	Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública
EM	Estado Membro
EPE	Entidade Pública Empresarial
FOMC	Federal Open Market Committee
FMI	Fundo Monetário Internacional
IAPMEI	Agência para a Competitividade e Inovação
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OT	Obrigações do Tesouro
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
p.	Página
p.b.	Pontos base
PII	Posição de investimento internacional
PPP	Parceria(s) Público-Privada(s)
PSPP	Public Sector Purchase Programme
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental

Sumário

O mês de setembro foi marcado pelas decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) e da Reserva Federal dos EUA. Na área do euro foi aprovado um novo pacote de estímulos monetários e medidas destinadas a mitigar os efeitos das taxas de juro negativos. Nos EUA, a reserva Federal deliberou a segunda descida das taxas no ano. Em ambos os casos, as decisões acentuaram o carácter acomodaticio da política monetária face à orientação anteriormente vigente. Os mercados de dívida soberana funcionaram como ativo de refúgio, registando fortes quedas nas taxas de rendibilidade, em reação a aumentos de volatilidade nos mercados financeiros e de matérias-primas, num contexto de receios de abrandamento da atividade económica global.

No final de julho de 2019, o "stock" nominal da dívida direta do Estado situou-se em 245,4 mil M€, sendo superior ao observado no final do mês homólogo (+ 746 M€). Relativamente à estrutura das maturidades, importa destacar o aumento do montante da dívida titulada de médio e longo prazo e a descida do montante da dívida titulada de curto prazo, bem como a redução do montante em dívida no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). Este movimento assimétrico ao longo dos meses tem contribuído para o alongamento da maturidade média da dívida titulada.

A dívida nominal bruta das Administrações Públicas, na ótica de "Maastricht", atingiu 251 mil M€ no final de julho de 2019, o que corresponde a uma descida homóloga de 1,5 mil M€. Os depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas desceram 4,1 mil M€ no mesmo período, ficando em 16,5 mil M€. A dívida de Maastricht líquida desses depósitos situou-se em 234,5 mil M€ no final de julho de 2019, refletindo um acréscimo de 2,6 mil M€ em termos homólogos. De referir que o Eurostat efetuou alterações metodológicas no âmbito da capitalização de juros associada aos Certificados de Aforro, o que originou uma revisão em alta da série da dívida pública de Maastricht. Este relatório dá também conta do efeito da revisão da base das contas nacionais no denominador do rácio da dívida de "Maastricht" em percentagem do PIB.

Relativamente à dívida comercial, os passivos respetivos das Administrações Públicas situaram-se em 4477 M€ no final de junho de 2019, correspondendo a cerca de 1,8% da dívida de "Maastricht" e descendo 399 M€ em termos homólogos. Por subsector, registou-se uma redução homóloga, essencialmente na Administração Central. O conjunto da Administração Local e Regional apresentou uma ligeira descida, sendo que este subsector representa cerca de 66% da dívida comercial das Administrações Públicas.

Tendo por referência o ano terminado no final de cada trimestre, no 2.º trimestre de 2019 a economia Portuguesa apresentou capacidade de financiamento, mas com o valor mais baixo desde o 1.º trimestre de 2013. O sector privado registou a capacidade de financiamento mais baixa desde o 4.º trimestre de 2009, enquanto o sector institucional das Administrações Públicas registou, pela primeira vez, uma capacidade de financiamento.

O peso da dívida externa líquida no PIB desceu entre o 2.º trimestre de 2018 e o 2.º trimestre de 2019, de 91,5% do PIB para 86,5%, o que contribuiu para um aumento da posição líquida de investimento internacional (PII) de - 104,7% para - 99,2% no mesmo período.

1 Introdução

1. Este relatório insere-se na coleção de publicações periódicas que monitoriza os desenvolvimentos mensais na dívida das Administrações Públicas. A partir deste número, a coleção passa também a acompanhar as principais alterações nas condições de financiamento da economia portuguesa.

2. A UTAO agradece às entidades que produziram as fontes de informação utilizadas, e devidamente identificadas em rodapé dos gráficos e tabelas, bem como à Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) pelo envio mensal da informação sobre a dívida pública direta do Estado.
3. Quando apropriado, a variação dos agregados financeiros nos meses de 2019 é comparada com os valores observados em 2018 na Conta Geral do Estado (CGE 2018) e os valores previstos para o conjunto de 2019 na proposta de Orçamento do Estado aprovada pela Assembleia da República (OE 2019).
4. O texto está assim organizado. A Secção 2 apresenta as principais evoluções nos mercados financeiros que enquadraram a evolução da dívida soberana, registadas desde o início de 2019 e com maior destaque para as novidades no mês de setembro. A dívida pública portuguesa é o objeto da secção seguinte. Caracteriza os movimentos nos vários instrumentos de financiamento direto do Estado, a evolução na dívida segundo a aceção de *Maastricht*, distinguindo as evoluções por subsectores, e apresenta ainda o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços. Por fim, a Secção 4 informa sobre a dívida externa e a posição líquida de investimento internacional da economia portuguesa, decompondo-as entre sectores público e privado.

2 Condições de mercado

Os dados do Eurostat divulgados em setembro confirmam a moderação da atividade na área do euro. As previsões do BCE e da OCDE, divulgadas em setembro, reveem em baixa as previsões de crescimento económico global e da área do euro. Os resultados divulgados em setembro pelo Eurostat,¹ na sua estimativa rápida para o crescimento e emprego revelam um crescimento moderado da atividade económica na área do euro nos dois primeiros trimestres do ano (+ 0,4% em cadeia no primeiro trimestre e + 0,2% no segundo, a que corresponde uma variação anual face ao mesmo trimestre do ano anterior de 1,3% e 1,2%, respetivamente), prevendo-se a manutenção de variação positiva no terceiro trimestre. Entre os Estados Membros, a Alemanha apresentou uma contração de trimestral em cadeia de 0,1% do PIB real, enquanto o crescimento em Itália se manteve inalterado. Nos restantes países da área do euro observaram-se variações positivas para o período, com observações de 0,2% na Áustria, Bélgica e Eslovénia; 0,3% em França; 0,4% na Estónia; 0,5% em Espanha, Holanda e Portugal; 0,7% na Letónia e 0,8% no Chipre, Grécia e Lituânia. Salientam-se como fatores descendentes nesta análise o recuo da maior economia da área do euro (prevendo-se uma contração adicional no terceiro trimestre), a estagnação em Itália e o reduzido crescimento em França, que se encontram na base da desaceleração observada para o conjunto da área do euro neste trimestre. Este abrandamento reflete o enfraquecimento do comércio internacional, afetando particularmente o setor da indústria transformadora designadamente a Alemanha. Os setores dos serviços e construção mantiveram-se resilientes e os indicadores do emprego e do mercado de trabalho permanecem favoráveis, embora a inflação, medida pelo índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), permaneça consistentemente abaixo do objetivo de 2% (taxa anual de 1,0% em agosto) e as medidas da inflação subjacente² permaneçam em geral fracas (taxa anual de 1,1% em agosto). O ano de 2019 tem sido caracterizado pelo agravamento dos riscos de contexto global, designadamente a escalada das tensões comerciais internacionais e o aumento da incerteza em torno do *Brexit*, com os desenvolvimentos mais recentes a apontarem para uma maior probabilidade de saída desordenada do Reino Unido da União Europeia. Esta avaliação encontra-se refletida nas revisões em baixa das previsões para o crescimento económico divulgadas em setembro pelo BCE e pela OCDE. O crescimento global projetado pela OCDE é de 2,9% em 2019 e 3,0% em 2020. Na zona euro, ambos estimam um aumento de 1,1% do PIB real em 2019 (contra 1,2% no exercício de previsão anterior da OCDE, datado de maio, mantendo-se inalterado face às previsões de março do BCE), enquanto no ano de 2020 o BCE antevê uma ligeira subida para 1,2% e a OCDE um recuo para 1% (sendo a amplitude de

¹ A estimativa rápida do Eurostat para o crescimento e emprego foi publicada a 6 de setembro e encontra-se disponível em: [Eurostat: Eurostat News Release, 2019 06 09 e a base e dados em: Gross domestic product, volumes \(database\)](#).

² A inflação subjacente é aferida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), excluindo a energia e os produtos alimentares não processados.

revisão face ao exercício anterior de – 0,4 p.p. nos dois previsores). Nos EUA, a amplitude da revisão é mais profunda (– 0,4 p.p. em 2019 e – 0,3 p.p. em 2020), mas o ritmo de crescimento é mais robusto, devendo situar-se em 2,4% em 2019 e 2,0% em 2020, de acordo as previsões da OCDE. As duas instituições convergem na análise da atual conjuntura económica: a presença prolongada de riscos descendentes e incertezas relacionadas com fatores geopolíticos e a ameaça do protecionismo têm afetado negativamente a confiança dos investidores e o investimento, verificando-se a necessidade de medidas de apoio à atividade económica. Nos EUA, o nível das taxas de juro confere uma maior margem de atuação para a política monetária. Na área do euro, onde as taxas de juro se situam em níveis historicamente baixos, existe a necessidade de complementar a orientação acomodatória da política monetária com reformas estruturais e medidas de política que estimulem o crescimento nos países com margem de manobra orçamental.

2.1 Orientação da política monetária nas áreas do euro e do dólar e decisões mais recentes

5. Na área do euro, o Banco Central Europeu (BCE) reiterou a sua intenção de manter a política monetária num nível fortemente acomodatório durante um largo período de tempo, anunciando um novo programa de estímulos monetários e medidas destinadas a mitigar o efeito das taxas de juro negativas. Na reunião de 12 de setembro, o Conselho de Governadores do BCE anunciou quatro decisões de política monetária. Quanto a estímulos monetários à economia, deliberou: (1) redução da taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito em 10 p.b., fixando-a em – 0,5%, e manutenção dos níveis das restantes taxas diretoras: 0% para as operações principais de refinanciamento e 0,25% para a facilidade permanente de cedência marginal de liquidez; (2) reinício das operações de aquisição líquida do programa de compras de ativos (APP) a um ritmo mensal de 20 mil M€, a partir de 1 de novembro. Para procurar mitigar o efeito das taxas de juro negativas no setor bancário, foi decidido: (3) alteração das condições da nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado (TLTRO III – Targeted longer term refinancing operations), com início em setembro de 2019, tanto no respeitante à taxa de juro como ao prazo. A taxa de juro de cada operação será fixada ao nível da média das taxas das operações principais de refinanciamento do Eurosistema ao longo do seu período de duração e o prazo será alargado para três anos; (4) introdução de um sistema de dois níveis de remuneração do excesso de liquidez depositado junto do BCE, isentando uma parte deste montante da taxa de juro negativa aplicável à facilidade permanente de depósito.

6. A Reserva Federal dos Estados Unidos reduziu as taxas diretoras nos EUA em 25 p.b., ancorando a sua decisão nos riscos descendentes persistentes do contexto global e na ausência de pressões inflacionistas, não se encontrando afastada a possibilidade de uma descida adicional até ao final do ano. Na sua reunião de 18 de setembro, o comité de política monetária (*Federal Open Market Committee, FOMC*) reduziu em 25 p.b. as taxas de juro dos *fed funds*, para o intervalo 1,75% – 2,00%, na segunda descida de taxas deste ano. No seu comunicado, o Presidente salientou a robustez do mercado de trabalho e do consumo das famílias, mas também os sinais de desaceleração do investimento e das exportações, num contexto internacional de riscos descendentes e enfraquecimento do crescimento global, mantendo-se a inflação abaixo do objetivo de 2%.

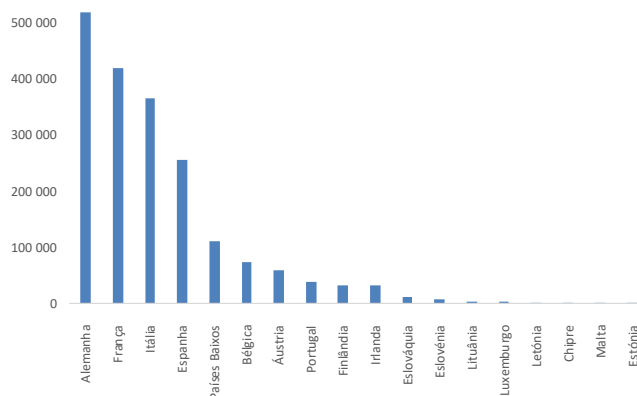
2.2 Ponto de situação sobre as medidas não convencionais de política monetária em uso na área do euro

7. No ano de 2019, as medidas não convencionais de política monetária anunciadas e já iniciadas são as seguintes: (1) reinício das compras líquidas do programa de compras de ativos (APP) a ritmo mensal de 20 mil M€, a partir de 1 de novembro, tal como referido no parágrafo 5; (2) reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado de tempo após a data da primeira subida das taxas diretoras e enquanto for considerado necessário para assegurar as condições de liquidez no mercado e um nível largamente acomodatório de política monetária; (3) início em setembro de uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado (TLTRO III — *Targeted longer term refinancing operations*), com emissões trimestrais;

(4) alteração das condições de financiamento inicialmente anunciadas³ das TLTRO III, prolongando para três anos o prazo das operações e igualando a taxa de juro de cada operação ao da média das taxas das operações principais de refinanciamento do Eurosistema ao longo do seu período de duração, estabelecendo também uma relação inversa entre o volume de crédito concedido pelo banco e a taxa de financiamento obtida na TLTRO III.

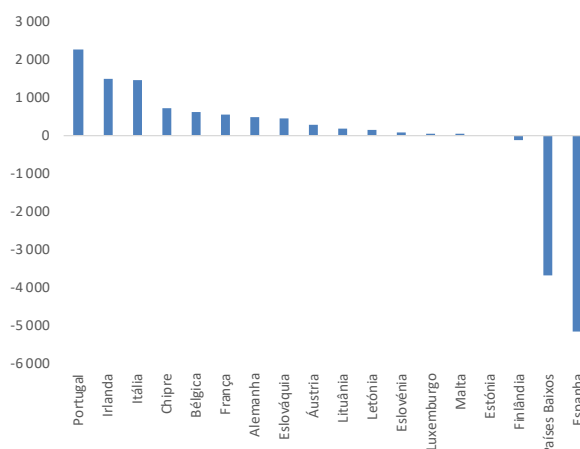
8. No primeiro trimestre de 2019 o valor das compras líquidas respeitantes ao PSPP foi marginalmente negativo, em linha com a decisão de política monetária. O programa de compras do sector público (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*) constitui o instrumento de política monetária mais significativo do APP, com um montante de compras acumuladas de 2171 mil M€ no final de 2018 e uma maturidade média de 7,37 anos. A sua carteira de ativos é composta por obrigações de dívida pública e de instituições supranacionais, sendo proporcionais ao peso de cada país, destacando-se Alemanha, França, Itália e Espanha. O valor de compras líquidas de títulos de dívida pública portuguesa no final do programa era de 36 845 M€, com uma maturidade média de 7,80 anos. Em linha com a decisão de política monetária, este stock líquido de dívida deverá manter-se constante. No ano de 2019, até ao final do mês de agosto, o valor das compras líquidas no âmbito do reinvestimento dos reembolsos dos títulos em carteira do PSPP, foi de - 175 M€, num total acumulado de 2171 mil M€ (mantendo-se o valor de balanço constante face a dezembro de 2018, em linha com a decisão de política monetária detalhada no parágrafo 5), com uma maturidade média de 7,16 anos. No mesmo período, o valor de compras líquidas de títulos de dívida pública portuguesa foi de 2260 M€, num total acumulado de 39 106 M€ desde o início do programa, com uma maturidade média de 7,71 anos (Gráfico 1 e Gráfico 2).

Gráfico 1 – Repartição por EM do stock a 31 de agosto de 2019 de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

Gráfico 2 – Repartição por EM das compras líquidas de ativos pelo BCE no âmbito do programa PSPP ao longo de 2019
(em milhões de euros)



2.3 Mercados financeiros

9. No mês de agosto, o agravamento dos riscos descendentes relacionados com fatores geopolíticos e a ameaça do protecionismo provocaram correções nos índices bolsistas das economias avançadas e comportamentos de aversão ao risco, que se refletiram na descida das taxas de juros dos mercados da dívida soberana na área do euro e nos EUA. Em agosto, assistiu-se a uma nova escalada das retaliações comerciais entre os EUA e a China e a episódios de tensão político-militar nas rotas petrolíferas mundiais. Na Europa, o aumento da probabilidade de um *Brexit* desordenado, o receio de recessão na Alemanha e a crise governamental em Itália evidenciaram a persistência de riscos descendentes com efeito global, relacionadas com fatores geopolíticos e com a ameaça do protecionismo. Este contexto provocou uma quebra do sentimento económico e das expectativas dos

³ A série TLTRO III foi anunciada na reunião do BCE de 7 de março de 2019.

intervenientes no mercado, assistindo-se, no final de agosto, a uma correção generalizada dos índices bolsistas das economias avançadas: S&P500: - 1,8%; Dow Jones Industrial: - 1,7%; Eurostoxx50: - 1,2%; Footsie100: - 5,0%; Nikkei: - 5,0%; PSI20: - 2,5%. O índice de volatilidade VIX atingiu um pico anual de 24,59 USD a 5 de agosto, mantendo-se depois na casa dos 20 USD até ao final do mês, mas não atingindo os níveis do final de 2018. Os mercados da dívida soberana beneficiaram deste sentimento de aversão ao risco, funcionando como ativo de refúgio: entre 28 de junho e 30 de agosto, as taxas de juro das obrigações soberanas norte-americanas com maturidade a 10 anos reduziram-se 50,0 p.b. e as alemãs 37,3 p.b., fechando o mês em 1,50% e - 0,7%, respetivamente, conforme ilustrado no Gráfico 5. Desde o início do ano, assistiu-se a descidas significativas das *yields*, com uma variação mais expressiva nos prazos mais longos, resultando num deslocamento para baixo e numa redução do declive da curva de rendimentos das dívidas soberanas, na Alemanha (Gráfico 3) e nos EUA (Gráfico 4). Nos EUA, nos últimos dias do mês de agosto, assistiu-se mesmo a uma inversão temporária no declive da curva das taxas soberanas, com a taxa de juro a 10 anos a descer abaixo da taxa de juro a dois anos (fenómeno tão curto que não é visível no gráfico), o que historicamente tem sido um preditor de recessões, aumentando os receios de um abrandamento significativo da atividade económica.

Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida soberana da Alemanha
(em percentagem)

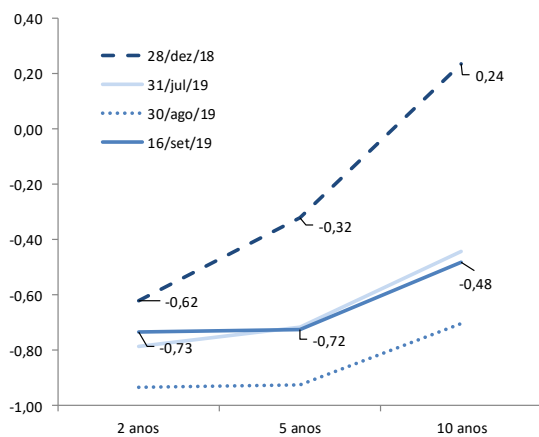


Gráfico 4 – Curva de rendimentos da dívida soberana dos EUA
(em percentagem)

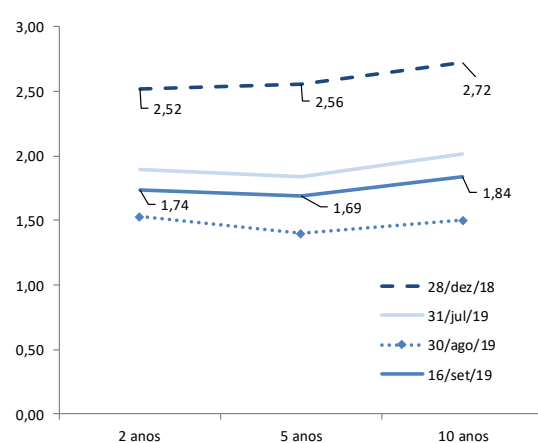
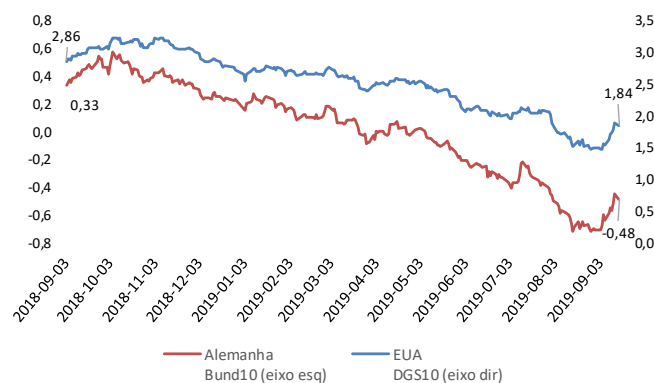


Gráfico 5 – Taxa de juro obrigações soberanas a 10 anos da Alemanha e dos EUA
(em percentagem)



Fonte: Thomson Reuters e IGCP.

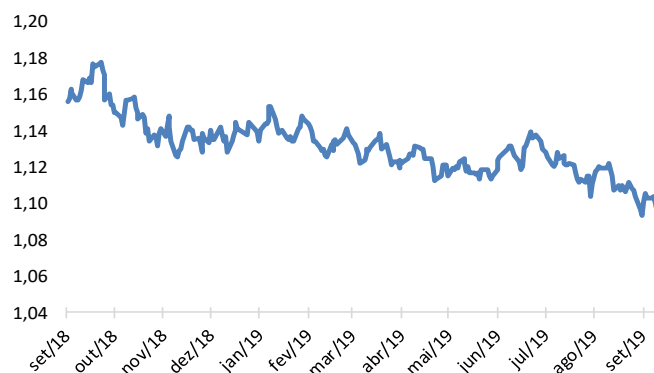
10. No mês de setembro, as expectativas de acordos comerciais entre os EUA e a China e de uma política monetária mais acomodatória por parte do BCE e da Reserva Federal dos EUA melhoraram o sentimento económico, com a recuperação dos índices bolsistas e a subida das taxas de juro soberanas.

Em setembro, até à data de fecho da informação para este relatório (16 de setembro) o anúncio da retoma de negociações comerciais entre os EUA e a China e as expectativas de uma orientação de política monetária mais acomodatória (nos EUA) e de estímulos adicionais do BCE (na Europa) melhoraram o sentimento económico, impulsionando a recuperação dos índices bolsistas das economias avançadas: S&P500: + 2,4%; Dow Jones Industrial: + 2,6%; Eurostoxx50: + 2,7%; Footsie100: + 1,6%; Nikkei: + 6,2%; PSI20: + 3,8%. Nos mercados da dívida soberana, as taxas de juro a 10 anos das obrigações norte-americanas e alemãs subiram 34 p.b. e 22 p.b. (Gráfico 3, Gráfico 4 e Gráfico 5), respetivamente, situando-se ainda em níveis muito baixos.

11. O euro continuou a depreciar-se face ao dólar, recuando para níveis de maio de 2017, penalizado pelos diferentes ritmos de crescimento entre a zona do euro e pelo spread entre a taxa de juro soberana dos EUA e da zona euro.

Durante o ano de 2018 o euro sofreu uma depreciação de 5,1% face ao dólar americano, penalizado pelos diferentes ritmos de crescimento entre a zona euro e a economia norte-americana e pelo nível mais elevado das taxas de juro nos EUA. Esta tendência descendente tem vindo a confirmar-se ao longo do ano de 2019, com uma quebra de 1,1% desde o início de agosto e perdas anuais acumuladas de 3,7%, tendo sido atingido o mínimo anual a 3 de setembro (1,0937 EUR/USD). Este valor é inferior à cotação mínima observada em 2018 e apenas comparável aos níveis de maio de 2017. O euro tem sido prejudicado pelos receios de abrandamento económico global, funcionando o dólar americano como um ativo de refúgio mais interessante, dada a diferença entre as taxas de rentabilidade das dívidas soberanas das duas áreas geográficas.

Gráfico 6 – Cotação do euro-dólar
(1 EUR = X USD)

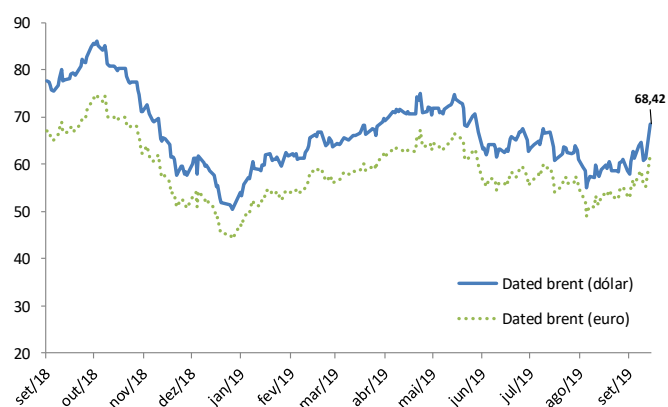


Fonte: BCE.

12. O preço do barril de Brent valorizou-se 35% durante o ano de 2019, mas o ressurgimento de tensões geopolíticas acrescentou incerteza a este mercado.

Em 2018, o petróleo atingiu o seu máximo em outubro (86,07 USD/barril) e o seu mínimo em 28 de dezembro (50,57 USD/barril), com uma rápida e acentuada desvalorização de 41,3% no último trimestre do ano. Em dezembro de 2018, a OPEP e os seus parceiros anunciaram cortes na produção que se prolongaram até junho. A oferta sofreu uma redução superior ao antecipado e, em 2019, este ativo voltou aos ganhos, atingindo o máximo anual a 25 de abril (74,94 USD/barril), que representa uma valorização de 48,2% neste período. Após este pico, o aumento dos inventários de crude nos EUA e a ausência de acordos

Gráfico 7 – Preço do petróleo (dated Brent)
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters

sobre a produção da OPEP, do lado da oferta, bem como os receios de abrandamento da atividade económica, do lado da procura, provocaram o deslizamento do preço, que atingiu os 55,03 USD a 7 de agosto. No entanto, o ataque das instalações petrolíferas da Arábia Saudita com *drones* explosivos a 14 de setembro e os receios de uma guerra com o Irão assinalou o ressurgimento das tensões geopolíticas no Médio Oriente e as cotações dispararam 11,7% a 16 de setembro, para 68,42 USD/barril, acrescentando incerteza a este mercado.

2.4 Dívida soberana da Europa

13. Desde o início de agosto, as rendibilidades da dívida soberana da área do euro recuaram, como resultado combinado de comportamentos de aversão ao risco dos investidores e das medidas de política monetária anunciadas pelo BCE.

No mês de agosto o agravamento dos receios de abrandamento económico global e os comportamentos de aversão ao risco dos investidores, aumentaram a atratividade deste mercado, que funcionou como um ativo de refúgio, muito evidente no título alemão emitido a 10 anos, que fechou o mês com uma rendibilidade negativa de 0,70%, situando-se num nível historicamente baixo. Observou-se, igualmente, uma queda expressiva das taxas de rendibilidade dos títulos emitidos a 10 anos por todos os países — Tabela 1. No mês de setembro, o anúncio pelo Governador Mario Draghi de medidas de política monetária mais acomodáticas e

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

	30 dez 2015	30 dez 2016	29 dez 2017	28 dez 2018	31 jul 2019	30 ago 2019	16 set 2019	Varição mensal (em p.p.)	Varição desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,50	3,75	1,91	1,71	0,34	0,12	0,27	0,15	-1,45
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	4,12	4,40	4,18	-0,22	-0,22
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,54	1,00	0,84	-0,15	-1,90
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,28	0,10	0,25	0,15	-1,16
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,08	-0,09	0,04	0,12	-0,86
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	-0,12	-0,35	-0,15	0,19	-0,92
França	0,99	0,68	0,78	0,70	-0,19	-0,41	-0,20	0,20	-0,91
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,44	-0,70	-0,48	0,22	-0,72

Fonte: IGCP.

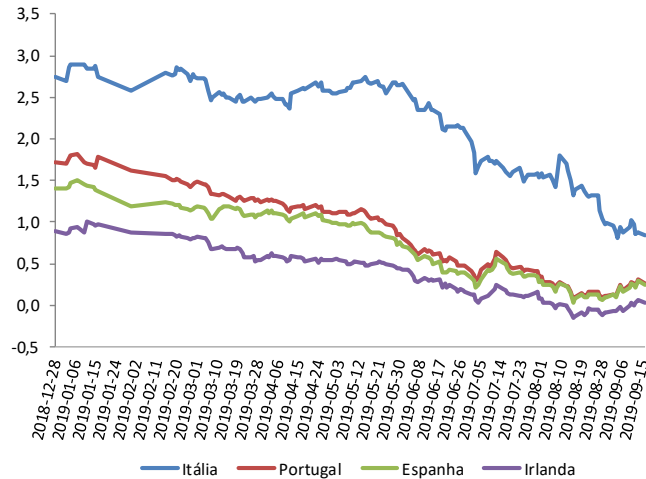
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos
(em percentagem e em pontos percentuais)

	30 dez 2015	30 dez 2016	29 dez 2017	28 dez 2018	31 jul 2019	30 ago 2019	16 set 2019	Varição mensal	Varição desde o início do ano
Portugal	188	354	149	148	78	82	75	-7,2	-72,7
Grécia	766	690	369	416	456	510	466	-44,0	50,1
Itália	97	161	158	250	198	170	132	-37,5	-117,9
Espanha	114	118	113	117	72	80	74	-6,6	-43,9
Irlanda	52	54	24	66	52	62	52	-9,6	-13,9
França	36	48	36	47	26	30	28	-1,6	-18,6
Bélgica	34	32	20	53	32	36	33	-2,7	-20,2

Fonte: IGCP.

do regresso às compras líquidas de ativos reverteram parcialmente as quebras do período anterior, uma vez que a melhoria do sentimento económico favoreceu a assunção de maiores riscos por parte dos investidores. No entanto, no período entre 1 de agosto e 16 de setembro assistiu-se ao recuo das taxas de juro de juro de dívida soberana dos títulos emitidos a 10 anos em todos os países da zona euro, sendo a Itália o país com uma variação mais expressiva, com um recuo de 70 p.b., seguida da Grécia (50 p.b.), Portugal (7 p.b.), Irlanda e Alemanha (ambas com 4 p.b.), Espanha e Bélgica (ambas com 3 p.b.) e França (2 p.b.), sendo de referir o alívio da rendibilidade da dívida italiana após o anúncio da nova coligação governamental. Deve referir-se que, na data de fecho desta publicação, Alemanha, França e Bélgica apresentam taxas de juro negativas nos títulos soberanos emitidos a 10 anos. Os prémios de risco, medidos como diferenças de rentabilidade face ao título alemão, melhoraram para todos os países após a reunião de setembro do BCE, salientando-se Itália, com um recuo de 38 p.b. em setembro e de 66 p.b. desde o início de agosto — Tabela 2. O gráfico seguinte evidencia o estreitamento continuado do prémio pago pela dívida portuguesa — Gráfico 8 e Gráfico 9). Tendo o segundo nível mais elevado, de entre as sete dívidas observadas, com 188 p.b. no fecho de 2015, os títulos portugueses encolheram a distância face aos congéneres alemães para 75 p.b. em 16 do corrente, um prémio praticamente ao nível do de Espanha, e muito distante dos de Itália (132 p.b.) e Grécia (466 p.b.).

Gráfico 8 – Evolução das taxas de rendibilidade (yield) a 10 anos de Espanha, Irlanda, Itália e Portugal (em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

14. No mês de setembro a agência Standard & Poor's manteve inalterado o nível de *rating* da dívida da República Portuguesa (em BBB), mas alterou a perspetiva de estável para positivo. O prémio de risco face à Alemanha apresentou uma compressão significativa (Tabela 2 e Gráfico 9). No mês de agosto as taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa registaram uma descida em todas as maturidades, mais expressivas nos prazos mais longos, com uma redução da ordenada na origem e do declive da curva de rendimentos (Gráfico 10). Desde o início do ano de 2019 a taxa de rendibilidade do título português com maturidade a 10 anos recuou 144,8 p.b., sendo a segunda mais significativa em toda a área do euro (Tabela 1). Por sua vez, o prémio de risco entre a dívida pública portuguesa e a alemã continua a diminuir, com uma quebra de 72,7 p.b. no mesmo período para as emissões com maturidade a 10 anos (Tabela 2). Na comparação dos quatro países retratados no Gráfico 8, as *yields* da dívida portuguesa têm vindo a aproximar-se das de Espanha, observando-se no final deste período um prémio de risco de 2 p.b. no prazo a 10 anos.

Gráfico 9 – Evolução diária em setembro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)

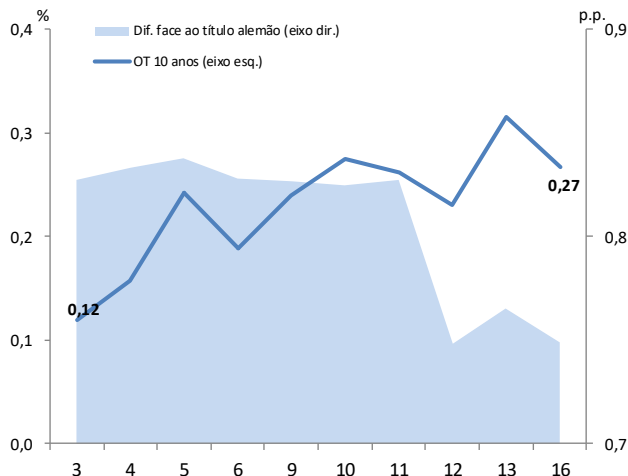
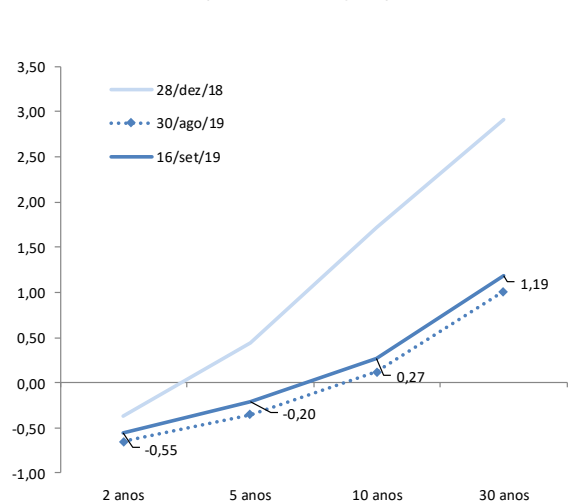


Gráfico 10 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa (em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

3 Evolução da dívida pública

3.1 A restrição orçamental de subsectores e movimentos com ativos e passivos financeiros

15. A restrição orçamental do subsector Estado, aferida em contabilidade pública, encontra-se na Tabela 3 para a execução do ano de 2019 e em comparação com o objetivo do OE/2019. A primeira linha mostra a diferença entre a receita obtida em operações com passivos financeiros e a despesa executada em operações com passivos financeiros do subsector Estado. Por definição contabilística, é igual à soma do simétrico do saldo global e da despesa líquida em ativos financeiros.⁴ A partir da publicação do [Relatório n.º 35/2018](#) divulgado em 28 de novembro de 2018, a UTAO mudou as designações para evitar confundir o leitor com um conceito consagrado na literatura económica e estatística das contas nacionais. Com efeito, neste domínio usa-se a expressão “capacidade (necessidade) líquida de financiamento” do Estado como sinónimo de saldo (défice) orçamental nesta perspetiva contabilística, e ambas significam o valor do financiamento que o subsector Estado concede ao (obtém do) conjunto dos demais sectores institucionais da economia (incluindo os outros subsectores das Administrações Públicas).

16. A receita líquida proveniente de passivos financeiros atingiu 7344 M€ nos primeiros sete meses de 2019, mais 1671 M€ que em igual período do ano anterior. Até ao final de julho, a receita de passivos financeiros excedeu a despesa de passivos financeiros em 7344 M€, o que corresponde a uma subida homóloga de 1671 M€. Para o resultado, contribuiu quer o saldo global negativo (-3857 M€) do subsector Estado quer a despesa líquida em ativos financeiros (3487 M€). A despesa (bruta) em ativos financeiros exigiu um endividamento de 3887 M€, essencialmente decorrente de empréstimos de médio e longo prazo concedidos pelo Estado e dotações de capital do mesmo em entidades de outros subsectores, como se precisará no parágrafo seguinte. De notar o facto de o subsector Estado ter apresentado no mês de julho de 2019 um saldo global positivo, em contraponto com o verificado mensalmente desde fevereiro (Tabela 3).

17. Os créditos concedidos e as entradas de capital realizadas pelo Estado até julho são fatores determinantes para que a despesa líquida em operações com ativos financeiros seja largamente positiva (3487 M€). A despesa com ativos financeiros nos primeiros sete meses de 2019 foi de 3887 M€ (Tabela 3), sendo compensada em parte pela receita com origem em ativos financeiros (401 M€). Na despesa com ativos financeiros até julho, são de realçar os empréstimos de médio e longo prazo ao Fundo de Resolução (850 M€), à Parvalorem (600 M€), ao Metropolitano do Porto (339,4 M€), e ao Metro de Lisboa (50,8 M€), bem como as injeções de capital nas empresas Infraestruturas de Portugal (1061 M€), Metropolitano de Lisboa (462,4 M€), Sociedade de Transportes Coletivos do Porto (14,5 M€) e CP — Comboios de Portugal (10 M€). Adicionalmente, de realçar que, até julho, os Hospitais EPE beneficiaram de dotações de capital no montante de 437,6 M€, sendo que, deste valor, 322,2 M€ se destinaram a regularização de dívidas vencidas a fornecedores por parte de entidades do Serviço Nacional de Saúde.

⁴ Algebricamente, a restrição orçamental do Estado é dada pela equação $R_{PF} = -SG + (D_{AF} - R_{AF}) + D_{PF}$, em que R e D designam receita e despesa, respetivamente, os índices inferiores PF e AF representam passivos financeiros e ativos financeiros, respetivamente, e SG é o saldo global (diferença entre receitas e despesas efetivas do subsector). Todas estas variáveis estão definidas segundo o princípio de caixa da contabilidade orçamental pública. Quando o Estado obtém (concede) um empréstimo, a receita (despesa) com origem em passivos (ativos) financeiros aumenta. Analogamente, quando o Estado amortiza um empréstimo obtido (recebe amortizações de empréstimos que concedeu no passado), faz despesa com passivos financeiros (obtém receita de ativos financeiros). A interpretação da restrição é então a seguinte. O Estado precisa de se endividar, ou seja, obter receita com origem em passivos financeiros (R_{PF}), para os fins expressos no lado direito da equação: financiamento do défice global (-SG), financiamento do eventual excesso de despesa com ativos financeiros ($D_{AF} - R_{AF}$) e financiamento das amortizações e outras despesas com passivos financeiros (D_{PF}). A primeira linha da Tabela 3 exhibe a receita líquida de passivos financeiros ($R_{PF} - D_{PF}$). As linhas seguintes mostram quanto foi aplicado no período a que a coluna respeita no financiamento do défice global e no financiamento da despesa líquida em passivos financeiros.

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

	2019							Janeiro-julho			Anual		
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	2018	2019	Δ	2018	OE 2019	Δ
1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (8-2)	208	2089	737	2574	1155	1623	-618	5673	7767	2094	7256	12966	5710
<i>2. Saldo global</i>	142	-444	-663	-2548	-190	-772	619	-3940	-3857	83	-3583	-5426	-1843
<i>3. Despesa em ativos financeiros (4+5+6)</i>	424	1657	76	28	982	1112	32	1901	3887	1987	4778	8462	3683
4. Empréstimos médio/longo prazo	0	6	61	18	865	936	2	1009	1887	878	2679	3734	1055
5. Dotações de Capital	424	1369	15	10	117	174	30	885	1997	1112	1537	4038	2501
6. Outros	0	282	1	0	0	1	0	6	3	-3	562	690	128
<i>7. Receita de ativos financeiros</i>	74	12	2	3	17	262	31	167	401	233	1106	922	-184
<i>8. Despesa líquida em ativos financeiros (7-3)</i>	350	1645	74	25	965	850	1	1734	3910	2177	3673	7540	3867

Fontes: DGO e cálculos da UTAO. | Nota: Por definição de restrição orçamental, a receita líquida com origem em passivos financeiros é igual à soma do simétrico do saldo global com a despesa líquida em ativos financeiros. De referir que os valores divergem do Quadro 24 apresentado na Síntese de Execução Orçamental da DGO (página 37) visto que a presente análise refere-se ao valor do Mapa IV da Lei do OE/2019, enquanto esse Quadro 24 se refere ao valor da subdivisão "ativos financeiros". A diferença está na dotação centralizada para aplicação de ativos financeiros (380 M€).

18. Relativamente à restrição orçamental dos Serviços e Fundos Autónomos, verificou-se a situação inversa; o saldo global positivo mais do que compensou a despesa líquida em ativos financeiros no período janeiro—julho de 2019. No lado da despesa em ativos financeiros, destacou-se o Fundo de Resolução devido à capitalização contingente do Novo Banco. Até julho de 2019, a receita líquida de passivos financeiros situou-se em 771 M€ (Tabela 4), o que contrasta com o nível de endividamento líquido superior orçamentado no OE/2019, 1304 M€. Relativamente à despesa em ativos financeiros (2769 M€), destaca-se o Fundo de Resolução (1149 M€) no âmbito da capitalização contingente do Novo Banco, o Fundo de Garantia de Depósitos (925 M€), o IAPMEI (179 M€), o Fundo de Garantia de Crédito Agrícola Mútuo (140 M€), a Caixa Geral de Aposentações (120 M€) e a Instituição Financeira de Desenvolvimento (100 M€). No lado da receita de passivos financeiros (2178 M€), destacam-se o Fundo de Garantia de Depósitos (868 M€), o Fundo de Contragarantia Mútuo (335 M€), o Fundo de Regularização da Dívida Pública (269 M€), a Caixa Geral de Aposentações (155 M€), o Fundo de Garantia de Crédito Agrícola Mútuo (140 M€) e o IAPMEI (107 M€). De referir que nalgumas instituições acima referidas, se registam operações de montantes elevados, quer em despesa de ativos financeiros, quer em receita de ativos financeiros.

Tabela 4 – Restrição orçamental do subsector dos Serviços e Fundos Autónomos, em contabilidade pública
(em milhões de euros)

	2019							Janeiro-julho			Anual		
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	2018	2019	Δ	2018	OE 2019	Δ
1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (8-2)	-949	316	-299	25	513	-341	-36	769	-771	-1540	2070	1304	-766
<i>2. Saldo global</i>	568	-220	32	81	533	269	98	-167	1362	1529	-976	877	1853
<i>3. Despesa em ativos financeiros (4+5+6)</i>	511	124	50	310	1247	239	287	2845	2769	-76	4799	8592	3793
4. Empréstimos médio/longo prazo	3	0	0	6	0	0	0	367	9	-358	727	1383	657
5. Dotações de Capital	482	7	13	193	1174	177	240	40	2286	2247	112	396	283
6. Outros	27	116	37	112	72	62	48	2439	474	-1965	3960	6813	2853
<i>7. Receita de ativos financeiros</i>	892	28	317	204	201	311	225	2243	2178	-65	3705	6411	2706
<i>8. Despesa líquida em ativos financeiros (7-3)</i>	-381	96	-267	107	1046	-72	62	602	591	-11	1094	2181	1087

Fontes: DGO e cálculos da UTAO. | Nota: Por definição de restrição orçamental, a receita líquida com origem em passivos financeiros é igual à soma do simétrico do saldo global com a despesa líquida em ativos financeiros.

3.2 Dívida direta do Estado

19. O valor da dívida direta do subsector Estado até julho de 2019 foi superior ao observado no período homólogo, em resultado do aumento do stock de dívida titulada de médio e longo prazo, sendo compensada em parte pela descida do montante em dívida no âmbito do PAEF. Em julho de 2019, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 245,4 mil M€ (Tabela 5), refletindo uma descida

de 1226 M€ em cadeia mensal em resultado da redução líquida de Bilhetes do Tesouro e Certificados Especiais de Dívida Pública — CEDIC, compensada pelo aumento da emissão líquida de Obrigações do Tesouro. Tendo como referência o período homólogo de 2018, regista-se um aumento do stock da dívida direta total (+ 745 M€), em consequência de o aumento na dívida titulada de médio e longo prazo (5728 M€; assente no incremento de 4,3% no stock de Obrigações do Tesouro) ter sido substancialmente compensado pela redução na exposição aos credores institucionais internacionais (- 4624 M€) na dívida titulada de curto prazo (- 1501 M€). Em consequência, aumentou a maturidade média da dívida direta titulada. Quanto à dívida não titulada, de realçar o aumento homólogo do stock de Certificados do Tesouro (+5,7%). Relativamente à dívida no âmbito do PAEF, verificou-se uma descida 56,2 mil M€ para 51,6 mil M€, essencialmente devido ao reembolso antecipado de 4,7 mil M€ ao Fundo Monetário Internacional (FMI) que aconteceu em dezembro de 2018.

Tabela 5 – Dívida direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	jul/18	jun/19	jul/19	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	156 468	162 011	160 695	-0,8	2,7	65,5	-1 316	4 227
Curto prazo	19 591	20 599	18 090	-12,2	-7,7	7,4	-2 509	-1 501
Médio e longo prazo	136 878	141 412	142 606	0,8	4,2	58,1	1 193	5 728
Não titulada	31 418	32 482	32 531	0,2	3,5	13,3	49	1 113
Cert. Aforro	11 870	11 954	11 975	0,2	0,9	4,9	21	105
Cert. do Tesouro	15 971	16 842	16 880	0,2	5,7	6,9	38	909
Outra - ML prazo	3 577	3 686	3 676	-0,3	2,8	1,5	- 10	99
Contas margem	515	503	544	8,2	5,7	0,2	41	30
Assist. Financeira	56 252	51 628	51 628	0,0	-8,2	21,0	0	-4 624
Total	245 168	246 624	245 399	-0,5	0,1	100,0	-1 226	230
<i>Por memória:</i>								
Transaccionável	150 781	155 625	155 247	-0,2	3,0	63,3	- 378	4 466
Não Transaccionável	94 387	91 502	90 696	-0,9	-3,9	37,0	- 806	-3 691
Euro	236 105	242 326	241 015	-0,5	2,1	98,2	-1 311	4 910
Não euro	8 548	4 299	4 384	2,0	-48,7	1,8	85	-4 164
Contas margem	515	503	544	:	:	:	41	30

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.

20. No período janeiro—julho de 2019, registou-se uma diminuição da despesa com juros da dívida direta pública, em sentido contrário ao crescimento implícito no OE/2019. Até julho de 2019, a despesa com juros e outros encargos foi de 4880 M€ (Tabela 6), o que reflete um decréscimo de 3,5% quando comparado com igual período do ano anterior, sendo esta variação relativa de sinal contrário ao previsto para o conjunto do ano no OE/2019 para o conjunto do ano (3,1%). A diminuição da despesa com juros e encargos sobre a dívida direta do Estado foi determinada, essencialmente, pelo decréscimo no pagamento de juros das Obrigações do Tesouro (OT), de 3643 M€ para 3430 M€, refletindo uma variação de - 5,8%, refletindo o vencimento de uma série em junho de 2018 e a diminuição do saldo vivo da séries com datas de reembolso em junho de 2019 e 2020 por via das operações de recompra realizadas. De salientar também a descida na despesa com juros no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), de 743 M€ para 690 M€, por via da amortização antecipada ao FMI, de 4,7 mil M€, ocorrida em dezembro de 2018. Quanto aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros é negativo (33 M€) e decorre do facto de a curva de rendimentos da dívida soberana de Portugal evidenciar taxas de rentabilidade negativas para maturidades curtas. Relativamente aos juros pagos pelo Estado sobre títulos de dívida pública detidos pelo sector institucional Famílias, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro foi de 475 M€, refletindo um crescimento de 14,3% face ao período homólogo ano anterior. Esta taxa de crescimento foi superior à taxa de variação do stock médio destes instrumentos de dívida pública, indiciando um encargo superior com juros em resultado de pagamento de prémios de manutenção.⁵

⁵ Como exemplo deste perfil remuneratório, referira-se os Certificados do Tesouro "Poupança Mais": no 4.º e 5.º ano, ao valor da taxa fixa de juro fixada, acresce o prémio de 80% da taxa de crescimento médio real do PIB nacional verificada (pelo INE) nos últimos quatro trimestres conhecidos no mês anterior à data de pagamento de juros.

Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida
(em milhões de euros)

	2019							Execução Jan-jul		Tvh (%)	Execução 2018	Objectivo OE/2019	Grau de execução (%)	
	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	2018	2019				2018	2019
Juros da dívida pública	169	1 230	327	1 402	207	1 069	431	4 992	4 835	-3,1	7 063	7 267	70,7	66,5
Bilhetes do Tesouro	-10	0	-9	0	-7	0	-8	-19	-33	70,9	-35	-42	55,1	79,4
Obrigações do Tesouro	0	1 079	23	1 253	3	828	244	3 643	3 430	-5,8	4 842	4 926	75,2	69,6
Empréstimos PAEF	24	22	261	17	133	184	49	743	690	-7,1	1 178	1 162	63,1	59,4
Certif. de Aforro e do Tesouro	148	48	58	56	55	48	64	416	475	14,3	732	787	56,9	60,4
CEDIC / CEDIM	0	0	0	4	0	1	3	5	9	61,4	8	8	68,1	104,7
Outros	7	81	-6	72	24	7	79	204	264	29,6	339	426	60,1	62,0
Comissões	25	3	3	3	3	4	3	67	45	-32,0	82	100	81,2	45,2
Empréstimos PAEF	15	0	0	0	0	0	0	26	15	-43,9	28	26	95,0	56,1
Outros	10	3	3	3	3	4	3	40	31	-24,2	54	74	74,2	41,4
Juros e outros encargos pagos	194	1 233	331	1 405	211	1 073	434	5 058	4 880	-3,5	7 145	7 367	70,8	66,2
Tvh (%)	25,9	3,2	8,9	6,4	6,4	-26,9	3,4	-	-	-	-	3,1		

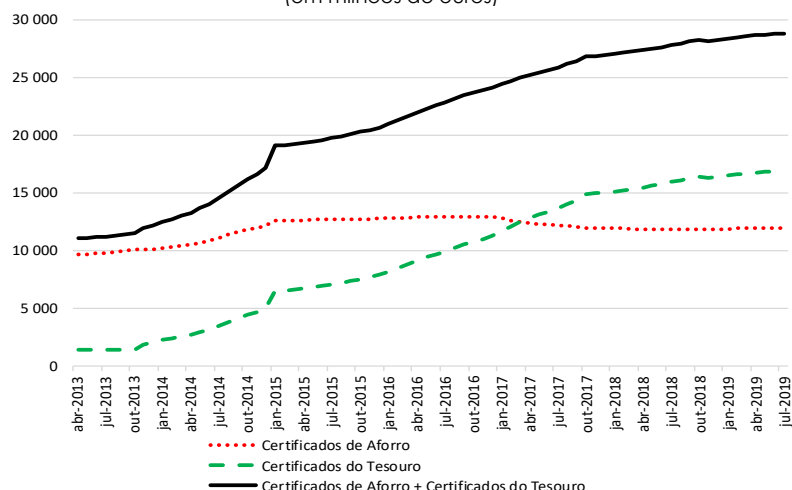
Por memória:

Juros recebidos de aplicações	-3	0	0	0	0	0	0	-2	-3	33	1	39	-371,6	-7,2
Juros e outros encargos líquidos	191	1 233	331	1 405	211	1 073	434	5 056	4 877	-3,5	7 146	7 406	70,8	65,9
Tvh (%)	24,2	3,4	8,9	6,4	6,3	-26,9	3,4	-	-	-	-	3,6		

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

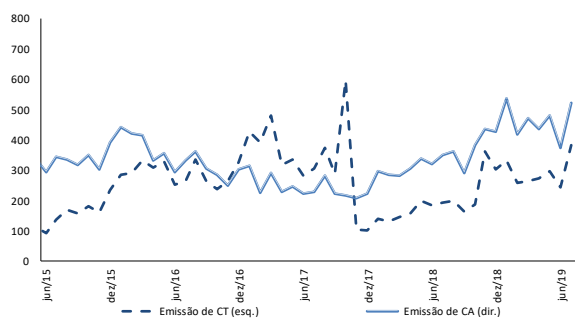
21. O montante total de dívida pública detida pelas famílias registou em julho de 2019 o valor mais elevado. Em julho de 2019 o agregado do stock de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro atingiu o valor de 28,9 mil M€. O montante de Certificados de Tesouro (CT) situou-se em 16,9 mil M€, o que reflete um aumento de 909 M€ em relação a julho de 2018 (Gráfico 11). De salientar que desde dezembro de 2018 o valor médio mensal de novas emissões líquidas tem sido positivo. Quanto aos Certificados de Aforro (CA), o stock situou-se em 12,0 mil M€ no final de julho de 2019, o que reflete uma subida homóloga de 105 M€ (Gráfico 12 e Gráfico 13). De salientar que, desde novembro de 2018, as emissões líquidas de Certificados de Aforro (CA) têm sido sempre positivas, interrompendo um ciclo negativo que decorria desde novembro de 2016. O aumento persistente em 2019 do montante de dívida pública detida pelas famílias é reflexo das taxas mais atrativas destes instrumentos face a outros produtos de poupança existentes no mercado com nível de risco aproximado; os depósitos a prazo têm oferecido taxas de remuneração a rondar os 0%.

Gráfico 11 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro
(em milhões de euros)



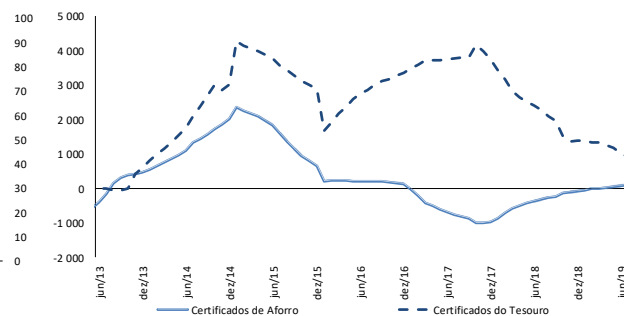
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 12 – Emissão bruta de Certificados de Aforo e Certificados do Tesouro
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 13 – Variação do stock de Certificados de Aforo e do Tesouro
(variação homóloga, em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

22. As novas emissões de Obrigações e Bilhetes do Tesouro, realizadas em julho e agosto de 2019, foram asseguradas a taxas de juros inferiores às registadas para a mesma maturidade em leilão anterior.

No dia 10 de julho, foi realizado um leilão no mercado de dívida soberana com maturidades a 10 anos e 25 anos no montante conjunto de 1023 M€ (Tabela 7). Dele resultaram as colocações OT 1,95% 15jun2029 com taxa de rentabilidade de 0,510% e OT 4,1% 15fev2045 com taxa de rentabilidade de 1,426%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em março de 2018 e junho de 2019, observou-se uma descida da taxa de rentabilidade para ambas as maturidades.⁶ No mercado monetário, foram realizados dois leilões conjuntos (um em julho e outro em agosto) de Bilhetes do Tesouro. No dia 17 de julho, foi efetuado um leilão com maturidades de 6 e 12 meses num total de 1500 M€, com taxas médias ponderadas de -0,454% e -0,431%. No dia 21 de agosto, foi efetuado um leilão com maturidades de 3 e 11 meses num total de 1000 M€, com taxas médias ponderadas de -0,563% e -0,557%. As emissões de Bilhetes de Tesouro realizadas em julho e agosto traduzem taxas de juros inferiores ao verificado em leilões anteriores. Em julho, as taxas de rentabilidade no mercado monetário registaram uma descida acentuada, mantendo-se negativas.

Tabela 7 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro

Instrumento	Obrigações do Tesouro		Bilhetes do Tesouro			
	jun/29	fev/45	jan/20	jul/20	nov/19	jul/20
Data da Transacção	10/jul	10/jul	17/jul	17/jul	21/ago	21/ago
Prazo	10 anos	25 anos	6 meses	12 meses	3 meses	11 meses
Montante Colocado (M€)	753	270	500	1000	250	750
Montante de Procura (M€)	1 188	455	972	1 635	1 090	1 535
Taxa média (%)	0,51	1,426	-0,454	-0,431	-0,563	-0,557
<i>Por memória:</i>						
Emissão anterior com maturidades iguais (data e taxa média em %)	jun/19	mar/18	mai/19	mai/19	jun/19	jun/19
	0,639	2,800	-0,396	-0,370	-0,425	-0,395

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

23. No dia 24 de julho de 2019 foram realizadas duas ofertas de troca de Obrigações do Tesouro com o objetivo de redução do stock de títulos de dívida pública com maturidade mais curta por contrapartida de títulos com maturidade mais longa, contribuindo para aumentar a maturidade média do stock de dívida pública. A oferta de troca permitiu uma descida dos reembolsos de títulos com vencimento em 2020 e 2021 no montante nominal de 256 e 541 M€, respetivamente (Tabela 8), por contrapartida de um acréscimo de títulos com maturidades em 2026 e 2028. As operações de recompra realizadas em 2019 contribuíram para a redução dos elevados montantes a reembolsar nos próximos anos (- 958 M€ em 2020 e - 1902 M€ em 2021), por contrapartida de aumentos dos montantes a reembolsar em anos que ainda não apresentam um elevado stock de reembolsos (2026 e 2028). Adicionalmente, este tipo de

⁶ No caso da OT 4,1% 15fev2045, a taxa de rentabilidade do leilão anterior, que ocorreu 16 meses antes, em março de 2018, teve uma taxa média significativamente mais elevada (2,800%).

operação permite o aumento da maturidade média da dívida pública titulada sem exigir a liquidez necessária decorrente da emissão de novas Obrigações do Tesouro com vencimento de longo prazo seguidas de posterior leilão de recompra de Obrigações do Tesouro com maturidade mais curta.

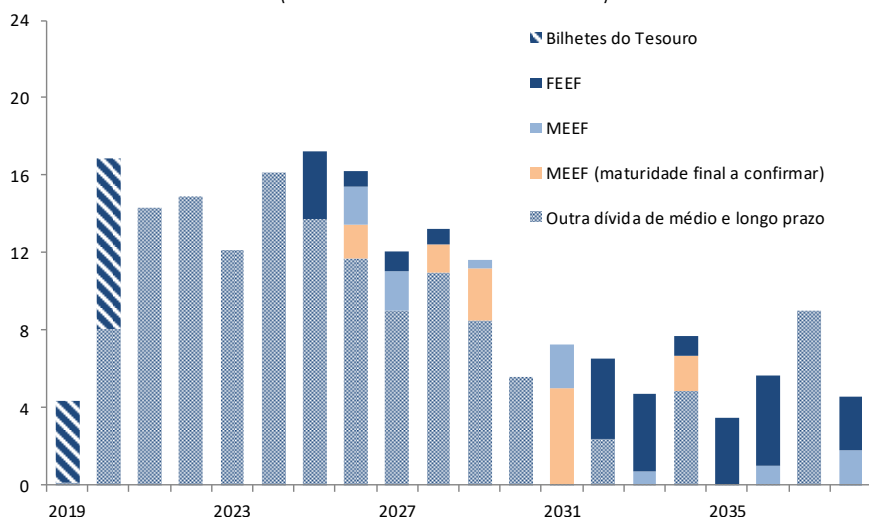
Tabela 8 – Oferta de troca de Obrigações do Tesouro

Instrumento	Obrigações do Tesouro compradas		Obrigações do Tesouro vendidas	
	OT 4,80% 15jun2020	OT 3,85% 15abr2021	OT 2,875% 21jul2026	OT 2,125% 17out2028
Maturidade	jun/21	abr/21	jul/26	out/28
Data da Transacção	24/jul	24/jul	24/jul	24/jul
Prazo	11 meses	21 meses	7 anos	111 meses
Montante (M€)	256	541	321	476
Preço médio	104,69%	107,59%	119,55%	116,30%

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

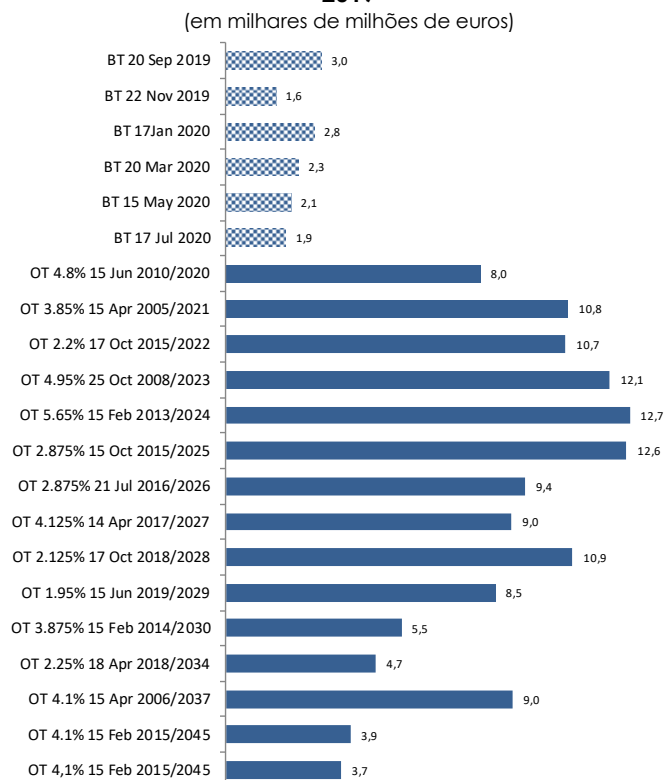
24. Comparando julho de 2019 com julho de 2018, verifica-se uma redução no reembolso dos títulos de dívida pública a médio e longo prazo previsto para os anos 2021 e 2025. Tendo por referência o *stock* de dívida pública de títulos de médio e longo prazo em 31 de julho de 2019 e o período até 2038, o perfil de amortização concentra-se, essencialmente, nos anos 2021 a 2025 (Gráfico 14 e Gráfico 15). A 31 julho de 2019, o *stock* total de títulos de dívida de médio e longo prazo com reembolso entre 2021 e 2025, totalizava um montante aproximado de 74,7 mil M€, que reflete uma diminuição de cerca de 4,7 mil M€ face ao período homólogo de 2018. Para esta evolução contribuiu o reembolso realizado por Portugal em dezembro de 2018 do remanescente da dívida ao FMI no valor de 4,7 mil M€. Com efeito, os empréstimos no âmbito do PAEF desceram para 51,6 mil M€, os quais se desagregam em 27,3 mil M€ do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF) e 24,3 mil M€ do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF). Neste contexto, é de salientar que, à data de fecho da informação para este relatório, o Governo solicitou autorização junto dos credores europeus para antecipar para 2019 o pagamento ao MEEF de uma fatia de 2 mil M€. Paralelamente, foram realizadas operações de gestão da dívida pública como leilões de oferta de troca de OT (com amortização estendida no tempo) com os objetivos de atenuar e alisar os picos de amortização, bem como de reduzir os custos associados aos juros da dívida pública, aproveitando as condições de mercado atuais, que permitem a contratualização de taxas médias de juros inferiores. Os parágrafos acima deram conta dessas operações. Neste particular, é de referir que 90% do montante de emissões de dívida de médio e longo prazo realizadas de janeiro a julho de 2019 tem vencimento superior a nove anos, e uma maturidade média de 11 anos. No entanto, durante o período 2019–2025 será necessário amortizar cerca de 83 mil M€ de dívida de títulos de médio e longo prazos, destacando-se, pela sua dimensão, os anos 2021 (amortização de 14,3 mil M€), 2022 (14,9 mil M€), 2024 (16,1 mil M€) e 2025 (17,3 mil M€) — (Gráfico 14).

Gráfico 14 – Perfil de amortização em 31 de agosto de 2019
(em milhares de milhões de euros)



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

Gráfico 15 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 31 de agosto de 2019



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

3.3 Dívida pública na definição de Maastricht⁷

3.3.1 Alterações metodológicas

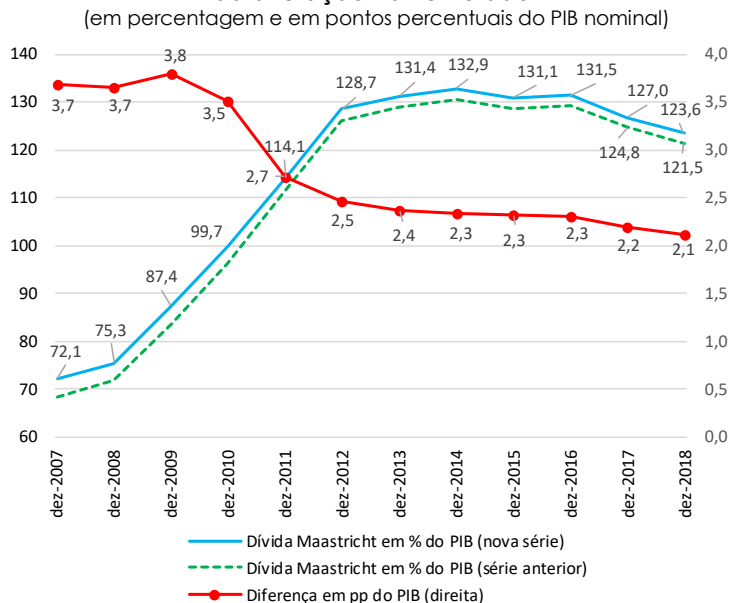
25. Aconteceram recentemente duas alterações metodológicas na produção das estatísticas que servem de base à construção do rácio da dívida na aceção de Maastricht. A primeira foi a inclusão do valor capitalizado dos juros dos Certificados de Aforro no conceito de *stock* deste instrumento de dívida. Afeta o numerador do rácio da dívida pública de Maastricht que a UTAO costuma apreciar nesta coleção. A segunda foi a alteração na série de PIB a preços de mercado que resultou da revisão da base das contas nacionais e que impacta diretamente no denominador daquele rácio. Ambas as decisões das autoridades estatísticas alteram para o futuro e para o passado a série desta dívida sem que na realidade nada se tenha alterado nas responsabilidades objetivas do devedor — o Estado já tinha assumido a obrigação de pagar o valor futuro dos juros, nos momentos de reembolso, pelo que a alteração metodológica, ao forçar a reflexão dessa obrigação no próprio valor do *stock*, acaba por dar mais transparência a este instrumento de financiamento público. A bem da clareza, importa dar conta do impacto separado de cada uma destas decisões metodológicas sobre o rácio da dívida pública de Maastricht em percentagem do PIB.

26. O Eurostat efetuou em agosto uma alteração metodológica nas estatísticas da dívida pública, tendo impacto significativo essencialmente no nível, mas sem efeito relevante nas variações. Concretamente, a alteração metodológica reflete apenas os valores da capitalização de juros associada aos Certificados de Aforro (instrumento de dívida pública detido pelo sector institucional Famílias, e cujo valor capitalizado dos juros passou agora a integrar o *stock* de dívida pública de Maastricht; no passado,

⁷ A “dívida na definição 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. 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.](#)

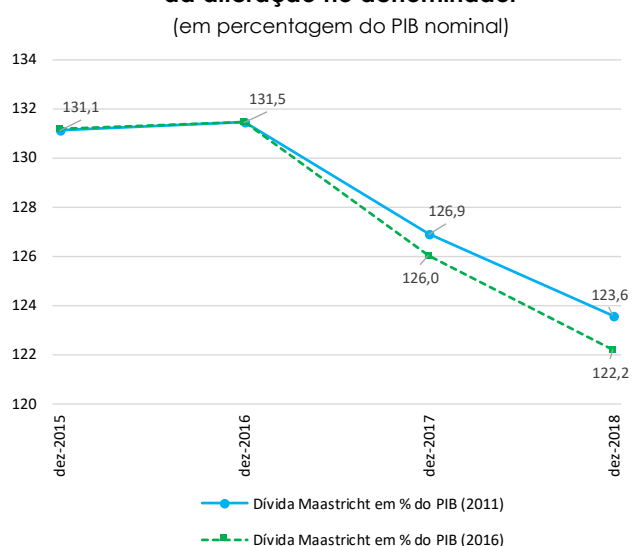
os juros deste instrumento não contavam como dívida, mas sim como pagamento de encargos da dívida). A título de exemplo, o stock nominal de dívida pública no final do ano de 2018 foi revisto em alta em 4258 M€, pelo que passou de 244,9 mil M€ para 249,2 mil M€. Consequentemente, o rácio entre a dívida pública de Maastricht e o PIB nominal foi revisto em agosto de 2019 de 121,5% para 123,6% (Gráfico 16).

Gráfico 16 – Comparação entre séries da dívida pública de Maastricht: efeito da alteração no numerador



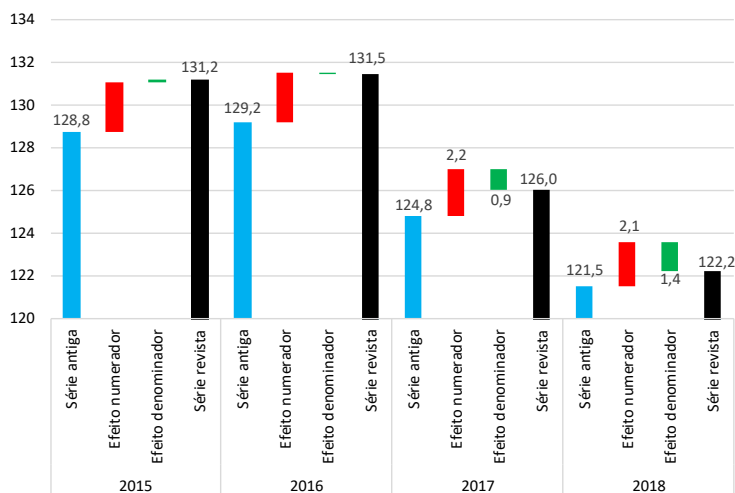
27. Adicionalmente, a alteração estatística efetuada pelo INE em setembro de 2019 no âmbito da base das contas nacionais, passando-a do ano 2011 para 2016, causou uma revisão em alta do PIB nominal, contribuindo para a revisão em baixa do rácio da dívida pública. As autoridades estatísticas nacionais reveem periodicamente a base das contas nacionais ao abrigo de um procedimento harmonizado a nível europeu. No caso concreto, o INE alterou a base das séries de contas nacionais do ano 2011 para o ano 2016, e esta mudança acarretou diferenças significativas nos valores do PIB nominal dos anos completos de 2017 e 2018. Com efeito, a título de exemplo, o rácio da dívida pública para 2018 foi revisto de 123,6% do PIB (inclui revisão metodológica sobre os Certificados de Aforro ocorrida em agosto de 2019) para 122,2% do PIB (Gráfico 17). De referir que, para os anos anteriores, as revisões do PIB nominal não tiveram efeitos tão significativos no rácio da dívida pública.

Gráfico 17 – Comparação entre séries da dívida pública de Maastricht: efeito da alteração no denominador



28. É possível juntar os dois efeitos e ter uma noção agregada dos mesmos. O efeito numerador (tratamento novo dos juros dos Certificados de Aforro) puxa o rácio para cima, enquanto que o efeito denominador (revisão da série do PIB) o empurra para baixo. O Gráfico 18 combina os dois efeitos, mostrando a magnitude, em pontos percentuais de PIB nominal, de cada um. O efeito da inclusão do valor capitalizado dos juros é mais avultado nos quatro anos exibidos, e o efeito da revisão da base das contas nacionais é notado nos anos de 2017 e 2018.

Gráfico 18 – Decomposição das revisões ao rácio da dívida pública
(em percentagem e em pontos percentuais do PIB nominal)



Fontes: Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística e cálculos da UTAO.

3.3.2 Evolução na dívida pública de Maastricht em 2019

29. No final de julho de 2019, o montante nominal da dívida pública bruta na ótica de Maastricht foi de 251 mil M€, sendo inferior ao verificado no final do mês homólogo em 1,5 mil M€. Esta evolução anual foi determinada por uma descida dos empréstimos de longo prazo, o que foi compensado parcialmente pelo aumento dos títulos de longo prazo e do numerário e depósitos. De acordo com a informação publicada pelo Banco de Portugal, a dívida pública bruta na ótica de Maastricht situou-se em 251 mil M€ no final de julho de 2019, o que representa uma redução homóloga nominal de 1496 M€. Relativamente à dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas, verificou-se um aumento homólogo de 2599 M€, de 231,9 mil M€ para 234,5 mil M€. Com efeito, o montante total de ativos (depósitos) das Administrações Públicas que se encontram incluídos na definição de dívida líquida de Maastricht diminuiu 4095 M€ em termos homólogos, de 20,6 mil M€ para 16,5 mil M€.

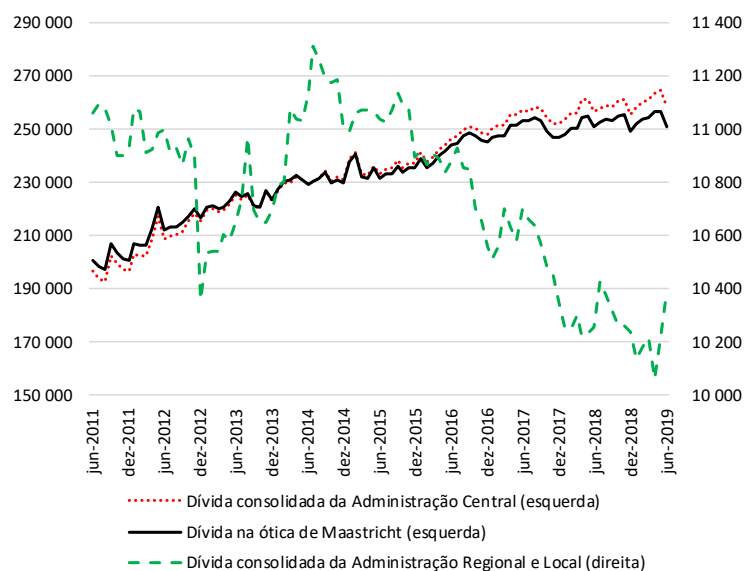
30. O instrumento que apresenta maior peso na dívida bruta de Maastricht corresponde aos títulos emitidos, sendo que totalizam mais de metade da dívida pública e aumentaram o peso relativo face ao mês homólogo. No final de julho de 2019, o montante de dívida pública sob a forma de títulos foi de 150,9 mil M€, o que corresponde a um peso de 60,1% do agregado total e refletindo um crescimento homólogo de 2609 M€. Em sentido contrário, a dívida pública sob a forma de empréstimos por parte das Administrações Públicas situou-se em 68,6 mil M€ no final de julho de 2019, tendo caído 5289 M€ durante o último ano devido, sobretudo, aos reembolsos antecipados no âmbito do PAEF. Este efeito tornou-se mais acentuado em dezembro de 2018 devido ao reembolso do remanescente do empréstimo do FMI (desenvolvimento já apreciado no contexto da Subsecção 3.2. Quanto à dívida pública sob a forma de numerário e depósitos, o montante no final de julho de 2019 situou-se em 30,8 mil M€, refletindo um acréscimo homólogo de 1183 M€, o qual foi determinado essencialmente pelo aumento do stock de Certificados do Tesouro detidos pelo sector institucional Famílias.

31. Por subsector, a dívida pública de Maastricht no final do 2.º trimestre de 2019 registou um aumento homólogo na Administração Central e no conjunto da Administração Regional e Local.⁸ No final de junho

⁸ Neste relatório, o parágrafo relativo à dívida por subsector refere-se à definição de Maastricht, pelo que excluiu créditos comerciais.
RELATÓRIO UTAO N.º 14/2019 • Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019

de 2019, o *stock* da dívida consolidada dentro da Administração Central na ótica de *Maastricht* situou-se em 258,4 mil M€ (Gráfico 19), o que corresponde a um acréscimo homólogo 1,9 mil M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o montante de dívida de *Maastricht* no final de junho de 2019 (10,4 mil M€) ficou acima em 135 M€ do registado no final do trimestre homólogo. Num horizonte mais alargado, desde junho de 2011 verifica-se um aumento da dívida de *Maastricht* na Administração Central e uma descida no conjunto da Administração Regional e Local (Gráfico 19). Adicionalmente, de realçar a concessão de créditos entre subsectores das Administrações Públicas, sendo que estes aumentaram de 15,7 mil M€ no final do 2.º trimestre de 2018 para 17,6 mil M€ no final do 2.º trimestre de 2019. A Administração Central é tipicamente credora face às Regiões Autónomas e aos governos locais.

Gráfico 19 – Desagregação subsectorial da dívida de *Maastricht*
(em milhões de euros)

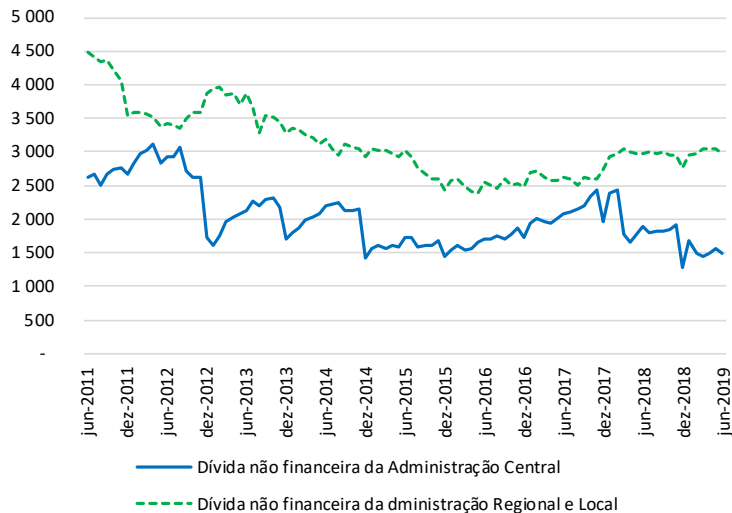


Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector.

3.4 Dívida não financeira

32. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final do 2.º trimestre de 2019 foi inferior ao registado no final do trimestre homólogo. O [Relatório UTAO n.º 26/2018, de 14 de setembro](#) iniciou o acompanhamento dos passivos não financeiros das Administrações Públicas. No presente relatório, analisa-se apenas a categoria designada como dívida comercial que, basicamente, regista as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Em contabilidade nacional, um aumento no *stock* de passivos comerciais em determinado ano é incluído no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. Contudo, este endividamento não é incluído na definição *Maastricht* de dívida pública. Com efeito, 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. No final do 2.º trimestre de 2019, as Administrações Públicas registaram um *stock* de dívida comercial de 4477 M€ (Gráfico 20), o que corresponde a uma descida homóloga de 399 M€. A dívida comercial representou no final de junho de 2019 cerca de 1,8% da dívida de *Maastricht*. Por subsectores, observou-se uma redução homóloga (388 M€) deste *stock* na Administração Central para 1501 M€, sendo acompanhado pela ligeira descida (11 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (2976 M€ no final de junho de 2019).

Gráfico 20 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

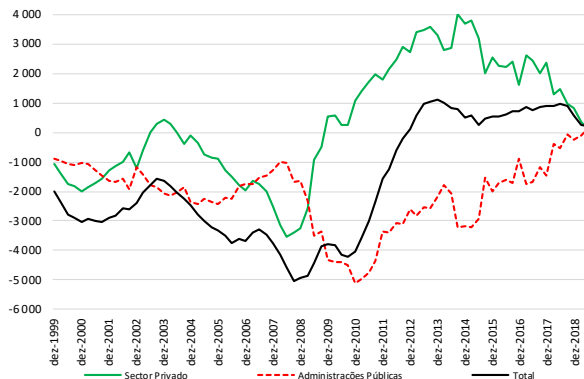
33. Esta secção inaugura uma nova dimensão de análise na coleção de relatórios da UTAO consagrada ao financiamento da economia e à dívida pública. A dívida pública tem sido e continuará a constituir uma restrição importante no desenvolvimento económico português. A dívida externa desempenha, no mínimo, a mesma importância. Ambas as restrições estão interligadas e, tanto a experiência nacional como a experiência internacional, estão recheadas de exemplos de transmissão de efeitos nos dois sentidos. Justifica-se, por isso, que na sua publicação regular sobre dívida pública a UTAO passe também a acompanhar a restrição externa da economia portuguesa. A Caixa 1 explica os conceitos utilizados nos parágrafos seguintes.

34. Tendo por referência o ano terminado no final de cada trimestre, no 2.º trimestre de 2019 a economia Portuguesa apresentou capacidade de financiamento, mas com o valor mais baixo desde o 1.º trimestre de 2013. O sector privado registou a capacidade de financiamento mais baixa desde o 4.º trimestre de 2009, enquanto o sector institucional das Administrações Públicas registou, pela primeira vez, uma capacidade de financiamento. A evolução do saldo orçamental das Administrações Públicas e da dívida pública tem efeitos no financiamento da economia portuguesa. No ano terminado no 2.º trimestre de 2019, Portugal apresentou capacidade de financiamento, tendo o sector institucional das Administrações Públicas registado um contributo positivo ligeiramente superior ao contributo positivo do sector privado. Na presente análise, o sector privado corresponde aos restantes sectores institucionais: famílias, sociedades financeiras e sociedades não financeiras. A economia portuguesa apresentou no ano terminado no 2.º trimestre de 2019 capacidade de financiamento (valores positivos da curva preta no Gráfico 21) no montante de 879 M€ (0,4% do PIB), desagregando-se entre uma capacidade de financiamento de 424 M€ (0,2% do PIB) no sector privado e uma capacidade de financiamento no sector das Administrações Públicas no montante de 455 M€ (0,2% do PIB). Este resultado reflete, no entanto, uma deterioração homóloga, pois a economia portuguesa passou de uma capacidade de financiamento de 2952 M€ no ano terminado no 2.º trimestre de 2018 para a referida capacidade de financiamento de 879 M€ no ano terminado no 2.º trimestre de 2019. A diminuição desta capacidade resulta da deterioração no sector privado (de uma capacidade de financiamento de 5892 M€ para 424 M€), tendo sido compensada parcialmente pela melhoria do saldo orçamental das Administrações Públicas (de – 2061 M€ para + 455 M€).

35. Relativamente à decomposição do sector privado, os sectores institucionais Sociedades Financeiras e Famílias apresentaram capacidade de financiamento no ano terminado no 2.º trimestre de 2019. Já o sector institucional Sociedades Não Financeiras registou necessidade de financiamento. Contudo, os sectores institucionais Famílias e Sociedades Não Financeiras registaram deteriorações em

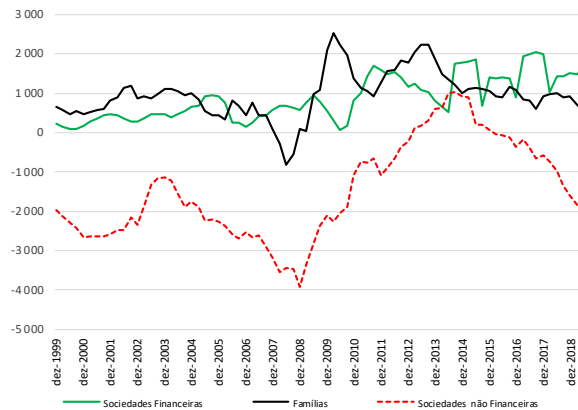
comparação com o período homólogo. O sector institucional Famílias registou no ano terminado no 2.º trimestre de 2019 uma capacidade de financiamento (Gráfico 22) no montante de 2168 M€, refletindo uma deterioração face ao período homólogo de 3999 M€. Relativamente às Sociedades Não Financeiras, estas registaram uma necessidade de financiamento no ano terminado no 2.º trimestre de 2019 no montante de 8319 M€, o que representa uma deterioração em comparação com o período homólogo (3869 M€ no ano terminado no 2.º trimestre de 2018). Em sentido oposto, a capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras aumentou de 5762 M€ para 6574 M€ no mesmo período.

Gráfico 21 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado
(milhões de euros em média móvel a 4 trimestres)



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

Gráfico 22 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado
(milhões de euros em média móvel a 4 trimestres)



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

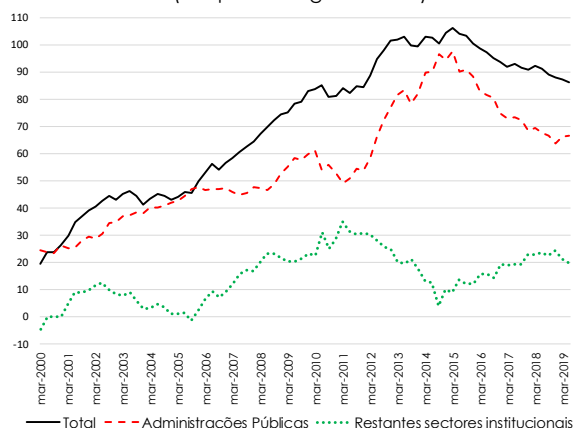
36. O peso da dívida externa no PIB desceu entre o 2.º trimestre de 2018 e o 2.º trimestre de 2019, o que contribuiu para um aumento da posição líquida de investimento internacional (PII). A dívida externa líquida é uma das subcomponentes da PII, ou seja, é constituída pela agregação das categorias funcionais "investimento de carteira", "investimento direto" e "outro investimento".⁹ O valor da dívida externa líquida de Portugal passou de 91,5% do PIB no 2.º trimestre de 2018 para 86,5% no 2.º trimestre de 2019 (Gráfico 23), sendo que as Administrações Públicas são o subsector que apresenta o maior montante para a dívida externa líquida da economia portuguesa (67,7% do PIB no 2.º trimestre de 2018 e 66,8% do PIB no 2.º trimestre de 2019).¹⁰ As outras instituições financeiras monetárias apresentaram o principal contributo para a redução da dívida externa líquida (de 7,1% do PIB no 2.º trimestre de 2018 e 3,6% do PIB no 2.º trimestre de 2019). Apesar da PII permanecer negativa, verificou-se uma evolução positiva durante o último ano, o que reflete um aumento da PII de - 104,7% no final do 2.º trimestre de 2018 para - 99,2% no final do 2.º trimestre de 2019 (Gráfico 24).¹¹ Para esta melhoria da PII, contribuíram, essencialmente, o subsector Outras Instituições Financeiras Monetárias (+2,9 p.p. do PIB) e o sector Administrações Públicas (+1,2 p.p. do PIB).

⁹ A PII é formada pelas categorias funcionais "investimento de carteira", "investimento direto", "outro investimento", "ativos de reserva" e "derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados".

¹⁰ Contudo, importa realçar que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que por sua vez é direcionado para o financiamento do sector institucional Administrações Públicas.

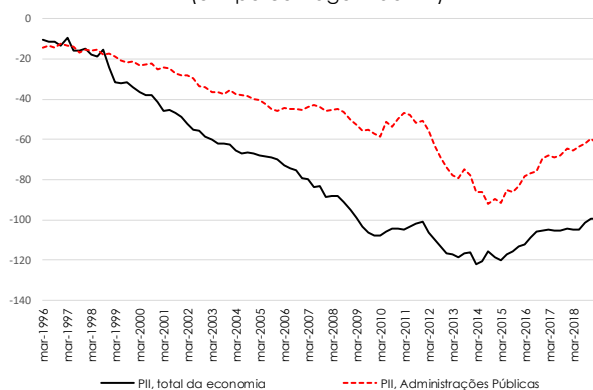
¹¹ De realçar que os valores da PII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado, enquanto na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

Gráfico 23 – Dívida externa líquida
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: o denominador foi já calculado com a nova série do PIB nominal (base de 2016).

Gráfico 24 – Posição líquida de investimento internacional
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: o denominador foi já calculado com a nova série do PIB nominal (base de 2016)

Caixa 1 – Decomposição do financiamento da economia entre variáveis *stock* e variáveis fluxos

Esta caixa visa explicar os conceitos subjacentes às estatísticas apresentadas e apreciadas na Secção 4.

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

A capacidade ou necessidade da economia nacional num determinado ano traduz a situação da mesma perante o exterior ou resto do mundo. Aritmeticamente, corresponde à soma da balança comercial, da balança de rendimentos primários, da balança de rendimentos secundários e da balança de capital nesse ano — equações (1) e (2).

$$\text{Capacidade ou necessidade de financiamento}_t = \text{Balança corrente}_t + \text{Balança Capital}_t \quad (1)$$

$$\text{Balança Corrente}_t = \text{Bal. Comercial}_t + \text{Bal. de Rendimentos Primários}_t + \text{Bal. de Rendimentos Secundários}_t \quad (2)$$

Os fluxos acumulados, ao longo dos anos, de necessidade (ou capacidade) de financiamento são o principal fator para a determinação da Posição de Investimento Internacional (PII) de um país.

Ao *stock* da PII do ano anterior é adicionado o fluxo anual da capacidade/necessidade de financiamento anual (equação 1), o que em conjunto com outros fatores (tais como efeito preço, efeito cambial e outros ajustamentos), determinam a PII do ano corrente (equação 3). De referir que a capacidade/necessidade de financiamento é um conceito de contas nacionais, o que, salvo discrepâncias estatísticas, corresponde à balança financeira:

$$PII_t = PII_{t-1} + \text{Balança Financeira}_t + \Delta\text{Preço}_t + \Delta\text{Cambial}_t + \text{Outros ajustamentos}_t \quad (3)$$

Adicionalmente, o *stock* da PII pode ser desagregado, quer por sector institucional, quer por categoria funcional. As categorias funcionais incluem o investimento direto, o investimento de carteira, o outro investimento, os ativos de reserva e os derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados. O saldo para cada subsector ou categoria funcional é obtido pela diferença entre ativo e passivo.

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

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



UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

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

<http://www.parlamento.pt/sites/COM/XIIIILEG/5COFMA/Paginas/utao.aspx>