

Relatório UTAO n.º 35/2018

Condições dos mercados e evolução da dívida pública: janeiro a outubro de 2018

Coleção: Acompanhamento do financiamento da economia e da
dívida pública

28 de novembro de 2018

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 e Jorge Faria Silva.

Modelo de documento elaborado por António Antunes.

Título: Condições dos mercados e evolução da dívida pública: janeiro a outubro de 2018

Coleção: Acompanhamento do financiamento da economia e da dívida pública

Relatório UTAO N.º 35/2018

28 de novembro de 2018

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

Índice geral

1. INTRODUÇÃO	2
2. CONDIÇÕES DE MERCADO.....	2
2.1. ORIENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NAS ÁREAS DO EURO E DO DÓLAR	2
2.2. MERCADOS ACIONISTA, CAMBIAL E DO PETRÓLEO	3
2.3. MEDIDAS NÃO CONVENCIONAIS DA POLÍTICA MONETÁRIA DO EURO	4
2.4. DÍVIDA SOBERANA DA EUROPA	5
3. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA	8
3.1. DÍVIDA DIRETA DO ESTADO	8
3.2. DÍVIDA PÚBLICA NA DEFINIÇÃO DE MAASTRICHT	13
3.3. DÍVIDA NÃO FINANCEIRA	14

Índice de gráficos

Gráfico 1 – Taxa de juro obrigações soberanas a 10 anos da Alemanha e dos EUA	3
Gráfico 2 – Cotação do euro-dólar	4
Gráfico 3 – Preço do petróleo (<i>dated brent</i>)	4
Gráfico 4 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em outubro de 2018	5
Gráfico 5 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início em março de 2015	5
Gráfico 6 – Evolução das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos dos países periféricos	7
Gráfico 7 – Evolução da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública italiana.....	7
Gráfico 8 – Evolução diária em outubro da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa	8
Gráfico 9 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa	8
Gráfico 10 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro	11
Gráfico 11 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro	11
Gráfico 12 – Variação do stock de Certificados de Aforro e do Tesouro.....	11
Gráfico 13 – Perfil de amortização em 31 de outubro de 2018	12
Gráfico 14 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 31 de outubro de 2018 (em milhares de milhões de euros)	13
Gráfico 15 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i>	14
Gráfico 16 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas	15

Índice de tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos	5
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos	6
Tabela 3 – Restrição orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública	9
Tabela 4 – Dívida direta do Estado	10
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida	10
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro.....	12

Nos meses de outubro e novembro observou-se um aumento da volatilidade nos mercados acionistas e do petróleo nas economias avançadas. Foi acompanhada por comportamentos de aversão ao risco e significativas correções na generalidade dos índices bolsistas, bem como por uma queda rápida nas cotações do “brent”. Na área do euro, o mercado da dívida soberana funcionou como um ativo de refúgio em outubro, verificando-se o recuo das taxas; porém, a acumulação de tensões nesta região, decorrentes do Brexit e do plano orçamental italiano para 2019, trouxe as taxas de nova para cima nas primeiras três semanas de novembro, com exceção das do título alemão.

No final de setembro de 2018, o montante de dívida direta do Estado é ligeiramente inferior ao observado no final do mês homólogo (-191 M). Quanto à estrutura das maturidades, de realçar o acréscimo do “stock” da dívida titulada de médio e longo prazo e a descida do de curto prazo, bem como a redução do montante em dívida no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). Este movimento assimétrico contribuiu para o alongamento da maturidade média da dívida titulada.

No final do 3.º trimestre de 2018, a dívida nominal bruta das Administrações Públicas na definição de Maastricht atingiu 249 mil M€, refletindo uma descida homóloga de 276 M€. Os depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas desceram 2287 M€, sendo que a dívida de Maastricht líquida desses depósitos atingiu 223,7 mil M€ no final de setembro de 2018, refletindo um aumento homólogo de 2011 M€.

Quanto à dívida comercial, os passivos das Administrações Públicas nesta categoria somaram 4435 M€ no final de agosto de 2018, sendo equivalente a 1,8% da dívida de Maastricht e refletindo uma descida homóloga de 186 M€. Por subsector, verificou-se uma descida na Administração Central, mas uma subida no conjunto da Administração Local e Regional, sendo que esta representa cerca de 59% da dívida comercial do sector das Administrações Públicas.

1. Introdução

1 Este relatório insere-se na coleção de publicações periódicas que monitoriza os desenvolvimentos mensais na dívida das Administrações Públicas. Proximamente, os números desta coleção passarão 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 O texto está assim organizado. A Secção 2 apresenta as principais evoluções nos mercados financeiro e cambial que enquadraram a evolução da dívida soberana, registadas desde o início de 2018 e com maior destaque para as novidades no mês de outubro. 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.

4 Neste relatório, considerou-se adequado integrar na análise das condições de mercado (Secção 2) os dados disponíveis até dia 21 de novembro (em vez de terminar, como é habitual, no final do mês anterior à publicação do relatório), uma vez que os trabalhos da UTAO relativos à Proposta de Orçamento do Estado para 2019 determinaram o adiamento da publicação em cerca de duas semanas. Espera-se que a maior proximidade ao tempo real da informação de base compense o adiamento referido, em termos do interesse e da oportunidade da análise.

2. Condições de mercado

2.1. Orientação da política monetária nas áreas do euro e do dólar

5 Na área do euro, o Banco Central Europeu (BCE) decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretoras, bem como o calendário do programa alargado de compras de ativos (APP), permanecendo a sua política monetária num nível considerado largamente acomodaticio. Na sua reunião de 25 de outubro, o Conselho de Governadores do BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretoras, reafirmando a sua determinação de preservar a orientação atual da política monetária até ao Verão de 2019 e em

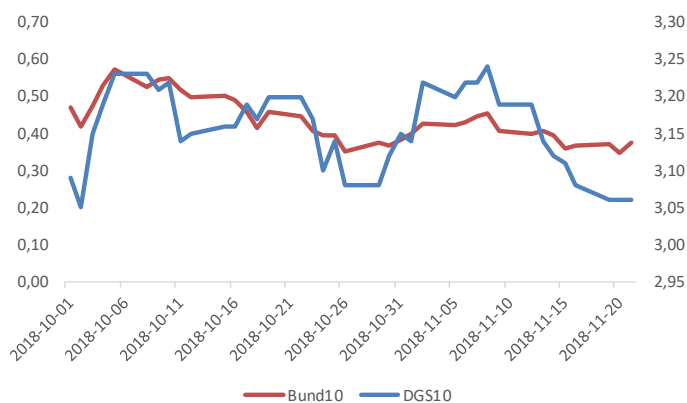
qualquer caso enquanto for considerado necessário para assegurar a convergência sustentada da inflação para um nível ligeiramente inferior a 2% no médio prazo. Relativamente aos instrumentos de política monetária não convencional, no âmbito do APP, o montante de compras líquidas mensais foi reduzido para 15 mil M€ em outubro, devendo manter-se a este nível até à cessação do programa no final do ano. A partir dessa data, o objetivo será reinvestir os montantes dos títulos de dívida que atingirem a maturidade no sentido de manter as condições de liquidez favoráveis e o carácter acomodaticia da política monetária. Na sua análise aos desenvolvimentos da área do euro, o Conselho considerou as perspetivas globalmente equilibradas, embora se mantenham os riscos relacionados com protecionismo, volatilidade dos mercados financeiros e vulnerabilidades dos mercados emergentes. No respeitante aos indicadores económicos, considerou o crescimento da área do euro mais fraco do que o desejável, mas suportado por um nível de preços gradualmente crescente, que parecem indicar um cenário de retoma consistente. Os dados da estimativa rápida para outubro posteriormente divulgados pelo Eurostat sustentam estas conclusões, uma vez que no terceiro trimestre de 2018 se registou na área do euro um crescimento do PIB de 0,2% em cadeia e de 1,7% em termos homólogos, representando, em ambos os casos, uma desaceleração face ao período anterior. A taxa de inflação, aferida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor no mês de outubro foi de 2,2%, o que representa uma subida de 0,1 p.p. face ao mês anterior. Em termos homólogos, observou-se um crescimento de 0,8 p.p..

6 O Federal Open Market Committee (FOMC) manteve as taxas de juro diretoras nos Estados Unidos, sendo antecipada uma nova subida em dezembro. Na reunião de 8 de novembro, o FOMC decidiu manter inalteradas as taxas de juro dos *fed funds* no intervalo 2,00% – 2,25%. No seu comunicado, o Presidente salientou os dados positivos da economia norte americana, designadamente a robustez do mercado de trabalho e do consumo interno (não obstante a desaceleração na formação bruta de capital fixo), bem como a evolução do nível dos preços, situando-se a inflação em linha com o objetivo de 2%. Este discurso parece fornecer alento à expectativa de uma nova subida da taxa em dezembro. De referir ainda que, a partir de setembro, nos seus comunicados à imprensa, a Reserva Federal deixou de descrever a sua política monetária como acomodaticia, o que foi interpretado pelas forças de mercado como um indicador de que a instituição poderá assumir uma política mais neutral. No referente aos instrumentos de política monetária não convencional, esta autoridade encontra-se a diminuir gradualmente o seu *stock* de dívida pública líquida e, a partir de outubro, subiu para 50 mil M\$ o limite mensal de não reinvestimento de amortizações recebidas relativas a títulos que atingem a maturidade.

2.2. Mercados acionista, cambial e do petróleo

7 Os mercados bolsistas globais apresentaram em outubro e novembro significativas correções, com aumento da volatilidade e fortes comportamentos de aversão ao risco, erodindo os ganhos anuais. Nos mercados acionistas, nos meses de outubro e novembro ressurgiram comportamentos de aversão ao risco que provocaram fortes correções nos índices: *S&P500*: -9,1%; *Dow Jones Industrial*: -7,5%; *Eurostoxx50*: -7,2%; *Footsie 100*: -6,1%; *Nikkei*: -10,8%. Estas depreciações erodiram os ganhos anuais, passando as variações acumuladas daqueles índices desde o início de 2018 a ser: *S&P500*: -0,9%; *Dow Jones Industrial*: -1,4%; *Eurostoxx50*: -10,0%; *Footsie 100*: -8,3%; *Nikkei*: -5,5%. O índice de volatilidade VIX voltou a registar cotações na casa dos 20 USD, o que não acontecia desde abril. Nos EUA, a decisão da Reserva Federal de subir as taxas de juro de referência, na sua reunião de 25 e 26 de setembro, foi recebida com críticas por parte do Presidente Donald Trump, gerando um sentimento de insegurança nos agentes de mercado relativamente ao ritmo de normalização da política monetária. O clima de discórdia institucional e a deterioração continuada das relações comerciais com a China, associados ao abrandamento do investimento no terceiro trimestre, motivaram receios de que as tensões geopolíticas se traduzam na erosão das margens de lucro e em perdas de rentabilidade das empresas norte-americanas, somando-se à instabilidade prévia, com movimentos de vendas maciças de ativos (*sell off*). Estas impactaram inicialmente o mercado acionista norte americano, estendendo-se depois às principais bolsas asiáticas e às

Gráfico 1 – Taxa de juro obrigações soberanas a 10 anos da Alemanha e dos EUA
(em percentagem)

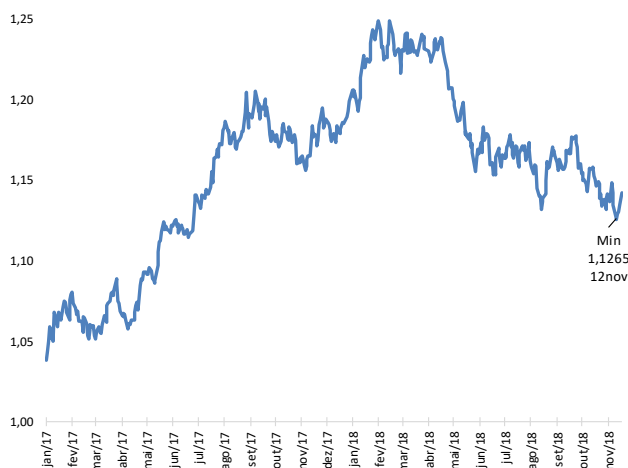


Fonte :Thomson Reuters e IGCP.

economias avançadas. A Europa foi afetada pelo sentimento negativo global, mas também pela confirmação do abrandamento económico na zona euro e na Alemanha e pelas tensões entre a Comissão Europeia e o governo populista italiano, bem como pelas incertezas em torno do acordo para o Brexit. Os mercados da dívida soberana beneficiaram destes sentimentos de aversão ao risco, funcionando como ativo de refúgio: entre 30 de setembro e 21 de novembro, as taxas de juro das obrigações alemãs com maturidade a 10 anos reduziram-se 9,5 p.b. e as norte-americanas 1,0 p.b. (vide Gráfico 1).

8 O euro continuou a depreciar-se face ao dólar, penalizado pelas fortes correções dos principais mercados bolsistas em outubro e novembro. A divulgação dos indicadores económicos confirmou também os diferentes ritmos de crescimento entre a zona euro e a economia norte-americana. O euro continuou a desvalorizar-se face ao dólar, com uma depreciação acumulada de 4,7% em 2018 (vide Gráfico 2), renovando um novo mínimo anual a 12 de novembro (1,1265 EUR/USD). O euro foi penalizado pelas fortes correções dos mercados bolsistas, mas também por outros indicadores divulgados, que confirmam o abrandamento da zona euro e da sua principal economia (Alemanha), em contraste com a robustez da criação de emprego e do crescimento do PIB na economia norte-americana.

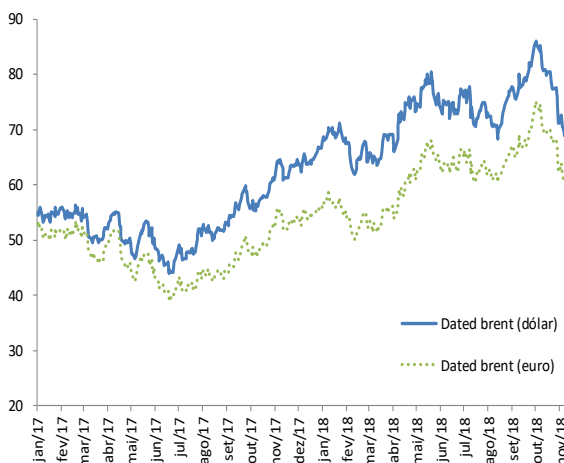
Gráfico 2 – Cotação do euro-dólar
(1 EUR = X USD)



Fonte: BCE.

9 Em outubro, o preço do petróleo (dated Brent) atingiu o seu máximo anual e em novembro, o seu mínimo, sendo este período marcado por uma elevada volatilidade e uma desvalorização de 29%. A cotação internacional do petróleo (dated Brent) atingiu o seu máximo anual (86,07 USD/barril) em outubro e o seu mínimo (61,11 USD/barril) a 21 de novembro, com uma desvalorização de 29% neste período (Gráfico 3).¹ Para esta acentuada volatilidade terá contribuído a decisão da Arábia Saudita de

Gráfico 3 – Preço do petróleo (dated Brent)
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters

aumentar a oferta de petróleo, cuja produção diária terá atingido o seu máximo histórico em novembro. O Presidente Donald Trump tem vindo a defender a necessidade de redução no preço do petróleo e as recentes tensões geopolíticas entre os dois países terão pesado na decisão deste aumento da produção por parte do maior produtor da OPEC, suscitando os receios dos agentes de mercado relativamente ao excesso de oferta. Os futuros sobre o petróleo refletem estas expectativas, transacionando abaixo de 60 USD/barril. No mês de novembro, acresceu à instabilidade deste mercado a produção de efeitos das sanções dos EUA contra o Irão, não obstante ter sido acordado que alguns países (entre os quais a China e a Índia) podem continuar a importar petróleo iraniano sem penalizações norte-americanas. No final de novembro e início de dezembro, esperam-se desenvolvimentos adicionais relativos ao nível da produção de petróleo, na reunião do G20, encontrando-se já agendadas reuniões bilaterais entre a Rússia e a Arábia Saudita. Estes dois países deverão concertar as suas posições para a reunião da OPEC, a realizar em 6 de dezembro.

2.3. Medidas não convencionais da política monetária do euro

10 Relativamente às medidas de política monetária não convencionais do BCE, o montante de aquisições líquidas de títulos em outubro, no âmbito do programa alargado de compras de ativos (APP), situou-se abaixo do novo objetivo mensal. Outubro foi o primeiro mês de operacionalização da decisão de

¹ Fecho de dados a 21 de novembro, tendo a cotação internacional do petróleo sofrido perdas adicionais a 22 e 23 de novembro.

política monetária de 14 de junho do BCE, que prevê a redução do objetivo mensal de compras líquidas do programa alargado de compras de ativos (APP) de 30 mil M€ para 15 mil M€ no último trimestre do ano, cessando no final de 2018. Neste mês, as compras líquidas situaram-se em linha com o novo objetivo. O programa de compras do sector público (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*) constitui o instrumento de política monetária mais significativo, com 9,1 mil M€ de compras líquidas mensais de títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. As compras líquidas acumuladas deste programa, iniciado em março de 2015, ascendem a 2148 mil M€ em obrigações de dívida pública e de instituições supranacionais, sendo proporcionais ao peso de cada país, destacando-se Alemanha, França, Itália e Espanha (Gráfico 4 e Gráfico 5). O valor de compras líquidas de títulos de dívida pública portuguesa em outubro foi de 265 M€, num total acumulado de 36 308 M€ desde o início do programa, com uma maturidade média de 7,94 anos.

Gráfico 4 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em outubro de 2018

(em milhões de euros)

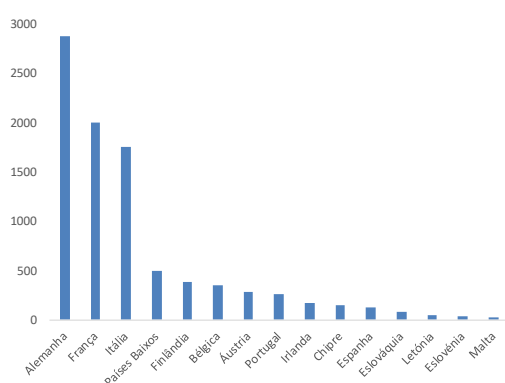
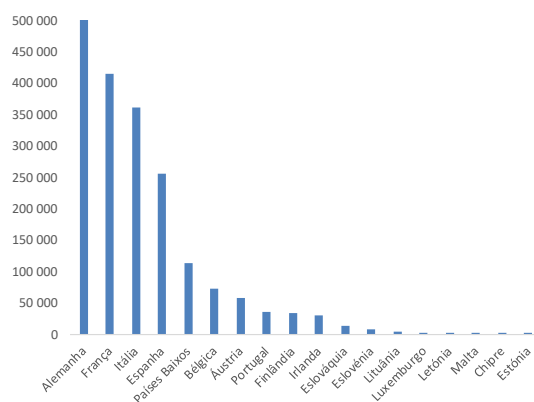


Gráfico 5 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início em março de 2015

(em milhões de euros)



Fonte: BCE

2.4. Dívida soberana da Europa

11 Nos meses de outubro e novembro, a evolução do mercado da dívida soberana europeu foi influenciada pelas correções dos mercados acionistas a nível global e pelas tensões entre a Comissão Europeia e Itália, com efeitos de sinal contrário. Nos meses de outubro e novembro, a evolução do mercado da dívida soberana da área do euro foi determinada pela correção dos mercados bolsistas das economias avançadas e pelas tensões políticas entre a Comissão Europeia e o Governo de Itália em torno do seu projeto de orçamento para 2019. A volatilidade dos mercados acionistas contribuiu para a maior atratividade dos mercados de dívida soberana, que funcionaram como ativo de refúgio. No mês de outubro, observou-se a queda das taxas de rendibilidade dos títulos emitidos a 10 anos de todos os países, com exceção de Espanha, Itália e Grécia, sendo a Alemanha o país com a variação mais expressiva, com

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

	30 dez 2015	30 dez 2016	29 set 2017	29 dez 2017	28 set 2018	31 out 2018	21 nov 2018	Variação 28 set - 31 out (em p.b.)	Variação 31 out - 21 nov (em p.b.)	Variação desde o início do ano (em p.b.)
Portugal	2,50	3,75	2,36	1,91	1,87	1,87	1,96	-0,5	9,0	5,0
Grécia	8,29	7,11	5,42	5,66	4,12	4,40	4,18	28,5	-22,0	-148,2
Itália	1,59	1,81	2,11	2,01	3,14	3,43	3,47	28,3	4,3	146,3
Espanha	1,77	1,38	1,60	1,56	1,50	1,55	1,63	4,7	8,7	7,5
Irlanda	1,15	0,74	0,73	0,66	0,98	0,95	1,00	-3,0	5,3	34,6
Bélgica	0,97	0,53	0,73	0,63	0,83	0,78	0,82	-5,2	4,6	19,7
França	0,99	0,68	0,74	0,78	0,80	0,75	0,76	-5,3	1,5	-1,6
Alemanha	0,63	0,20	0,46	0,42	0,47	0,38	0,37	-8,6	-0,9	-4,8

Fonte: IGCP.

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

	30 dez 2015	30 dez 2016	29 set 2017	29 dez 2017	28 set 2018	31 out 2018	21 nov 2018	Varição 28 set - 31 out	Varição 31 out - 21 nov	Varição desde o início do ano
Portugal	188	354	190	149	140	149	158	8,1	9,9	9,8
Grécia	766	690	496	524	365	402	381	37,1	-21,1	-143,4
Itália	97	161	164	158	267	304	309	36,8	5,2	151,1
Espanha	114	118	114	113	103	116	126	13,3	9,6	12,4
Irlanda	52	54	27	24	51	57	63	5,6	6,2	39,4
França	36	48	28	36	33	37	39	3,2	2,3	3,2
Bélgica	34	32	26	20	36	39	45	3,4	5,5	24,6

Fonte: IGCP.

uma queda de 8,6 p.b.. Nas primeiras três semanas de novembro, o título alemão registou um recuo adicional de 0,9 p.b. e o grego de 22 p.b., mas as rendibilidades aumentaram nos títulos dos demais países, refletindo a menor volatilidade dos mercados acionistas e as tensões na zona euro provocadas pelo Brexit e pelo anunciado incumprimento das regras de disciplina orçamental por parte das Administrações Públicas italianas. Nestas subidas, destacaram-se as obrigações espanholas (+8,7 p.b.) e italianas (+4,3 p.b.). Os prémios de risco, medidos como diferenças de rentabilidade face ao título alemão na Tabela 2, aumentaram para todos os países, exceto a Grécia.

12 Neste período, o desentendimento entre Itália e os seus parceiros europeus relativos ao cumprimento das regras de disciplina orçamental intensificou-se, com novo agravamento do prémio de risco da sua dívida soberana, permanecendo confido o risco de contágio aos países periféricos. Em outubro, foram apresentados os planos orçamentais dos países da área do euro para 2019. A Itália oficializou a intenção do seu Governo de incumprir com as regras de disciplina orçamental europeias.² O país pretende aumentar o défice orçamental para 2019, de 0,8% para 2,4%.³ A avaliação da Comissão Europeia em novembro,⁴ que analisou o Plano Orçamental italiano em conjunto com o Programa de Estabilidade, as recomendações do Conselho em julho e as previsões de Outono da própria Comissão, concluiu o seguinte: i) o critério da dívida é violado desde 2017, devendo levar à abertura de um Procedimento relativo a Déficit Excessivo (PDE); ii) existe o risco de desvio significativo na convergência, em 2018, do saldo estrutural em direção ao Objetivo de Médio Prazo (OMP); e iii) existe o risco particularmente sério de desvio significativo na convergência, em 2019, do saldo estrutural em direção ao OMP.⁵ Persiste a

² As regras de disciplina orçamental europeias estão previstas no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) e no Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança na União Económica e Monetária:

1. O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) tem como base legal os artigos n.º 121, n.º 126, n.º 136 e o Protocolo n.º 12 do Tratado de Funcionamento da União Europeia. A Resolução do Conselho n.º 1466/97 e n.º 1467/97 estabelecem o braço preventivo e o braço corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento, disponíveis em https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/legal-basis-stability-and-growth-pact_en

2. O Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança na União Económica e Monetária entrou em vigor em janeiro de 2013 nos 25 países signatários, disponível em http://europa.eu/rapid/press-release_DOC-12-2_en.htm

³ Os objetivos do défice orçamental foram revistos de 0,8%, no Programa de Estabilidade apresentado em maio, para 2,4%, no Plano Orçamental de Itália para 2019, disponíveis em:

1. Programa de Estabilidade 2018: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2018-european-semester-stability-programme-italy-it_0.pdf

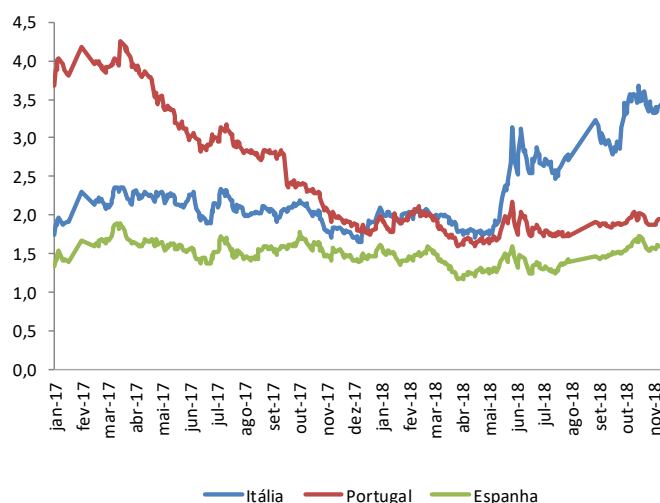
2. Plano Orçamental 2019: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/draft_bp_2019.pdf

⁴ Commission Report COM(2018) 809 final of 21.11.2018: "Italy — Report prepared in accordance with Article 126(3) of the Treaty on the Functioning of the European Union", disponível em https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/1263_commission_report_211118_-_italy_en_1.pdf

⁵ O objetivo de médio prazo (OMP) constitui um instrumento do braço preventivo do PEC e consiste num limiar mínimo para o rácio do saldo estrutural (saldo orçamental líquido dos efeitos do ciclo económico e de medidas temporárias e medidas não recorrentes) relativamente ao PIB potencial, que deve ser observado na elaboração dos planos orçamentais e na sua execução, com o objetivo de garantir a sustentabilidade das finanças públicas, assegurando a convergência do rácio da dívida para níveis prudentes. A satisfação do OMP destina-se a assegurar uma situação orçamental sólida perante degradações orçamentais conjunturais, sendo o seu cumprimento num Estado-Membro do interesse de todos quantos partilham a mesma moeda por causa dos efeitos externos ("spillovers") decorrentes de uma crise orçamental nacional. Para os Estados-Membros sem défice excessivo (ainda é o caso de Itália) e, portanto, abrangidos pelo braço preventivo do PEC, o cumprimento do OMP corresponde à satisfação de uma das duas condições seguintes: i) saldo estrutural, pelo menos, igual ao nível do Objetivo de Médio Prazo (OMP); ii) posição orçamental situada em trajetória de convergência recomendada em direção ao OMP. A situação de convergência é aferida em função de dois critérios: a) cumprimento do limite máximo recomendado pelo Conselho Europeu para o crescimento da despesa primária líquida; b) cumprimento da

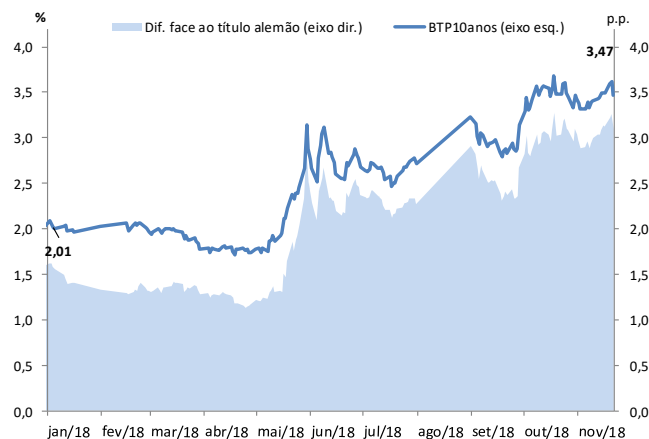
incerteza quanto às consequências desta posição formal das autoridades europeias, que poderá implicar, como se disse, a abertura de um PDE e, no limite, a obrigatoriedade do país efetuar um depósito remunerado no valor de 0,2% do PIB. A controvérsia está ainda no início e antevê-se um ano com tensões institucionais na área do euro. Estes desenvolvimentos já se refletiram na subida das taxas de rendibilidade da dívida italiana em todos os prazos (maturidade a 10 anos exibida na Tabela 1) e no aprofundamento do diferencial face ao título alemão, que se situou em 309 p.b. a 21 de novembro, quase duplicando desde o início do ano (Tabela 2 e Gráfico 7). A agência de notação *Standard & Poors* anunciou a revisão em baixa da perspetiva da dívida da República Italiana, passando-a de estável para negativa. Os riscos de contágio aos países periféricos permanecem contidos, o que se reflete quer na menor amplitude das valorizações mensais dos títulos das restantes jurisdições periféricas face ao italiano (ráfico 6) quer na variação das rendibilidades dos títulos de dívida face ao final de 2017, que em Itália se situa nos 146,3 p.b. para os títulos emitidos a 10 anos, em Espanha nos 7,5 p.b. e em Portugal nos 5,0 p.b.. A Grécia prossegue o seu regresso aos mercados após o fim do programa de ajustamento económico e financeiro, apresentando um decréscimo mensal continuado das taxas de rendibilidade dos seus títulos, que desde o início do ano recuaram 148 p.b.. Embora continue a apresentar o maior prémio de risco na área do euro face ao título alemão (381 p.b.), apresenta uma redução de 143 p.b. desde o início do ano.

Gráfico 6 – Evolução das taxas de rendibilidade (yield) a 10 anos dos países periféricos
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

variação anual mínima do saldo estrutural fixada pelo Conselho Europeu nos termos de uma matriz endossada pelo ECOFIN em 2016. Ver pormenores na Subsecção 4.1.2 do [Relatório UTAO n.º 33/2018](#). No caso de Itália, aquela variação mínima foi fixada em +0,6% do PIB potencial, por recomendação do Conselho de 23 de maio de 2018. O agravamento do saldo orçamental previsto pelo Governo italiano tem implícita uma deterioração de 0,9% no saldo estrutural, justificando o alerta de risco particularmente sério de desvio emitido pela Comissão Europeia.

13 As taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa registaram no mês de outubro uma descida em todas as maturidades. No entanto, em novembro, agravaram-se nos prazos mais longos, em linha com os restantes países da área do euro, com exceção da Alemanha. Numa perspetiva mais alargada e tendo como referência o final do ano de 2017, verifica-se uma subida mais pronunciada no médio prazo (5 anos: 35 p.b.) - (Gráfico 9). O prémio de risco entre as emissões de dívida pública portuguesa e alemã registou um ligeiro recuo no curto prazo (-2,8 p.b.), mas agravou-se nos prazos mais longos (15,2 p.b. a 5 anos e 18 p.b. a 10 anos), situando-se em 158 p.b. para os títulos com um prazo de 10 anos em 21 de novembro, o que reflete uma subida de 9,8 p.b. no ano de 2018 (evolução dia-a-dia em outubro último no Gráfico 8).

Gráfico 8 – Evolução diária em outubro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa

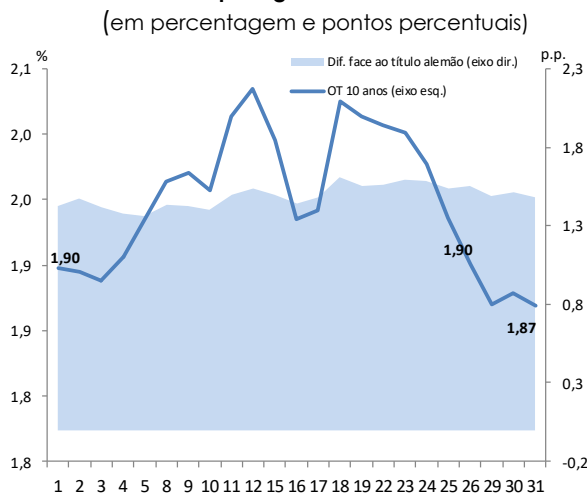
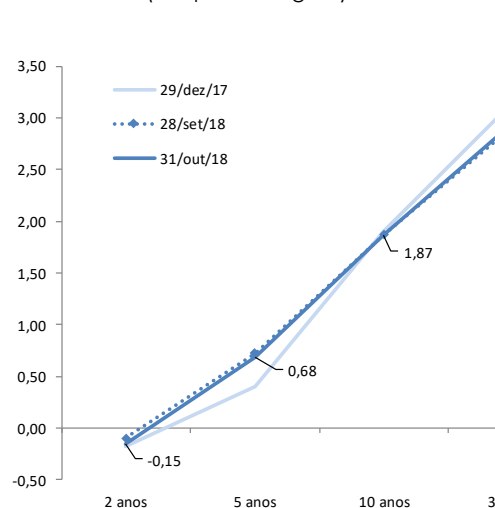


Gráfico 9 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa (em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

3. Evolução da Dívida Pública

3.1. Dívida direta do Estado

14 Como nota metodológica prévia, refere-se que esta secção processa a informação de base mais recente disponível no momento de fecho desta publicação. Ao contrário da secção anterior, cujas observações mais recentes na maioria dos indicadores utilizados se reportavam a 21 de novembro de 2018, nesta secção a situação é diferente. Algumas variáveis têm observações até 31 de outubro e outras têm séries a terminar em setembro.

15 A restrição orçamental do subsector Estado, medida em contabilidade pública, está representada na Tabela 3 para diferentes momentos no tempo. A primeira linha mostra a diferença entre a receita com passivos financeiros e a despesa com passivos financeiros do subsector Estado. Por definição contabilística, é igual à soma do simétrico do saldo global (*i.e.*, défice global) com o excesso de despesa sobre receita com ativos financeiros.⁶ Em edições anteriores desta coleção, o título e a primeira linha daquela tabela eram designados por “necessidades líquidas de financiamento. A partir desta edição, 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

⁶ 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, respectivamente, os índices inferiores PF e AF representam passivos financeiros e ativos financeiros, respectivamente, 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 exibe 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.

“capacidade (necessidade) líquida de financiamento” do Estado como sinónimo de saldo (défice) orçamental nesta perspectiva 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 2805 M€ nos primeiros nove meses de 2018, – 2871 M€ que em igual período do ano anterior. Até ao final do 3.º trimestre, a receita de passivos financeiros excedeu a despesa respectiva em 2805 M€, o que reflete uma redução homóloga de 2871 M€. A despesa (bruta) em ativos financeiros foi a causa mais volumosa daquele endividamento líquido, quer no período janeiro-setembro de 2018 (2072 M€) quer no período homólogo (4977 M€). O défice global exigiu o financiamento, por meio de dívida, na ordem dos 1190 M€ no primeiro período, contra 2914 M€ um ano antes. Merece destaque o facto de o subsector Estado ter exibido nos meses de julho a setembro de 2018 valor negativo na receita líquida proveniente de passivos financeiros. Quer isto dizer que as amortizações e outras despesas superaram as emissões novas de dívida. A passagem de défice a excedente efectivo nas contas do subsector é a razão principal.

17 A despesa líquida com ativos financeiros permanece largamente positiva, reflexo dos créditos e das entradas de capital realizados pelo Estado. A despesa com ativos financeiros nos três primeiros trimestres de 2018 (2072 M€) foi compensada, em parte, por 456 M€ de receita com origem em ativos financeiros. Na despesa com ativos financeiros até setembro de 2018, destacam-se os empréstimos de médio e longo prazo ao Fundo de Resolução (430 M€), ao Metropolitano de Lisboa (361 M€), ao Fundo de Recuperação de Créditos (121 M€), ao Metro do Porto (189 M€), bem como as injeções de capital nas empresas Infraestruturas de Portugal (740 M€), Metropolitano de Lisboa (95 M€) e CP — Comboios de Portugal (55 M€). No mesmo período de 2017, merece realce a despesa líquida de ativos financeiros no âmbito da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos, em março desse ano, no montante de 2,5 mil M€.

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

	2018				Janeiro-setembro			Anual		
	Jun	Jul	Ago	Set	2017	2018	Δ	CGE 2017	OE 2018	Δ
Receita líquida proveniente de passivos financeiros	742	-687	-1447	-1434	5676	2805	-2871	9946	11546	1600
<i>Saldo global</i>	-389	684	1215	1548	-2914	-1190	1724	-4786	-5532	-746
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	391	8	26	145	4977	2072	-2905	6444	6777	333
<i>Empréstimos médio/longo prazo</i>	192	7	1	108	596	1118	523	1192	4191	2999
<i>Dotações de Capital</i>	199	1	25	37	4353	947	-3406	5179	2467	-2712
<i>Outros</i>	0	0	0	0	28	6	-22	73	119	46
<i>Receita de ativos financeiros</i>	37	11	258	31	1209	456	-752	1284	763	-520
Despesa líquida com ativos financeiros	354	-3	-232	114	2762	1615	-1147	5160	6014	854

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.

18 Relativamente às operações com o stock de passivos financeiros do Estado, o valor da dívida direta no final do 3.º trimestre de 2018 ficou abaixo do verificado no final do período homólogo, continuando-se a observar um acréscimo do stock de dívida titulada de médio e longo prazo, sendo compensada significativamente pela redução do montante em dívida no âmbito do PAEF e pela descida da dívida titulada de curto prazo. No final de setembro de 2018, o valor da dívida direta do subsector Estado situou-se em 245,1 mil M€ (Tabela 4), o que corresponde a uma descida de 749 M€ em cadeia mensal. Este acréscimo foi determinado pela emissão líquida de Obrigações do Tesouro em setembro de 2018. Tendo como referência o final do 3.º trimestre de 2017, observou-se um aumento do stock da dívida titulada de médio e longo prazo (5352 M€) e uma descida da dívida titulada a curto prazo (1498 M€), pelo que se tem registado um acréscimo da maturidade média da dívida direta titulada. Relativamente à dívida não titulada, de salientar o acréscimo do stock de Certificados do Tesouro em termos homólogos (1966 M€). Quanto à dívida decorrente do PAEF, observou-se uma redução de 61,9 mil M€ para 56,3 mil M€, fundamentalmente devido aos reembolsos antecipados ao Fundo Monetário Internacional (FMI) ao longo do último ano.

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

	set/17	ago/18	set/18	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	152 796	157 454	156 649	-0,5	2,5	63,9	- 805	3 853
Curto prazo	20 479	20 601	18 981	-7,9	-7,3	7,7	-1 620	-1 498
Médio e longo prazo	132 317	136 853	137 669	0,6	4,0	56,2	816	5 351
Não titulada	30 620	32 103	32 150	0,1	5,0	13,1	46	1 530
Cert. Aforro	12 087	11 868	11 861	-0,1	-1,9	4,8	- 7	- 226
Cert. do Tesouro	14 305	16 137	16 271	0,8	13,7	6,6	134	1 966
Outra	4 228	4 098	4 017	-2,0	-5,0	1,6	- 81	- 211
Assist. Financeira	61 858	56 274	56 284	0,0	-9,0	23,0	10	-5 574
Total	245 274	245 832	245 083	-0,3	-0,1	100,0	- 749	- 191
<i>Por memória:</i>								
Transaccionável	147 010	151 761	150 942	-0,5	2,7	61,6	- 819	3 931
Não Transaccionável	98 264	94 592	94 584	0,0	-3,7	38,6	- 8	-3 680
Euro	231 142	237 235	236 449	-0,3	2,3	96,5	- 785	5 308
Não euro	14 133	8 597	8 634	0,4	-38,9	3,5	37	-5 499
Contas margem	705	521	442	:	:	:	-79	-263

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.

19 No período janeiro-setembro de 2018, registou-se um acréscimo da despesa com juros da dívida pública. Até ao final do 3.º trimestre de 2018 a despesa com juros e outros encargos situou-se em 5474 M€ (Tabela 5), o que reflete um aumento de 1,9% quando comparado com igual período do anterior, o qual é superior ao crescimento previsto no OE/2018 para o conjunto do ano (1,4%). O acréscimo da despesa com juros e encargos da dívida direta do Estado foi determinado essencialmente pelo aumento dos juros das Obrigações do Tesouro (OT), de 3401 M€ para 3646 M€. Para este acréscimo contribuiu o efeito quantidade, i.e., o aumento do stock vivo destes títulos de dívida pública. Em sentido oposto, de destacar a redução da despesa com juros dos empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), de 1318 M€ para 996 M€, que beneficiou das amortizações antecipadas dos empréstimos ao FMI ocorridas durante o último ano (montante em dívida de 10,2 mil M€ em setembro de 2017 contra 4,7 mil M€ em setembro de 2018). Relativamente aos Bilhetes do Tesouro (BT), o montante de juros é negativo (30 M€) devido ao facto da curva de rendimentos da dívida soberana de Portugal apresentar taxas de juro negativas para maturidades curtas. Quanto 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 situou-se em 524 M€, o que reflete um acréscimo de 6,2% face ao período homólogo, taxa inferior ao crescimento do stock médio destes títulos de dívida pública para o mesmo período.

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

	2018			Execução Jan-set		Tvh (%)	Execução 2017	Objectivo OE/2018	Grau de execução (%)	
	jul	ago	set	2017	2018				2017	2018
Juros da dívida pública	409	175	218	5 300	5 385	1,6	7 034	7 129	75,3	75,5
Bilhetes do Tesouro	-7	0	-10	3	-30	-1 231,5	2	-36	140,9	82,1
Obrigações do Tesouro	230	0	3	3 401	3 646	7,2	4 599	4 833	73,9	75,4
Empréstimos PAEF	52	97	156	1 318	996	-24,5	1 567	1 270	84,1	78,4
Certif. de Aforro e do Tesouro	59	58	50	494	524	6,2	669	761	73,8	68,9
CEDIC / CEDIM	1	0	0	8	6	-30,2	18	5	43,0	102,3
Outros	75	19	20	77	243	215,3	179	296	43,0	82,0
Comissões	11	19	3	71	89	24,7	93	100	77,1	89,1
Empréstimos PAEF	0	0	1	11	28	150,6	11	26	100,0	106,0
Outros	11	19	2	60	62	1,8	82	74	74,0	83,1
Juros e outros encargos pagos	419	194	221	5 372	5 474	1,9	7 127	7 229	75,4	75,7
Tvh (%)	26,1	-25,9	-7,3	-	1,9	-	-	1,4		

Por memória:

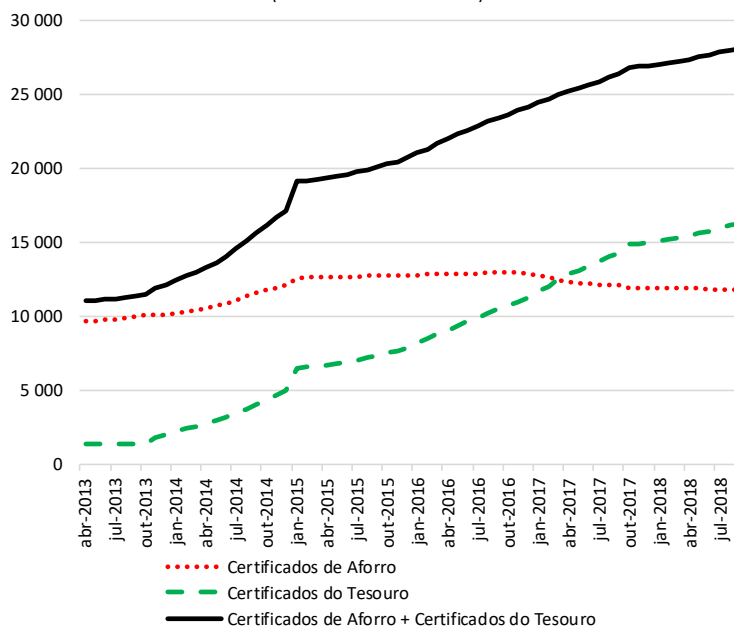
Juros recebidos de aplicações	0	0	1	3	-1	-128	-4	39	-77,9	-1,9
Juros e outros encargos líquidos	419	194	223	5 374	5 473	2	7 123	7 268	75,4	75,3
Tvh (%)	26,0	-25,6	-6,7	-	1,8	-	-	2,0		

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

20 O stock de Certificados do Tesouro aumentou em setembro de 2018, assegurando o acréscimo mensal do montante total de dívida pública detida pelas famílias que se regista desde abril de 2013. No final do 3.º trimestre de 2018, o valor total de Certificados de Tesouro (CT) vivos situou-se em 16,3 mil M€,

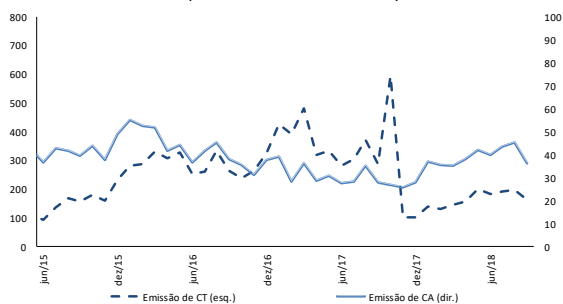
o que corresponde a um acréscimo de 1967 M€ em comparação com o final do período homólogo (Gráfico 10). De realçar que desde novembro de 2017 que o valor médio mensal de novas emissões líquidas tem sido inferior ao verificado nos meses anteriores àquele mês de 2017 devido à decisão de suspensão da subscrição de Certificados do Tesouro Poupança Mais após 30 de outubro de 2017, e criação, em substituição, do novo produto de poupança denominado Certificados do Tesouro Poupança Crescimento.⁷ Relativamente aos Certificados de Aforro (CA), o montante total manteve-se em 11,9 mil M€ no final de setembro de 2018, o que corresponde a uma descida homóloga de 226 M€ (Gráfico 11 e Gráfico 12).

Gráfico 10 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro
(em milhões de euros)



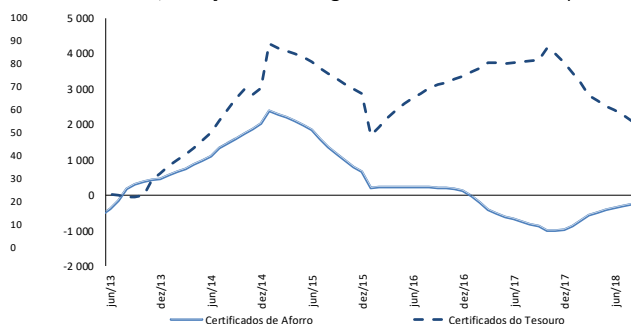
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 12 – Variação do stock de Certificados de Aforro e do Tesouro
(variação homóloga, em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

21 Em outubro de 2018, os títulos de dívida pública, tanto a médio e longo prazos como a curto prazo, foram emitidos com taxas de juro acima das verificadas para maturidades equivalentes no leilão anterior. No dia 10 de outubro foi efetuado um leilão no mercado de dívida soberana com maturidade a 10 anos no montante de 782 M€ (Tabela 6), precisamente a OT 2,125% 17out2028 com taxa de rentabilidade de 1,939%.⁸ Tendo como referência o leilão anterior ocorrido em setembro de 2018 para o mesmo título, verificou-se uma subida da taxa de rentabilidade. Quanto ao mercado monetário, realizou-se um leilão conjunto de Bilhetes do Tesouro com maturidades de 3 meses e 11 meses. As taxas médias ponderadas foram de -0,426% e -0,260%, respetivamente, as quais são superiores às registadas

⁷ [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).

⁸ Entretanto, no mês de novembro foi realizado um leilão conjunto para OT com maturidades a 5 e 10 anos, sendo os montantes colocados de 498 M€ e 752 M€, respetivamente. As taxas de rentabilidade foram de 0,702% e 1,908%, respetivamente.

no leilão anterior ocorrido em agosto de 2018 para títulos com a mesma maturidade, embora situando-se em patamar negativo.⁹

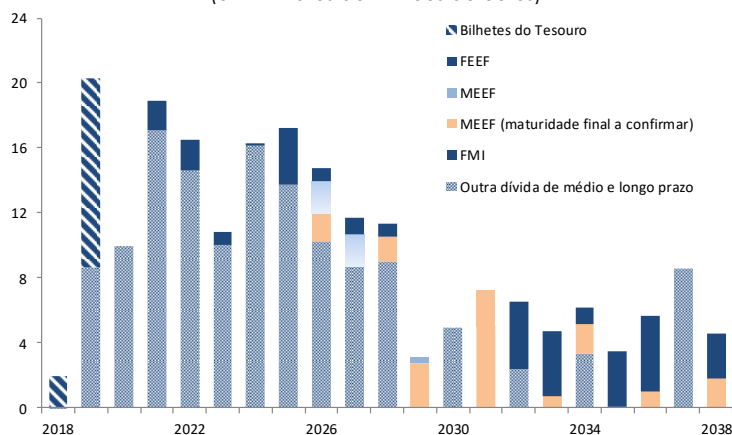
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro

Instrumento	Obrigações do Tesouro	Bilhetes do Tesouro	
	out/28	jan/19	set/19
Data da Transacção	10/out	17/out	17/out
Prazo	10	3 meses	11 meses
Montante Colocado (M€)	782	250	1 024
Montante de Procura (M€)	2 172	765	1 480
Taxa média (%)	1,939	-0,426	-0,260
<i>Por memória:</i>			
Emissão anterior com maturidades iguais (data e taxa média em %)	set/18	ago/18	ago/18
	1,854	-0,432	-0,291

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

22 No período 2019–2025 estão concentrados os montantes de reembolsos mais elevado dos títulos de dívida pública a médio e longo prazos. Tendo por referência o *stock* de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 31 de outubro de 2018 e o período de 2018 a 2038, o perfil de amortização concentra-se essencialmente nos anos de 2019 a 2025 (Gráfico 13 e Gráfico 14). O montante de dívida no âmbito dos empréstimos do PAEF situa-se em 56,3 mil M€. Adicionalmente, o montante total em dívida de títulos de médio e longo prazo em 31 de outubro (excluindo empréstimos do PAEF) situa-se em 141,2 mil M€, sendo que será necessário amortizar 90,2 mil M€ no período 2019–2025, destacando-se, pela sua dimensão, os anos 2020 (amortização de 9,9 mil M€), 2021 (17,1 mil M€), 2022 (14,6 mil M€), 2024 (16,1 mil M€) e 2025 (13,7 mil M€). No entanto, os picos de amortização poderão ser eventualmente atenuados e as amortizações alisadas ao longo do futuro se as condições de mercado forem propícias. Com efeito, do conjunto das 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, bem como novas emissões, desejavelmente com taxa média de juro inferior. Naturalmente, a concretização destas operações depende de vários fatores, tais como disponibilidade de liquidez, taxas de juro no mercado secundário, taxas de rendibilidade e risco em aplicações concorrentes com a dívida portuguesa.

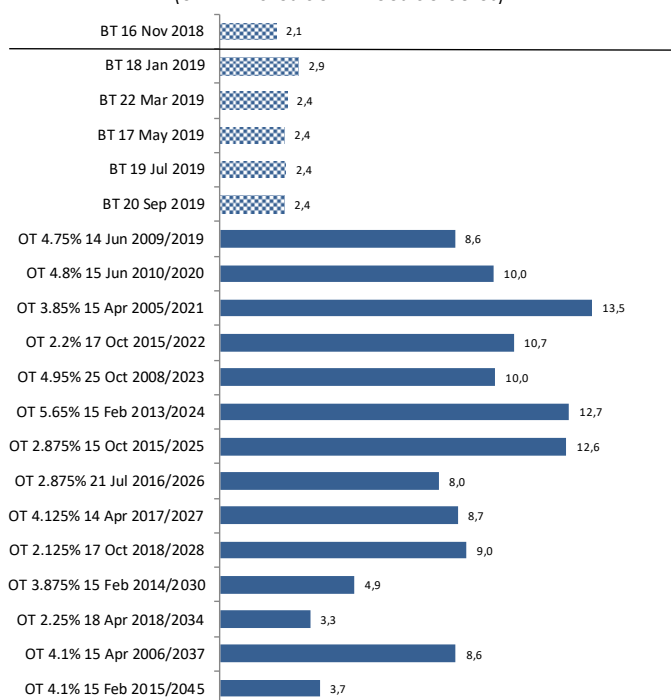
Gráfico 13 – Perfil de amortização em 31 de outubro de 2018
(em milhares de milhões de euros)



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).

⁹ Entretanto, no mês de novembro foi realizado um leilão conjunto para BT com maturidades a 6 e 12 meses, sendo os montantes colocados na fase competitiva de 350 M€ e 650 M€, respetivamente. As taxas de rentabilidade foram de -0,369% e -0,327%, respetivamente.

Gráfico 14 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 31 de outubro 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.

3.2. Dívida pública na definição de *Maastricht* ¹⁰

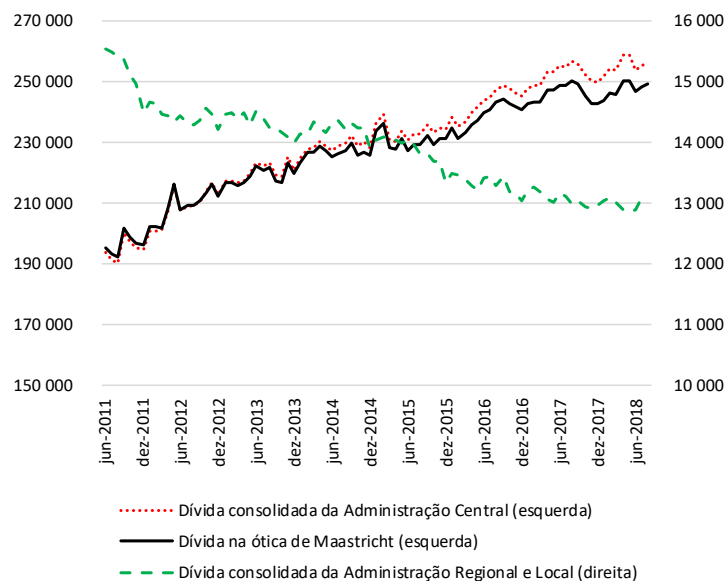
23 No final do 3.º trimestre de 2018, o stock nominal da dívida pública bruta na ótica de *Maastricht* ficou abaixo do observado no final do trimestre homólogo, tendo contribuído essencialmente a descida dos depósitos dos subsectores das Administrações Públicas. Tendo por base a informação publicada pelo Banco de Portugal, a dívida pública bruta na ótica de *Maastricht* atingiu 249 mil M€ no final de setembro de 2018, o que reflete uma descida homóloga de 276 M€ (249,24 mil M€ no final do trimestre homólogo). Quanto à dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas, registou-se um acréscimo de 2011 M€ em termos homólogos, de 221,7 mil M€ para 223,7 mil M€. Consequentemente, o valor total de ativos (depósitos) das Administrações Públicas que estão incluídos na definição de dívida líquida de *Maastricht* desceu 2287 M€ em termos homólogos, de 27,6 mil M€ para 25,3 mil M€. Em cadeia mensal, a descida do stock de dívida pública na ótica de *Maastricht* foi de 314 M€.

24 O passivo mais relevante incluído no conceito de dívida bruta de *Maastricht* corresponde aos títulos emitidos, os quais representam mais de metade da dívida pública. No final do 3.º trimestre de 2018, o stock de dívida pública sob a forma de títulos situou-se em 148,7 mil M€ em termos nominais (ou seja, valor facial), representando 59,7% do agregado total e refletindo um crescimento homólogo de 4508 M€. Em sentido oposto, os passivos sob a forma de empréstimos em dívida por parte das Administrações Públicas totalizaram 73,8 mil M€, tendo caído 6606 M€ durante o último ano devido sobretudo aos reembolsos antecipados ao FMI no âmbito do PAEF. Relativamente ao passivo numerário e depósitos, o stock no final de setembro de 2018 foi de 26,5 mil M€, o que corresponde a um aumento homólogo de 1821 M€, o qual é determinado essencialmente pelo aumento do stock de Certificados do Tesouro detidos pelo sector institucional Famílias.

¹⁰ 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; 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.

25 Por subsector, a dívida pública de Maastricht no final de agosto de 2018 evidenciou uma descida homóloga na Administração Central e um aumento no conjunto da Administração Regional e Local. No final de agosto de 2018, o montante da dívida consolidada dentro da Administração Central situou-se em 256,5 mil M€ (Gráfico 15), o que reflete uma descida homóloga de 202 M€. Quanto ao conjunto Administração Regional e Local, o stock no final de agosto de 2018 (13,1 mil M€) foi superior em 85 M€ ao registado no período homólogo. Relativamente à evolução desde junho de 2011 (Gráfico 15), em termos não consolidados das Administrações Públicas, observa-se um acréscimo da dívida na Administração Central e uma redução do valor em dívida no conjunto da Administração Regional e Local. Contudo, importa destacar a concessão de créditos entre subsectores das Administrações Públicas, sendo que estes subiram de 14,7 mil M€ em agosto de 2017 para 15,9 mil M€ em agosto de 2018. A Administração Central é tipicamente credora em relação às Regiões Autónomas e aos governos locais.

Gráfico 15 – Desagregação subsectorial da dívida de Maastricht
(em milhões de euros)

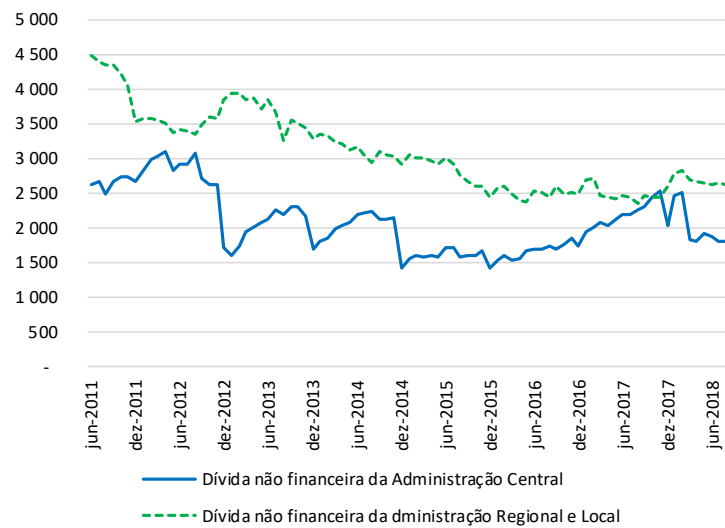


Fontes: Banco de Portugal. | Nota: a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector. Posteriormente, no apuramento da dívida na ótica de Maastricht exclui-se o efeito consolidação entre subsectores e o montante de passivos não financeiros.

3.3. Dívida não financeira

26 No final de agosto de 2018, o stock da dívida comercial das Administrações Públicas ficou abaixo do observado no final do mês homólogo. O [Relatório UTAO n.º 26/2018, de 14 de setembro](#) iniciou a monitorização dos passivos não financeiros das Administrações Públicas. Na sua pág. 7 explicou e exemplificou as várias categorias destes passivos. Na presente análise, a UTAO apenas trata a categoria designada como dívida comercial que, basicamente, regista as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Em contabilidade nacional, um acréscimo no stock de passivos comerciais em determinado ano é incluído no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. No entanto, este endividamento não é incluído na definição *Maastricht* de dívida pública. Consequentemente, 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 mês de agosto de 2018, as Administrações Públicas apresentavam um stock de dívida comercial no montante de 4435 M€ (Gráfico 16), o que reflete uma redução de 186 M€ quando comparado com o registado no final do período homólogo. A dívida comercial equivalia no final de agosto de 2018 a cerca de 1,8% da dívida de *Maastricht* observada na mesma data. Por subsectores, registou-se uma descida homóloga (446 M€) do stock destes passivos na Administração Central para 1812 M€, sendo compensado parcialmente pelo acréscimo de 260 M€ no conjunto da Administração Regional e Local, para 2623 M€.

Gráfico 16 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.



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/XIII/LEG/5COFMA/Paginas/utao.aspx>