

Relatório UTAO n.º 7/2020

Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: março de 2020

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

3 de abril de 2020

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 António Antunes e Jorge Faria Silva.

Modelo de documento elaborado por António Antunes.

Título: Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: março de 2020

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 7/2020

Data de publicação: 3 de abril de 2020

Data-limite para incorporação de informação: 27 de março de 2020

Disponível em: <https://www.parlamento.pt/sites/COM/XIVLeg/5COF/Paginas/utao.aspx>

Índice geral

| | |
|--|-----------|
| Índice geral | i |
| Índice de Tabelas | i |
| Índice de Gráficos | i |
| Índice de Caixas | ii |
| Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos | ii |
| Sumário Executivo | 1 |
| 1 Introdução | 2 |
| 2 Dívida soberana na área do euro | 2 |
| 2.1 Sinopse | 2 |
| 2.2 Desenvolvimentos em janeiro e fevereiro de 2020 nos mercados da dívida..... | 3 |
| 2.3 Primeiras decisões de política monetária tomadas em resposta ao impacto económico da pandemia | 5 |
| 3 Evolução da dívida pública | 8 |
| 3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros | 8 |
| 3.2 Dívida direta do Estado..... | 11 |
| 3.3 Dívida pública na definição de Maastricht | 17 |
| 3.4 Dívida não financeira | 19 |
| 4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa | 20 |

Índice de Tabelas

| | |
|--|----|
| Tabela 1 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos | 3 |
| Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos | 4 |
| Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública..... | 10 |
| Tabela 4 – Dívida direta do Estado | 11 |
| Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida: 2018 e meses de 2019 | 12 |
| Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida: até fevereiro de 2020 e período homólogo de 2019..... | 13 |
| Tabela 7 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro..... | 16 |

Índice de Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal..... | 5 |
| Gráfico 2 – Evolução diária em fevereiro de 2020 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa | 5 |
| Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa | 5 |
| Gráfico 4 – Evolução diária da taxa de rendibilidade da dívida italiana a 10 anos..... | 7 |
| Gráfico 5 – Evolução diária em fevereiro de 2020 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa | 8 |
| Gráfico 6 – Evolução das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal..... | 8 |
| Gráfico 7 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro..... | 14 |
| Gráfico 8 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro | 15 |
| Gráfico 9 – Variação do stock de Certificados de Aforro e do Tesouro | 15 |

| | |
|---|----|
| Gráfico 10 – Perfil de amortização em 18 de março de 2020 | 17 |
| Gráfico 11 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 18 de março de 2020..... | 17 |
| Gráfico 12 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> | 19 |
| Gráfico 13 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas | 19 |
| Gráfico 14 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado | 21 |
| Gráfico 15 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado | 21 |
| Gráfico 16 – Dívida externa líquida | 22 |
| Gráfico 17 – Posição de investimento internacional..... | 22 |

Índice de Caixas

| | |
|---|----|
| Caixa 1 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo..... | 22 |
|---|----|

Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

| Sigla/abreviatura | Designação |
|-------------------|--|
| AP | Administrações Públicas |
| APP | <i>Asset Purchase Programme</i> Programa de Compra de Ativos |
| AR | Assembleia da República |
| CA | Certificados de Aforro |
| BT | Bilhetes do Tesouro |
| CT | Certificados do Tesouro |
| CEDIC | Certificado Especial de Dívida Pública |
| CSPP | <i>Corporate Sector Purchase Programme</i> Programa de Compras do Sector Corporativo |
| EPE | Entidade Pública Empresarial |
| EPR | Entidade Pública Reclassificada |
| FEEF | Fundo Europeu de Estabilização Financeira |
| FAM | Fundo de Apoio Municipal |
| FMI | Fundo Monetário Internacional |
| IGCP | Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública |
| MEEF | Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira |
| ORPA | Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado |
| OT | Obrigações do Tesouro |
| PAEF | Programa de Assistência Económica e Financeira |
| PDE | Procedimento dos Défices Excessivos |
| PEPP | <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> Programa de Compra de Emergências Pandémicas |
| POE | Proposta de Orçamento do Estado |
| p. | Página |
| p.b. | Pontos-base |
| PII | Posição de Investimento Internacional |
| PSPP | <i>Public Sector Purchase Programme</i> Programa de Compra de Ativos do Sector Público |
| RAA | Região Autónoma dos Açores |

| Sigla/abreviatura | Designação |
|--------------------------|-------------------------------------|
| RAM | Região Autónoma da Madeira |
| UTAO | Unidade Técnica de Apoio Orçamental |

Sumário Executivo

No mês de janeiro a generalidade dos países da área do euro registou uma redução nas taxas de rendibilidade dos títulos de dívida soberana emitidos a 10 anos. Contudo, esta tendência atenuou-se no mês de fevereiro, tendo alguns países revertido, embora parcialmente, as quebras verificadas do mês anterior. A contração das taxas de rendibilidade da dívida soberana da área do euro reflete que se trata de um ativo de refúgio para os investidores. Na reunião de 23 janeiro de 2020, o Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) decidiu manter a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito. Nesta mesma data, decidiu também prosseguir com as aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (Asset Purchase Programme — APP) a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros, tendo ainda lançado um reexame da estratégia da sua política monetária.

Os prémios de risco da dívida soberana, medidos como diferenças de rentabilidade face ao título alemão, agravaram-se no mês de fevereiro para a generalidade dos países, com exceção da França.

Desde o início do ano a curva de rendimentos da dívida portuguesa registou uma ligeira redução do seu declive, refletindo um ligeiro aumento das taxas de rendibilidade da dívida portuguesa a dois e cinco anos, mas uma redução nas maturidades mais longas, a 10 e 30 anos.

Já no decurso do mês de março, nos dias 12 e 18, o BCE decidiu adotar medidas de política monetária em resposta ao impacto económico adverso da pandemia COVID-19. A 18 de março, o BCE anunciou um novo programa de compra de ativos, designado por Programa de Compra de Emergências Pandémicas (PEPP — Pandemic Emergency Purchase Programme), no valor de 750 mil M€ de euros. No seu comunicado, o Conselho de Governação do BCE vincou que irá garantir que todos os sectores da economia possam beneficiar de condições de financiamento favoráveis que lhes permitam absorver o choque provocado por esta pandemia. Num primeiro momento, a reação dos mercados ao anúncio e à decisão de política monetária tomada pelo BCE a 12 de março foi negativa. Depois de 18 de março, os mercados iniciaram um movimento de correção, com redução das “yields” e do prémio de risco da generalidade dos países da área do euro.

Em 2019, a necessidade de financiamento do Estado (na ótica de tesouraria) foi superior à de 2018. A grande maioria da despesa em ativos financeiros teve como destino as EPR, quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos.

A dívida direta do subsector Estado no final de fevereiro foi superior ao observado no mês homólogo, em resultado do aumento do stock de dívida titulada de médio e longo prazos. Este aumento foi parcialmente compensada pela redução do montante em dívida no âmbito do PAEF, em resultado da amortização de 2000 M€ de dívida ao FEEF efetuada em outubro de 2019.

Em 2019, a despesa com juros da dívida direta pública manteve-se em linha com o ano anterior, mas abaixo do previsto no OE/2019. Já no período janeiro–fevereiro de 2020 registou-se um aumento homólogo desta despesa.

O total de dívida pública detida pelas famílias diminuiu significativamente em janeiro de 2020, recuperando parcialmente no mês seguinte, embora para valores inferiores ao máximo alcançado no final de 2019. Este movimento está relacionado com o vencimento, em janeiro de 2020, das subscrições de Certificados de Tesouro efetuadas em janeiro de 2015, um movimento de antecipação dos aforradores à diminuição da taxa de juro deste produto de poupança que entrou em vigor no mês de fevereiro de 2015.

Em março de 2020, as emissões novas de Bilhetes do Tesouro atingiram taxas de juros superiores às verificadas para a mesma maturidade em leilão anterior. Pelo contrário, as novas emissões de Obrigações do Tesouro (a seis e a cinco anos) registaram uma diminuição da taxa de juro face à emissão anterior para o mesmo título. O reembolso de títulos de dívida pública de médio e longo prazos, previsto para os anos 2021 a 2029, permanece bastante elevado.

A dívida pública das Administrações Públicas, na ótica de Maastricht situou-se em 117,7% do PIB nominal no final do ano 2019, o que reflete uma descida de cerca de 4,2 p.p. em relação ao final do ano 2018. Os depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas caíram 2,1 mil M€ em 2019, ficando em 14,5 mil M€, valor mais baixo desde junho de 2011. A dívida de Maastricht líquida desses depósitos atingiu 110,8% do PIB, refletindo uma descida anual de 3 p.p. do PIB. Em janeiro de 2020, a dívida nominal de Maastricht subiu 2,3 mil M€, atingindo 252,1 mil M€.

Quanto à dívida comercial, os passivos respetivos das Administrações Públicas situaram-se em 2531 M€ no final de 2019, o que corresponde a cerca de 1% da dívida de Maastricht. Por subsector, registou-se uma redução anual na Administração Central e no conjunto da Administração Local e Regional. Em janeiro de 2020 ocorreu nova descida no montante destes passivos.

A economia portuguesa registou capacidade de financiamento em 2019 (0,8% do PIB), mas com o valor mais baixo desde o ano 2013. O sector privado apresentou a capacidade de financiamento (0,6%) mais baixa desde o ano 2009, enquanto o sector institucional das Administrações Públicas registou em 2019, pela primeira vez, capacidade de financiamento (0,2%).

O peso da dívida externa líquida no PIB desceu de 89,3% do PIB no final de 2018 para 84,7% no final de 2019. Com efeito, verificou-se um aumento da Posição de Investimento Internacional, que, embora permanecendo negativa, passou de -106,1% para -100,8% no mesmo período. Esta melhoria deveu-se ao contributo nominal do sector privado e ao efeito denominador do PIB nominal, sendo atenuada parcialmente pelo contributo desfavorável do sector das Administrações Públicas.

1 Introdução

1. Este relatório insere-se na coleção de publicações periódicas que monitoriza os desenvolvimentos infra-anuais na dívida das Administrações Públicas. A partir deste número, esta coleção passa a ser publicada com uma periodicidade trimestral.
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 em 2020 é comparada com os valores observados no período homólogo de 2019 e os valores previstos para o conjunto de 2020 na proposta de Orçamento do Estado aprovada pela Assembleia da República (POE 2020). Em casos justificados, a informação estatística dos últimos meses é comparada com a de anos mais recuados para melhor contextualizar os desenvolvimentos de curto prazo (taxas de rendibilidade de dívida soberana, emissões de Certificados de Aforro e do Tesouro, dívida de *Maastricht*, por exemplo). Estando disponíveis as séries mensais completas de 2019, julgou-se também interessante apreciar as diferenças ao longo do ano respeitantes à restrição de tesouraria do Estado e à despesa com juros e outros encargos da dívida direta deste subsector.
4. O texto está assim organizado. A Secção 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, registados desde o início de 2019 e com maior destaque para as novidades nos primeiros dois meses de 2020. Pela sua relevância no comportamento dos mercados da dívida, em particular os das dívidas soberanas, no final desta secção apresentam-se as mais recentes decisões de política monetária do BCE em resposta à pandemia resultante da doença COVID-19. A dívida pública portuguesa é o objeto de análise na Secção 3. Caracteriza os movimentos nos vários instrumentos de financiamento direto do Estado, a evolução da dívida pública na 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 de investimento internacional da economia portuguesa, decomposta entre sectores público e privado. Uma caixa encerra o relatório, para explicar os conceitos das contas externas usados na Secção 4.

2 Dívida soberana na área do euro

5. **O texto nesta secção está assim arrumado.** A primeira subsecção é uma síntese das seguintes. A segunda apresenta indicadores de rendibilidade e prémio de risco para Portugal e uma seleção de Estados-Membros da união monetária europeia. A última subsecção dá conta das medidas de política monetária tomadas pelo Eurosistema em março, até à data de fecho deste relatório, e que foram as primeiras para combater os efeitos económicos adversos da pandemia COVID-19.

2.1 Sinopse

6. **No mês de janeiro, a generalidade dos países da área do euro registou uma redução nas taxas de rendibilidade dos títulos de dívida soberana emitida a 10 anos.** A queda mais expressiva foi a de Itália, com uma diminuição da taxa de rendibilidade dos títulos a 10 anos de 0,48 p.p. no mês de janeiro. Também Portugal, Espanha, Irlanda, Bélgica, França e Alemanha registaram, em janeiro, uma redução nas taxas de rendibilidade dos títulos emitidos a 10 anos. Face ao conjunto dos países listados na Tabela 1, a dívida grega registou um comportamento divergente face ao dos restantes, tendo a taxa de rendibilidade dos seus títulos a 10 anos aumentado 0,29 p.p. no mês de janeiro de 2020.

7. **Na reunião de 23 janeiro último, o Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) decidiu manter a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento, bem como as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de**

depósito. Estas taxas constituem os instrumentos convencionais de política monetária. Mantiveram-se inalteradas em 0,00%, 0,25% e - 0,50%, respetivamente. De acordo com o comunicado divulgado naquela data, o Conselho de Governação do BCE espera manter as taxas de juro diretoras naqueles níveis ou em níveis inferiores até verificar a convergência das perspetivas de inflação, de forma robusta, para um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.

8. Nesta mesma data, o Conselho do BCE decidiu prosseguir com as aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (Asset Purchase Programme – APP) a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros. Este é um dos instrumentos não-convencionais de política monetária, nascido na fase final de resposta do Eurosistema à crise das dívidas soberanas e à estabilização das instituições de crédito. No seu comunicado, o Conselho de Governação do BCE referiu que espera que estas aquisições decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras e que cessem pouco antes de o BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras. Ainda relativamente ao programa de compra de ativos (APP), o Conselho do BCE anunciou que pretende continuar a reinvestir, na totalidade, as amortizações dos títulos vincendos adquiridos no âmbito deste programa, durante um período prolongado após a data em que comece a aumentar as taxas de juro diretoras e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

9. Por fim, é de referir que o Conselho do BCE decidiu lançar uma avaliação da estratégia de política monetária. Um maior detalhe sobre o âmbito e o calendário deste reexame pode ser consultado no comunicado do BCE divulgado em linha nesta [hiperligação](#).

2.2 Desenvolvimentos em janeiro e fevereiro de 2020 nos mercados da dívida

10. No mês de fevereiro, atenuou-se a tendência de queda das taxas de rendibilidade, tendo alguns países revertido, parcialmente, as quebras do mês anterior. A Bélgica, a Espanha e a Irlanda registaram uma estabilização das taxas de rendibilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos, em valores muito próximos dos registados no final do mês anterior. Em contrapartida, a Alemanha e a França voltaram a registar uma redução nas taxas de rendibilidade para os títulos emitidos a 10 anos, de - 0,17 e - 0,11 p.p., respetivamente. A dívida grega a 10 anos também registou uma quebra na sua taxa de rendibilidade, que ascendeu a - 0,22 p.p., movimento que, contudo, não foi suficiente para compensar a subida registada em janeiro (+0,29 p.p.). Em sentido contrário, Portugal e Itália registaram um aumento nas taxas de rendibilidade da dívida pública com maturidade a 10 anos de +0,09 e +0,17 p.p., respetivamente. De entre os países elencados na Tabela 1, apenas a Grécia registou um aumento das taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos desde o início de 2020; todos os restantes apresentam uma redução.

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 | 30 dez. 2019 | 31 jan. 2020 | 28 fev. 2020 | Varição mensal (em p.p.) | Varição desde o início do ano (em p.p.) |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------|---|
| Portugal | 2,50 | 3,75 | 1,91 | 1,71 | 0,43 | 0,26 | 0,35 | 0,09 | -0,09 |
| Grécia | 8,29 | 7,11 | 4,12 | 4,40 | 4,12 | 4,40 | 4,18 | -0,22 | 0,06 |
| Itália | 1,59 | 1,81 | 2,01 | 2,74 | 1,41 | 0,93 | 1,10 | 0,17 | -0,31 |
| Espanha | 1,77 | 1,38 | 1,56 | 1,41 | 0,46 | 0,23 | 0,28 | 0,05 | -0,19 |
| Irlanda | 1,15 | 0,74 | 0,66 | 0,90 | 0,11 | -0,15 | -0,17 | -0,02 | -0,29 |
| Bélgica | 0,97 | 0,53 | 0,63 | 0,77 | 0,09 | -0,19 | -0,22 | -0,03 | -0,31 |
| França | 0,99 | 0,68 | 0,78 | 0,70 | 0,12 | -0,18 | -0,29 | -0,11 | -0,41 |
| Alemanha | 0,63 | 0,20 | 0,42 | 0,24 | -0,19 | -0,44 | -0,61 | -0,17 | -0,42 |

Fonte: IGCP.

11. A contração nas taxas de rendibilidade da dívida soberana na área do euro para níveis historicamente tão baixos poderá refletir a percepção destes instrumentos como ativos de refúgio. O mercado da dívida soberana nesta união monetária pode estar a funcionar como um ativo de refúgio, sobretudo a dívida da Alemanha, que fechou o mês de fevereiro com uma rendibilidade negativa de -0,61 p.p., um nível inferior ao do final de 2019, e historicamente muito baixo. No conjunto da área do euro, eram oito os Estados-Membros com rendibilidades negativas nos títulos a 10 anos.

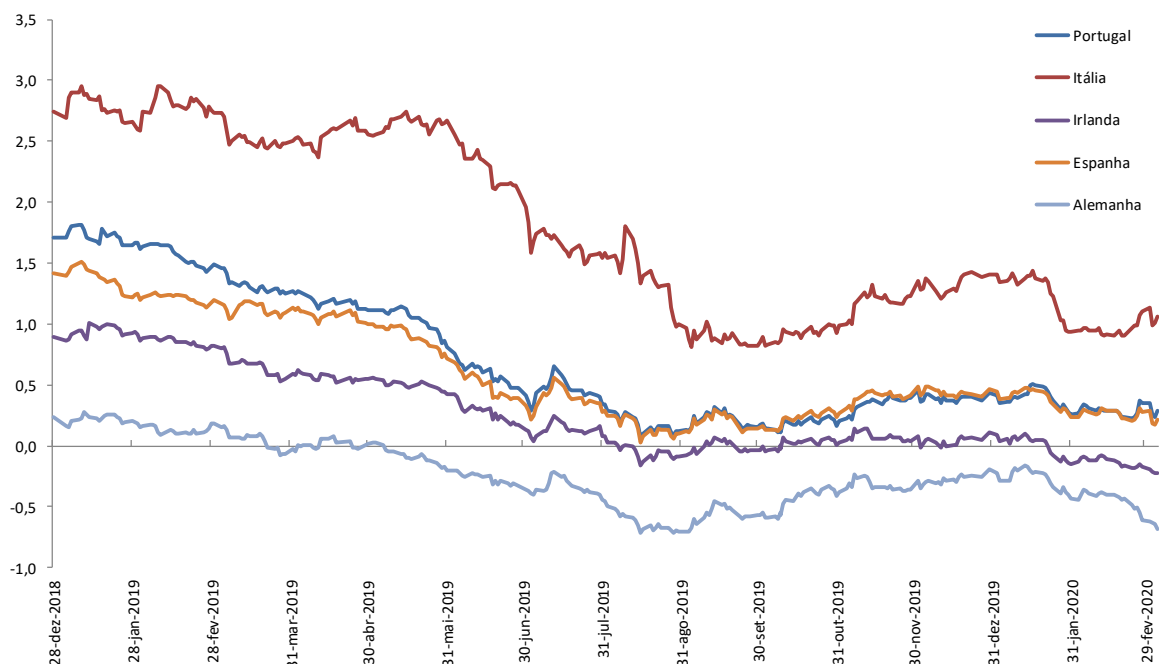
12. Os prémios de risco agravaram-se no mês de fevereiro. Os prémios de risco da dívida soberana, medidos através da diferença de rendibilidade do instrumento de um país face ao título alemão com a mesma maturidade, têm vindo a aumentar para a generalidade dos Estados-Membros, com exceção da França. Salienta-se a evolução da Grécia, com um agravamento de 48,6 p.b. desde o início do ano — Tabela 2. Também Portugal e Espanha registam aumentos expressivos do prémio de risco da sua dívida, quer no mês de fevereiro quer no acumulado desde o início de 2020 (+ 33,5 e + 23,6 p.b., respetivamente). O Gráfico 1 e o Gráfico 2 evidenciam o alargamento recente do prémio pago pela dívida portuguesa. No final de 2015 Portugal detinha o segundo nível mais elevado, de entre as sete dívidas observadas, com 188 p.b., posição que mantinha no final de 2016, com 354 p.b.. Nos anos seguintes, o prémio de risco da dívida italiana veio a ultrapassar o da dívida portuguesa. No final de 2019 Portugal ocupava o quarto lugar entre os países com maior prémio de risco (62 p.b.), ligeiramente abaixo da Espanha (65 p.b.). Contudo, desde o início de 2020 Portugal registou um aumento do prémio de risco de 33,5 p.b., acima do acréscimo registado pela Espanha (23,6 p.b.). Assim, no final de fevereiro o prémio de risco da dívida portuguesa era de 96 p.b., ligeiramente acima do de Espanha (89 p.b.), mas muito abaixo dos de Itália (171 p.b.) e da Grécia (479 p.b.).

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

| | 30 dez. 2015 | 30 dez. 2016 | 29 dez. 2017 | 28 dez. 2018 | 30 dez. 2019 | 31 jan. 2020 | 28 fev. 2020 | Varição mensal | Varição desde o início do ano |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------------------------|
| Portugal | 188 | 354 | 149 | 148 | 62 | 70 | 96 | 26,0 | 33,5 |
| Grécia | 766 | 690 | 369 | 416 | 430 | 484 | 479 | -4,7 | 48,6 |
| Itália | 97 | 161 | 158 | 250 | 160 | 137 | 171 | 34,1 | 11,1 |
| Espanha | 114 | 118 | 113 | 117 | 65 | 67 | 89 | 22,0 | 23,6 |
| Irlanda | 52 | 54 | 24 | 66 | 30 | 28 | 44 | 15,2 | 13,6 |
| França | 36 | 48 | 36 | 47 | 30 | 26 | 32 | 6,0 | 1,5 |
| Bélgica | 34 | 32 | 20 | 53 | 27 | 24 | 38 | 14,1 | 11,1 |

Fonte: IGCP.

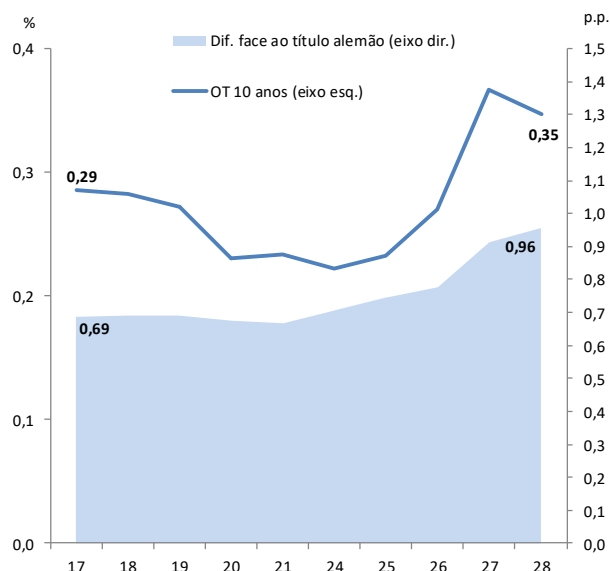
Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade (yield) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

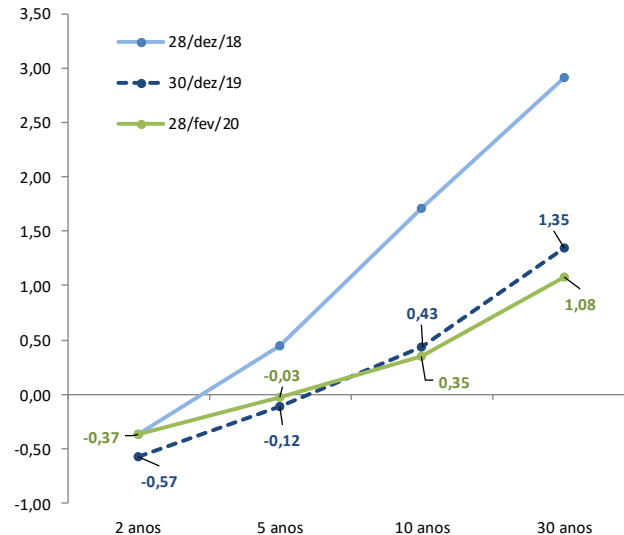
13. Desde o início do ano a curva de rendimentos da dívida portuguesa ficou menos inclinada. Esta alteração na posição da curva reflete o ligeiro aumento nas taxas de rendibilidade da dívida portuguesa a dois e cinco anos e a sua redução nas maturidades mais longas, a 10 e 30 anos (Gráfico 3).

Gráfico 2 – Evolução diária em fevereiro de 2020 da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e em pontos percentuais)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

2.3 Primeiras decisões de política monetária tomadas em resposta ao impacto económico da pandemia

14. Já no decurso do mês de março, o BCE decidiu adotar um conjunto de medidas de política monetária em resposta ao impacto económico adverso da pandemia COVID-19. Em declarações à

Bloomberg, a 11 de março, a presidente da autoridade monetária da Área do Euro afirmou que sem uma ação coordenada a Europa irá "assistir a um cenário que irá fazer-nos lembrar a crise financeira de 2008".¹ Acrescentou, contudo, que com a resposta certa à epidemia, o impacto económico do vírus poderá ser apenas temporário. Na reunião de 12 de março, o Conselho de Governação do BCE decidiu adotar um pacote abrangente de medidas de política monetária, cujo elenco é o seguinte:

- Realizar, a título temporário, Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado (ORPA) adicionais com o objetivo de proporcionar apoio imediato de liquidez ao sistema financeiro da área do euro. As ORPA proporcionarão liquidez em condições favoráveis para cobrir o período até à realização de nova Operação de Refinanciamento de Prazo Alargado Direcionada III (ORPA Direcionada III) em junho de 2020;²
- No âmbito das ORPA Direcionadas III, serão aplicadas condições consideravelmente mais favoráveis, durante o período que medeia entre junho de 2020 e junho de 2021, a todas as ORPA Direcionadas III vigentes neste horizonte temporal. Estas operações apoiarão a concessão de crédito bancário aos mais afetados pela propagação do coronavírus, em particular as pequenas e médias empresas. Ao longo deste período, a taxa de juro aplicada a estas ORPA direcionadas III situar-se-á 25 pontos-base abaixo da média da taxa de juro aplicada às operações principais de refinanciamento do Eurosistema. Para contrapartes que mantenham os seus níveis de cedência de crédito, a taxa aplicada a estas operações será inferior e, durante o período que terminará em junho de 2021, poderá situar-se até 25 pontos base abaixo da média da taxa de juro da facilidade permanente de depósito. Além disso, o montante máximo total que as contrapartes poderão doravante solicitar em empréstimos, no âmbito das ORPA Direcionadas III, é aumentado para 50% dos seus empréstimos elegíveis à data de 28 de fevereiro de 2019. Neste contexto, o Conselho do BCE incumbirá os comités do Eurosistema de investigar medidas de redução da restritividade ao nível dos ativos de garantia para assegurar que as contrapartes continuam a poder utilizar plenamente o apoio financeiro;
- Será adicionado até ao final do ano um envelope temporário de aquisições adicionais líquidas de ativos, no montante de 120 mil M€, assegurando um forte contributo dos programas de compra de ativos do sector privado. Em articulação com o atual programa de compra de ativos (APP — *Asset Purchase Programme*), estas aquisições irão contribuir para condições de financiamento mais favoráveis para a economia real numa altura de incerteza acrescida. De acordo com o comunicado, o Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições líquidas de ativos decorram enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das suas taxas diretoras e que cessem pouco antes de começar a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE;
- A taxa de juro aplicável às principais operações de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito permanecerão inalteradas em 0,00%, 0,25% e -0,50%, respetivamente. O Conselho do BCE espera que as taxas de juro diretoras do BCE se mantenham nos níveis atuais ou em níveis inferiores até observar que as perspetivas de inflação estão a convergir de forma robusta para um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente;
- As amortizações dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP continuarão a ser reinvestidos na totalidade, durante um período prolongado de tempo após a data a partir da qual o Conselho do BCE comece a aumentar as taxas de juro diretoras do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

¹ Bloomberg, 11 de março de 2020, 10h44m: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-11/ecb-s-lagarde-warns-of-2008-style-crisis-without-urgent-action>

² As Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado Direcionadas (ORPA Direcionadas ou TLTROs nas iniciais em inglês) são um dos instrumentos de política monetária não convencionais do BCE. Através das ORPA Direcionadas, o BCE concede empréstimos de longo prazo a bancos, oferecendo-lhes um incentivo para disponibilizar mais crédito e mais barato às empresas e aos consumidores na área do euro. É mais uma ferramenta para assegurar o cumprimento do objetivo principal da política monetária, que é promover o regresso da taxa de inflação a níveis inferiores, mas próximos, de 2% nas previsões de médio prazo. A primeira série de ORPA Direcionadas foi lançada em 2014. A segunda série foi introduzida em março de 2016, sendo designada "ORPA direcionadas II". A terceira série foi anunciada em 7 de março de 2019, sendo designada "ORPA Direcionadas III".

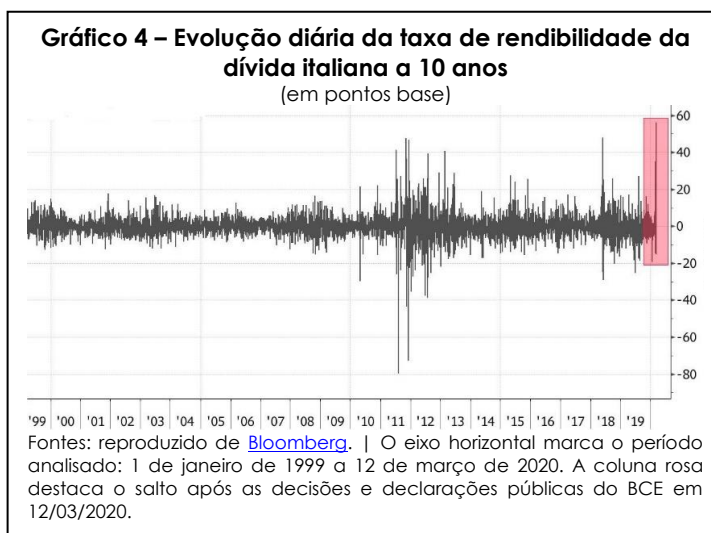
15. Na semana seguinte, a 18 de março, o BCE anunciou um novo programa de compra de ativos, designado por Programa de Compra de Emergências Pandêmicas, no valor de 750 mil M€ de euros. No dia 18 de março de 2020, o Conselho do BCE decidiu o seguinte:

- Lançar um novo programa de compra temporária de ativos de títulos dos sectores público e privado para combater os graves riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária e as perspectivas para a área do euro decorrentes do surto e da crescente difusão do coronavírus SARS-CoV-2. O novo Programa de Compra de Emergências Pandêmicas (PEPP — *Pandemic Emergency Purchase Programme*) terá um envelope total de 750 mil M€. As compras serão realizadas até ao final de 2020 e incluirão todas as categorias de ativos elegíveis no programa de compra de ativos (APP) já existente. O Conselho do BCE encerrará as compras de ativos líquidos ao abrigo do PEPP quando considerar que a fase de crise do novo coronavírus terá terminado, mas, em qualquer caso, não antes do final de 2020.³
- Expandir o espectro de ativos elegíveis no âmbito do Programa de Compras do Sector Empresarial (CSPP nas iniciais em inglês) para papel comercial não financeiro, tornando todos os papéis comerciais com qualidade de crédito suficiente para serem elegíveis no âmbito do programa de compras CSPP;
- Facilitar os padrões de garantias (colaterais) ajustando os principais parâmetros de risco da estrutura de garantias.

16. No seu comunicado de 18 de março, o Conselho do BCE vincou que irá garantir que todos os sectores da economia possam beneficiar de condições de financiamento favoráveis que lhes permitam absorver o choque provocado por esta pandemia. Esta garantia aplica-se igualmente a famílias, empresas, bancos e ao sector público. O Conselho do BCE anunciou ainda que fará tudo o que for necessário, dentro do seu mandato, estando preparado para aumentar a dimensão dos programas de compra de ativos e ajustar a sua composição, tanto quanto requerido e pelo tempo necessário. Na medida em que alguns limites (impostos pelo próprio BCE) possam dificultar as ações que o BCE deve tomar para cumprir com o seu mandato, o Conselho do BCE considerará revê-los na medida do necessário para tornar a sua ação proporcional aos riscos que a economia enfrenta.

17. As taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos reagiram às decisões do BCE e às conferências de imprensa da sua presidente. Denotavam tendência de queda desde o início de 2020 (vide Gráfico 1).

Na conferência de imprensa que se seguiu à reunião do Conselho de Governação do BCE de 12 de março, Christine Lagarde declarou que “não estamos aqui para fechar *spreads*. (...) Essa não é a função nem a missão do BCE”.⁴ De imediato, os mercados foram inundados com ordens de venda de títulos italianos, espanhóis e portugueses. O Gráfico 4 evidencia o salto na taxa de rendibilidade da dívida italiana no dia 12 de março, mostrando que excedeu os picos da crise económica e financeira no início da década. Na escala de 9 a 23 de março, pode ver-se no Gráfico 6 o que aconteceu às taxas no mercado secundário de Alemanha, Irlanda, Espanha, Portugal e Itália. Todas subiram no período que mediou entre as duas reuniões para decisões de política monetária no BCE. Após o novo pacote de decisões em 18 de março, as taxas retomaram marcha descendente. O prémio

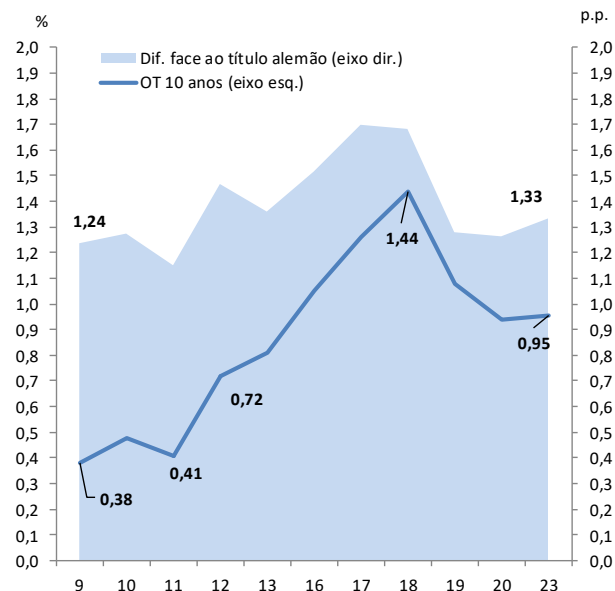


³ Para as compras de títulos do sector público, a repartição de referência entre jurisdições continuará a ser a chave de capital dos bancos centrais nacionais. As compras ao abrigo do novo PEPP serão conduzidas de maneira flexível, permitindo flutuações na distribuição dos fluxos de compras ao longo do tempo, entre classes de ativos e entre jurisdições. Será concedida uma renúncia aos requisitos de elegibilidade para valores mobiliários emitidos pela república Helénica para compras no âmbito do PEPP.

⁴ Artigo de John Ainger na agência de notícias [Bloomberg](#) às primeiras horas de 13/03/2020.

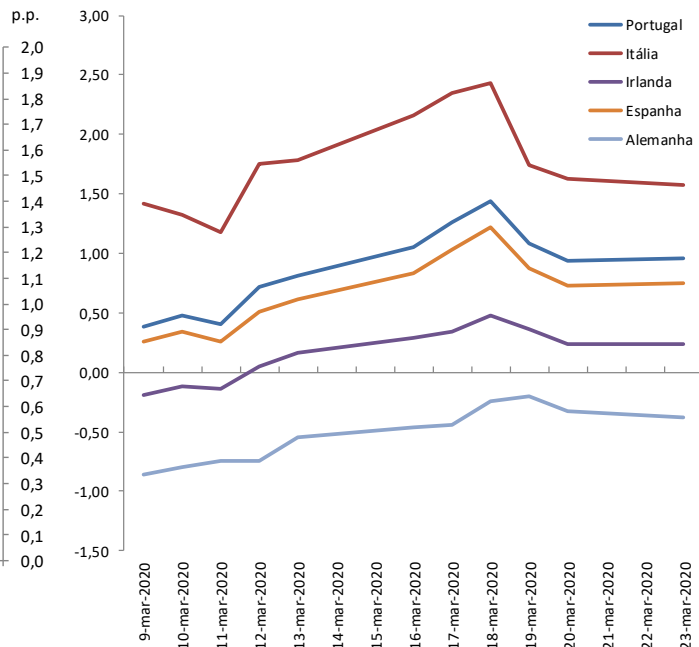
de risco exigido pelo mercado à dívida soberana portuguesa, medido pelo diferencial (spread) de rentabilidade face aos títulos alemães da mesma maturidade (área azul no Gráfico 5), caiu a partir dessa data, embora permanecesse em 23 de março acima dos níveis registados antes do primeiro pacote de medidas de política monetária.

Gráfico 5 – Evolução diária em fevereiro de 2020 da taxa de rentabilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e em pontos percentuais)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 6 – Evolução das taxas de rentabilidade (yield) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

3 Evolução da dívida pública

18. Nesta secção é analisada a restrição de tesouraria do Estado, bem como a dívida pública em várias dimensões. Na Subsecção 3.1 é analisada a restrição de tesouraria do Estado, com destaque para as necessidades líquidas de financiamento enfrentadas por este subsector e os movimentos com ativos e passivos financeiros que lhe estão subjacentes. Na Subsecção 3.2 é analisada a evolução da dívida direta do Estado em termos mensais e face ao período homólogo, com detalhe para os passivos titulados, não titulados e empréstimos efetuados ao abrigo do PAEF. É também analisada a despesa com juros e outros encargos da dívida pública. As novas emissões de dívida pública, as condições em que foram efetuadas e o perfil de amortização a curto, médio e longo prazo concluem esta Subsecção. Na Subsecção 3.3 analisa-se a dívida pública na definição de *Maastricht* e procede-se à sua desagregação subsectorial para conhecer os desenvolvimentos consolidados nas Administrações Regional e Local. Por fim, na Subsecção 3.4 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até ao final de 2019.

3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros

19. A restrição orçamental do subsector Estado, aferida em contabilidade pública, encontra-se espelhada na Tabela 3, evidenciando-se: a execução de 2018, a execução mensal em 2019 (janeiro a dezembro), a execução provisória de 2019, a previsão para 2020 (POE/2020) e a execução mensal em janeiro de 2020. A primeira linha ("Receita líquida proveniente de passivos financeiros") 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, esta grandeza é igual à diferença entre o saldo total e a soma da "despesa líquida em ativos financeiros" com os valores

simétricos do saldo global e do saldo da gerência anterior.⁵ A partir da publicação do [Relatório n.º 35/2018](#) divulgado em 28 de novembro de 2018, a UTAO alterou a designação na linha 1 desta tabela 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 na perspetiva contabilística das contas nacionais. É verdade que a receita líquida de passivos financeiros na Tabela 3 mede o mesmo conceito em contabilidade pública orçamental. Nos dois casos, indicam o valor do financiamento líquido que o subsector Estado concede ao (obtém do) conjunto dos demais sectores institucionais da economia — incluindo os outros subsectores das Administrações Públicas). No entanto, para evitar confusões, quando pretender referir-se às necessidades/capacidades líquidas de financiamento em contabilidade pública, a UTAO está a referir-se à diferença entre receita e despesa obtida em operações com passivos financeiros.

20. Em 2019, as necessidades líquidas de financiamento do Estado (na ótica de tesouraria) excederam as de 2018. Com efeito, no ano transato o Estado teve de garantir uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 9526 M€, um valor que se situa acima do de 2018 em +2187 M€. Para este resultado, contribuíram dois fatores no mesmo sentido. Por um lado, o saldo global agravou as necessidades líquidas de financiamento em 303 M€, o valor da diferença entre o saldo global de 2019 (- 3969 M€) e o de 2018 (- 3666 M€) — Linha 2 da Tabela 3. Por outro lado, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado cresceu em 2019, ascendendo a 5557 M€, mais 1884 M€ do que em 2018.

21. A despesa (bruta) em ativos financeiros exigiu do Estado um endividamento de 6357 M€, essencialmente destinado a dotações de capital (3276 M€) e à concessão de empréstimos de médio e longo prazo (3020 M€) a entidades de outros subsectores. Em ambos os casos, a execução do ano 2019 impôs ao Estado um maior esforço financeiro face ao anterior: + 1739 M€ para dotações de capital e + 341 M€ para empréstimos a médio/longo prazo — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe da despesa em ativos financeiros efetuada pelo Estado em 2019.

⁵ Na ótica de caixa da contabilidade pública orçamental, o Saldo Total (ST) do Estado em determinado exercício é a diferença entre todas as receitas cobradas e todas as despesas pagas ao longo desse período. Algebricamente, a restrição de tesouraria do Estado num dado exercício é dada pela igualdade $ST = (R_{Efetiva} - D_{Efetiva}) + (R_{PF} - D_{PF}) + (R_{AF} - D_{AF}) + S_{Gerência Ant.}$. As letras R e D designam receita e despesa, respetivamente, os índices inferiores PF e AF representam passivos financeiros e ativos financeiros. O lado esquerdo exprime o excesso de fundos arrecadados durante o período. O lado direito indica as origens ou fontes líquidas desse excedente de tesouraria. São elas o Saldo Global (SG), por definição igual à diferença entre receita e despesa efetivas, o saldo de operações com passivos financeiros ($R_{PF} - D_{PF}$), o saldo de operações com ativos financeiros ($R_{AF} - D_{AF}$) e, ainda, o saldo transitado da gerência anterior e incorporado na execução do exercício em causa ($S_{Gerência Ant.}$). A restrição pode ser reescrita assim: $R_{PF} - D_{PF} = ST - SG + (D_{AF} - R_{AF}) - S_{Gerência Ant.}$. Os fluxos na equação podem ser medidos em termos previsionais, como sucede quando o Orçamento do Estado é preparado, ou em termos executados, quando são observados após a realização das operações económicas que lhes subjazem. O lado esquerdo da segunda equação ($R_{PF} - D_{PF}$) é a receita líquida de passivos financeiros e traduz as necessidades líquidas de financiamento que o Estado prevê obter (orçamento) ou teve necessidade de obter (no decurso da execução orçamental), expressas em fluxos de caixa. Estas necessidades líquidas têm origem em duas parcelas distintas, uma efetiva (o simétrico do SG), e outra não efetiva, formada pelo excesso do Saldo Total (ST) sobre a despesa líquida em ativos financeiros ($D_{AF} - R_{AF}$) e o simétrico do Saldo da Gerência Anterior. Por conseguinte, um SG positivo liberta meios de financiamento para operações não efetivas, em vez de exigir necessidades líquidas de financiamento. Pelo contrário, um SG negativo exige necessidades de financiamento. Na perspetiva dos passivos financeiros, as necessidades líquidas de financiamento (lado esquerdo da segunda equação) correspondem à diferença entre as novas emissões de passivos financeiros (R_{PF} , receita de passivos financeiros) e as amortizações de capital (redução no stock de passivos financeiros; D_{PF} , despesa com passivos financeiros). Quando o Estado obtém um empréstimo, a receita com origem em passivos financeiros aumenta; pelo contrário, a amortização de um empréstimo por parte do Estado gera uma despesa com passivos financeiros. Quando o Estado concede um empréstimo a uma entidade de outro subsector, o montante desse empréstimo constitui para si uma despesa com ativos financeiros; em sentido contrário, quando o Estado é reembolsado de um empréstimo que tinha concedido anteriormente a outro subsector, regista uma receita de ativos financeiros. A primeira linha da Tabela 3 exibe a receita líquida de passivos financeiros ($R_{PF} - D_{PF}$). As linhas seguintes mostram as aplicações desta receita líquida: financiamento do déficit global, financiamento da despesa líquida em ativos financeiros e financiamento do déficit transitado da gerência anterior. Esclarece-se que as execuções de 2018 e 2019, bem como a previsão orçamental para 2020, registam valores nulos para o saldo da gerência anterior e o saldo total.

Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública

(em milhões de euros)

| | CGE 2018 | Execução mensal em 2019 | | | | | | | | | | | | Execução anual 2019 | | | Execução janeiro | | | POE 2020 |
|---|---------------|-------------------------|--------------|-------------|---------------|--------------|--------------|-------------|-------------|---------------|---------------|-------------|--------------|------------------------|---------------|---------------|------------------|-------------|-------------|---------------|
| | | Jan | Fev | Mar | Abr | Mai | Jun | Jul | Ago | Set | Out | Nov | Dez | Exec. Prov. 2019 | OE 2019 | Desvio | 2019 | 2020 | Δ | |
| 1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6) | 7 339 | 211 | 2 089 | 737 | 2 574 | 1 155 | 1 623 | -618 | -520 | -1 329 | 2 703 | 715 | 612 | 9 526 | 12 966 | -3 440 | 211 | 100 | -111 | 10 430 |
| 2. Saldo global | -3 666 | 139 | -444 | -663 | -2 548 | -190 | -772 | 619 | 585 | 1 452 | -2 005 | -675 | 531 | -3 969 | -5 426 | 1 457 | 139 | -137 | -276 | -5 874 |
| 3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3) | 4 778 | 424 | 1 657 | 76 | 28 | 982 | 1 112 | 32 | 104 | 140 | 705 | 46 | 1 474 | 6 357 | 8 462 | -2 104 | 424 | 0 | -424 | 5 463 |
| 3.1 Empréstimos médio/longo prazo | 2 679 | 0 | 6 | 61 | 18 | 865 | 936 | 2 | 0,3 | 78 | 0,4 | 46 | 1 007 | 3 020 | 3 734 | -714 | 0 | 0 | 0 | 3 228 |
| 3.2 Dotações de Capital | 1 537 | 424 | 1 369 | 15 | 10 | 117 | 174 | 30 | 104 | 62 | 680 | 0 | 433 | 3 276 | 4 038 | -762 | 424 | 0 | -424 | 1 579 |
| 3.3 Outros | 562 | 0 | 282 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 25 | 0 | 34 | 62 | 690 | -628 | 0 | 0 | 0 | 656 |
| 4. Receita de ativos financeiros | 1 105 | 74 | 12 | 2 | 3 | 17 | 262 | 31 | 39 | 17 | 7 | 6 | 331 | 801 | 922 | -121 | 74 | 38 | -36 | 907 |
| 5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4) | 3 673 | 350 | 1 645 | 74 | 25 | 965 | 850 | 1 | 65 | 123 | 699 | 40 | 1 143 | 5 557 | 7 540 | -1 983 | 350 | -38 | -388 | 4 556 |
| 6. Saldo da gerência anterior | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7. Saldo Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Fontes: DGO e cálculos da UTAO. | Notas: i) Por definição de restrição de tesouraria, a receita líquida com origem em passivos financeiros é igual à diferença entre o saldo total e a soma dos simétricos do saldo global e do saldo da gerência anterior com a despesa líquida em ativos financeiros — explicação na nota de rodapé 5. ii) A execução provisória de 2019 difere do total acumulado das execuções mensais apresentadas em razão da revisão de informação entretanto efetuada pela DGO; os dados definitivos serão publicados pela DGO na Conta Geral do Estado de 2019, no final de junho de 2020. iii) A POE/2020 considera em "Despesa em ativos financeiros — Outros" um total de 656 M€, dos quais 520 M€ respeitam a uma dotação centralizada no programa orçamental do Ministério das Finanças para regularização de passivos e aplicação em ativos financeiros. Em 2019, esta verba ascendeu a 380 M€.

22. Em 2019, a grande maioria da despesa em ativos financeiros teve como destino as Entidades Públicas Reclassificadas (EPR), quer sob a forma de dotações de capital quer sob a forma de empréstimos. Em 2019 a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 6357 M€ distribuídos, maioritariamente, por dotações de capital (3276 M€) e empréstimos a médio e longo prazo (3020 M€). Em ambos os casos, a grande maioria desta despesa teve como destino o financiamento das EPR. Com efeito, do total de despesa efetuada em dotações de capital (3276 M€), 3206 M€ destinaram-se a EPR, designadamente para as seguintes entidades:

| | |
|--|----------|
| — Infraestruturas de Portugal, S.A. | 1392 M€; |
| — Hospitais E.P.E. | 688 M€; |
| — Metropolitano de Lisboa, E.P.E. | 550 M€; |
| — CP — Comboios de Portugal | 547 M€; |
| — EDIA — Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. | 29 M€. |

No tocante à concessão de empréstimos, de um total de 3020 M€ concedidos pelo Estado, cerca de 2917 M€ teve como destino as seguintes EPR:

| | |
|-----------------------------------|----------|
| — Parvalorem, S.A. | 1204 M€; |
| — Fundo de Resolução | 850 M€; |
| — Metro do Porto, S.A. | 659 M€; |
| — Metropolitano de Lisboa, E.P.E. | 132 M€ |
| — PARUPS, S.A. | 45 M€; |
| — PARPARTICIPADAS, S.A. | 17,3 M€; |
| — Transtejo, S.A. | 9,6 M€. |

23. Relativamente à receita de ativos financeiros, o total arrecadado em 2019 foi 801 M€. A grande maioria desta receita resultou da amortização de empréstimos de médio e longo prazo, num total de 714 M€, dos quais: 487,3 M€ pela Metro do Porto, S.A., 115,3 M€ por municípios, 61,2 M€ pela Região Autónoma da Madeira (RAM) ao abrigo do PAEF-RAM, 15 M€ pela Região Autónoma dos Açores (RAA) no âmbito do Acordo de Assistência Financeira e 30 M€ pelo Fundo de Apoio Municipal (FAM).

24. Face aos valores inicialmente orçamentados, e numa ótica de tesouraria, o Estado teve de se financiar num valor inferior ao máximo previsto no OE/2019. Com efeito, a receita líquida proveniente de passivos financeiros situou-se 3440 M€ aquém do previsto. Este resultado decorreu, por um lado, do facto de se ter alcançado um défice inferior ao previsto no OE/2019, em cerca de 1457 M€. Por outro lado, a despesa líquida em ativos financeiros situou-se 1983 M€ abaixo do previsto — linha 5 da Tabela 3.

25. Para 2020, a POE apresenta necessidades líquidas de financiamento, na ótica de caixa, acima da execução provisória de 2019. De acordo com os valores constantes da POE/2020, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 10 430 M€, mais 904 M€ do que a execução provisória de 2019, mas menos 2536 M€ do que fora orçamentado para 2019. A previsão para 2020 tem subjacente o agravamento do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para cerca de - 5874 M€ (1905 M€ abaixo do saldo provisório do subsector Estado executado em 2019), e uma diminuição da despesa líquida em ativos financeiros para 4556 M€ (1001 M€ abaixo da execução provisória de 2019).

3.2 Dívida direta do Estado

26. O valor da dívida direta do subsector Estado no final de fevereiro de 2020 foi superior ao observado no mês homólogo, maioritariamente em resultado do aumento do stock de dívida titulada de médio e longo prazo. Este aumento foi parcialmente compensado pela redução no montante em dívida no âmbito do PAEF. Em fevereiro de 2020, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 253 452 M€ (Tabela 4), refletindo um acréscimo de 3214 M€ em cadeia mensal decorrente do aumento líquido da Dívida titulada a curto e a médio e longo prazos (+2764 M€), em particular dos Bilhetes do Tesouro e das Obrigações do Tesouro, e da dívida não titulada, com maior relevo para os Certificados de Tesouro cujo contributo foi de 402 M€. Tendo por referência o período homólogo de 2019, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 4407 M€, sobretudo em consequência do aumento na dívida titulada de médio e longo prazo (+ 6594 M€), em parte compensado pela amortização de 2000 M€ de dívida contraída junto do Fundo Europeu de Estabilização Financeira no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) e pela diminuição da dívida titulada de curto prazo (- 768 M€), sobretudo de Bilhetes do Tesouro. O crescimento da dívida titulada a médio e longo prazos resulta do incremento de 4,8% (+6264 M€) no stock de Obrigações do Tesouro. Em resultado desta evolução, registou-se um aumento da maturidade média da dívida direta titulada. No tocante à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo do stock de Certificados de Aforro (+1,4%) e de Certificados do Tesouro (+1,0%). Tal como já referido, registou-se uma descida na dívida contraída no âmbito do PAEF, de 51 628 M€ para 49 628 M€, devido ao reembolso antecipado de 2000 M€ ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF) que ocorreu em outubro de 2019.

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

| | fev/19 | jan/20 | fev/20 | Variação (%) | | | Variação (M€) | |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|-------------|--------------|---------------|---------------|
| | | | | Mensal | Homóloga | Peso (%) | Mensal | Homóloga |
| Titulada | 164 795 | 167 857 | 170 621 | 1,6 | 3,5 | 67,3 | 2 764 | 5 826 |
| Curto prazo | 20 443 | 18 410 | 19 675 | 6,9 | -3,8 | 7,8 | 1 264 | - 768 |
| Médio e longo prazo | 144 352 | 149 447 | 150 946 | 1,0 | 4,6 | 59,6 | 1 499 | 6 594 |
| Não titulada | 32 168 | 32 057 | 32 478 | 1,3 | 1,0 | 12,8 | 421 | 310 |
| Cert. Aforro | 11 906 | 12 051 | 12 070 | 0,2 | 1,4 | 4,8 | 19 | 163 |
| Cert. do Tesouro | 16 594 | 16 358 | 16 760 | 2,5 | 1,0 | 6,6 | 402 | 166 |
| Outra - ML prazo | 3 668 | 3 649 | 3 649 | 0,0 | -0,5 | 1,4 | 0 | - 19 |
| Contas margem | 453 | 696 | 725 | 4,2 | 59,9 | 0,3 | 29 | 271 |
| Assist. Financeira | 51 628 | 49 628 | 49 628 | 0,0 | -3,9 | 19,6 | 0 | -2 000 |
| Total | 249 045 | 250 238 | 253 452 | 1,3 | 1,8 | 100,0 | 3 214 | 4 407 |

Por memória:

| | | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|-----|------|------|-------|-------|
| Transaccionável | 158 070 | 160 384 | 163 138 | 1,7 | 3,2 | 64,4 | 2 754 | 5 068 |
| Não Transaccionável | 91 428 | 90 550 | 91 039 | 0,5 | -0,4 | 35,9 | 489 | - 390 |
| Euro | 245 014 | 245 906 | 249 091 | 1,3 | 1,7 | 98,3 | 3 186 | 4 077 |
| Não euro | 4 030 | 4 333 | 4 360 | 0,6 | 8,2 | 1,7 | 28 | 330 |
| Contas margem | 453 | 696 | 725 | 4,2 | 59,9 | 0,3 | 29 | 271 |

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.

27. Em 2019, a despesa com juros da dívida direta pública manteve-se em linha com o ano anterior, mas abaixo do previsto no OE/2019. No exercício de 2019, a despesa com juros e outros encargos foi de 7169 M€ (Tabela 5), refletindo uma variação anual de 0,3% (+24 M€) quando comparado com 2018. Face à previsão constante no OE/2019, a despesa com juros e outros encargos situou-se 198 M€ abaixo do previsto, registando-se um grau de execução de 97,3%. Para este resultado contribuíram, sobretudo, três fatores. Em primeiro lugar, a redução na despesa com juros no âmbito do PAEF, de 1178 M€ em 2018 para 1058 M€ em 2019 (- 120 M€). Face à previsão do OE/2019 para encargos com juros dos empréstimos do PAEF (1162 M€), a execução efetiva de 2019 veio a situar-se 104 M€ aquém do previsto, com um grau de execução de 91,1%, beneficiando da amortização antecipada de dívida às instituições internacionais, designadamente: i) ao FMI, em dezembro de 2018, no montante de 4704 M€; ii) ao FEEF, em outubro de 2019, no montante de 2000 M€. Em segundo lugar, os juros das Obrigações do Tesouro (OT) ascenderam a 4858 M€ em 2019, situando-se 69 M€ abaixo do previsto no OE/2019 (4926 M€), refletindo um grau de execução de 98,6%. Por fim, é ainda de referir uma diminuição nas comissões pagas, quer em termos homólogos (diminuição de 21 M€ face a 2018), quer face à previsão para 2019, cuja execução ficou 39 M€ abaixo do previsto (grau de execução de 61,2%). No que respeita aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros é negativo (- 35 M€ em 2018 e - 45 M€ em 2019) facto que decorre da 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 780 M€ em 2019, refletindo um aumento de 48 M€ face a 2018 (+6,6%). Esta taxa de crescimento foi superior à taxa de variação do stock médio destes instrumentos de dívida pública (3,8%), indiciando um encargo superior com juros em resultado do pagamento de prémios de manutenção destes títulos.⁶

Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida: 2018 e meses de 2019
(em milhões de euros)

| | 2018 (M€) | Execução mensal 2019 (M€) | | | | | | | | | | | | OE/2019 (M€) | 2019 (M€) |
|--------------------------------------|--------------|------------------------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|
| | | jan | fev | mar | abr | mai | jun | jul | ago | set | out | nov | dez | | |
| Juros da dívida pública | 7 063 | 169 | 1 230 | 327 | 1 402 | 207 | 1 069 | 431 | 172 | 210 | 1 653 | 117 | 121 | 7 267 | 7 108 |
| Bilhetes do Tesouro | -35 | -10 | 0 | -9 | 0 | -7 | 0 | -8 | 0 | -7 | 0 | -4 | 0 | -42 | -45 |
| Obrigações do Tesouro | 4 842 | 0 | 1 079 | 23 | 1 253 | 3 | 828 | 244 | 0 | 0 | 1 415 | 13 | 0 | 4 926 | 4 858 |
| Empréstimos PAEF | 1 178 | 24 | 22 | 261 | 17 | 133 | 184 | 49 | 74 | 143 | 73 | 48 | 30 | 1 162 | 1 058 |
| Certif. Aforro e Tesouro | 732 | 148 | 48 | 58 | 56 | 55 | 48 | 64 | 65 | 55 | 67 | 51 | 67 | 787 | 780 |
| CEDIC / CEDIM | 8 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 1 | 3 | 0 | 1 | 3 | 0 | 0 | 8 | 13 |
| Outros | 339 | 7 | 81 | -6 | 72 | 24 | 7 | 79 | 34 | 19 | 96 | 9 | 23 | 426 | 444 |
| Comissões | 82 | 25 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 3 | 20 | 3 | 2 | 3 | -12 | 100 | 61 |
| Empréstimos PAEF | 28 | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 26 | 15 |
| Outros | 54 | 10 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 3 | 20 | 3 | 2 | 3 | -12 | 74 | 47 |
| Juros e outros encargos pagos | 7 145 | 194 | 1 233 | 331 | 1 405 | 211 | 1 073 | 434 | 192 | 213 | 1 656 | 120 | 108 | 7 367 | 7 169 |
| Tvh (%) | - | 25,9 | 3,2 | 8,9 | 6,4 | 6,4 | -26,9 | 3,4 | -1,1 | -3,5 | 22,2 | -22,3 | -33,5 | 3,1 | 0,3 |

Por memória:

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|-------|------|-------|-----|-------|-----|-------|-----|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Juros recebidos de aplicações | 1 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 39 | -2 |
| Juros e outros enc. líquidos | 7 146 | 191 | 1 233 | 331 | 1 405 | 211 | 1 073 | 434 | 193 | 213 | 1 656 | 120 | 108 | 7 406 | 7 168 |
| Tvh (%) | - | 24,2 | 3,4 | 8,9 | 6,4 | 6,3 | -26,9 | 3,4 | -0,9 | -4,1 | 22,1 | -22,8 | -32,8 | 3,6 | 0,3 |

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

28. No período janeiro–fevereiro de 2020, registou-se um aumento da despesa com juros da dívida direta pública. Nos primeiros dois meses de 2020, a despesa com juros e outros encargos foi de 1443 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 6), o que reflete um crescimento de 1,1% (+15 M€) quando comparado com igual período do ano anterior, sendo esta variação de sinal contrário à prevista no OE/2020 para o conjunto do ano (- 0,4%; - 32 M€). Este acréscimo foi determinado pelo crescimento da despesa com juros das Obrigações do Tesouro (OT), de 1079 M€ para 1116 M€ (+37 M€). Esta evolução

⁶ Como exemplo deste perfil remuneratório, refiram-se os Certificados do Tesouro "Poupança Mais": nos 4.º e 5.º anos, ao valor da taxa de juro fixa, 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.

reflete uma variação de 3,4%, para o que contribuiu a emissão de dívida em 2019 associada a OT cujo cupão é pago em fevereiro. Em sentido contrário, contribuindo para uma subida menos acentuada dos juros suportados, salienta-se a diminuição na despesa com juros no âmbito do PAEF, de 46 M€ para 32 M€, por via da amortização antecipada ao FEEF, de 2000 M€, ocorrida em outubro de 2019. Quanto aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros manteve-se negativo no período janeiro–fevereiro (– 10 M€), em linha com o período homólogo, refletindo o facto de a curva de rendimentos da dívida soberana de Portugal manter taxas de rentabilidade negativas para maturidades curtas. No tocante 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, no período janeiro–fevereiro, foi 187 M€, refletindo uma redução de 9 M€ (– 4,4%) face ao período homólogo do ano anterior. Esta redução foi superior à taxa de variação do stock médio destes instrumentos de dívida pública (– 1,0%), podendo ter ocorrido uma alteração na composição da carteira de títulos, quer pelo seu vencimento, quer por resgate antecipado, sendo que as subscrições mais recentes destes títulos apresentam uma menor taxa fixa de remuneração.⁷

Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida: até fevereiro de 2020 e período homólogo de 2019

(em milhões de euros)

| | Execução jan-fev (M€) | | | OE/2020 (M€) | Grau de execução jan-fev (%) | |
|--------------------------------------|--------------------------|--------------|------------|-----------------|---------------------------------|-------------|
| | 2019 | 2020 | Tvh (%) | | 2019 | 2020 |
| Juros da dívida pública | 1 399 | 1 413 | 1,0 | 7 037 | 19,3 | 19,9 |
| Bilhetes do Tesouro | -10 | -10 | 0,7 | -47 | 22,8 | 21,6 |
| Obrigações do Tesouro | 1 079 | 1 116 | 3,4 | 4 747 | 21,9 | 23,0 |
| Empréstimos PAEF | 46 | 32 | -29,6 | 1 052 | 3,9 | 3,0 |
| Certif. Aforro e Tesouro | 196 | 187 | -4,4 | 794 | 24,9 | 24,0 |
| CEDIC / CEDIM | 0 | 0 | 5,8 | 20 | 3,0 | 2,0 |
| Outros | 88 | 88 | -0,3 | 472 | 20,6 | 19,7 |
| Comissões | 28 | 29 | 3,0 | 100 | 28,3 | 47,6 |
| Empréstimos PAEF | 15 | 14 | -1,4 | 14 | 56,1 | 98,6 |
| Outros | 14 | 15 | 7,7 | 86 | 18,5 | 31,6 |
| Juros e outros encargos pagos | 1 427 | 1 443 | 1,1 | 7 137 | 19,4 | 20,1 |
| Tvh (%) | - | - | - | -0,4 | - | - |

Por memória:

| | | | | | | |
|-------------------------------|-------|-------|-----|-------|----|------|
| Juros recebidos de aplicações | -3,0 | -3,5 | 15 | 43 | - | - |
| Juros e outros enc. líquidos | 1 424 | 1 439 | 1,0 | 7 180 | 19 | 20,1 |
| Tvh (%) | - | - | - | 0,2 | - | - |

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

29. O montante total de dívida pública detida pelas famílias registou uma queda significativa em janeiro de 2020, recuperando parcialmente no mês seguinte para valores inferiores ao máximo alcançado no final de 2019. Em fevereiro de 2020, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro registou o valor de 28 829 M€, refletindo uma quebra de 661 M€ em janeiro e uma recuperação de 421 M€ em fevereiro. Contudo, o valor registado no final de fevereiro situa-se ao nível de julho de 2019, revertendo, em parte, a tendência de crescimento sustentado que este agregado tem vindo a registar. Esta evolução deveu-se, sobretudo, ao comportamento dos Certificados do Tesouro, cujo stock diminuiu 691 M€ em janeiro de 2020, tendo recuperado parcialmente no mês de fevereiro. No final de fevereiro, o montante de Certificados do Tesouro (CT) situou-se em 16 760 M€, o

⁷ A título de exemplo deste perfil remuneratório, referira-se que:

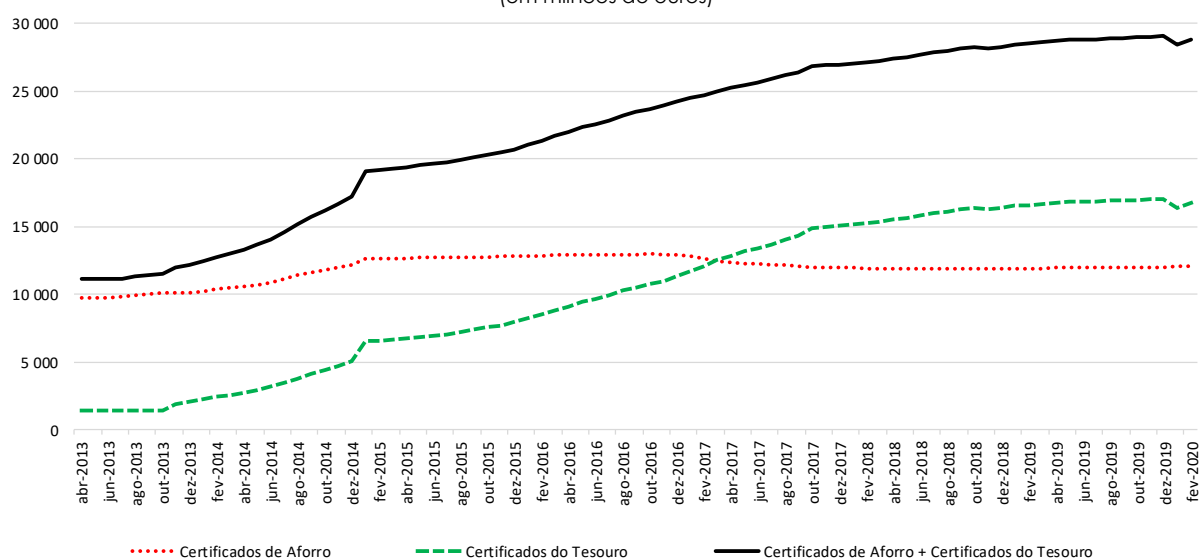
- Os Certificados do Tesouro "Poupança Mais" subscritos entre outubro/2013 e janeiro/2015 apresentam o seguinte perfil remuneratório (taxa de juro efetiva ilíquida): 1.º ano = 2,75%, 2.º ano = 3,24%, 3.º ano = 3,73%, 4.º ano = 4,02%, 5.º ano = 4,20%;
- Os Certificados do Tesouro "Poupança Mais" subscritos entre fevereiro/2015 e outubro/2017 apresentam o seguinte perfil remuneratório (taxa de juro efetiva ilíquida): 1.º ano = 1,25%, 2.º ano = 1,50%, 3.º ano = 1,74%, 4.º ano = 1,99%, 5.º ano = 2,23%.

Em ambos os casos, nos 4.º e 5.º anos, ao nível da taxa de juro fixa, 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.

que reflete um aumento de 402 M€ em relação a janeiro de 2020, mas uma redução de 289 M€ face ao máximo alcançado no final de 2019 (17 049 M€) — Gráfico 7. De salientar que, desde dezembro de 2018, o valor mensal de novas emissões de CT, líquido de amortizações, tem sido sempre positivo, mas esta esta sequência interrompeu-se em janeiro de 2020 — Gráfico 9. Neste mês, ocorreram dois movimentos singulares face à história recente. Do lado das amortizações, deu-se um aumento brusco, para 1422,7 M€, quando as amortizações mensais andavam entre 171,3 M€ e 431,5 M€, desde novembro de 2018. Este evento está relacionado com as subscrições de CT em janeiro de 2015, cujo vencimento ocorreu em janeiro de 2020. Em janeiro de 2015 as subscrições atingiram um pico (1474 M€) porque a remuneração iria baixar para as emissões a realizar a partir do mês seguinte. Do lado das subscrições (Gráfico 8), janeiro de 2020 também foi um mês atípico: elas fixaram-se em 732,0 M€, tendo crescido 335,3 M€ face ao mês anterior, acima do aumento mensal máximo verificado desde novembro de 2018 (176,1 M€, precisamente no 11.º mês de 2018). Provavelmente, este acréscimo anormal no volume de subscrição deveu-se ao vencimento da série de janeiro de 2015, com muitos aforradores a transitarem de uma série para outra.

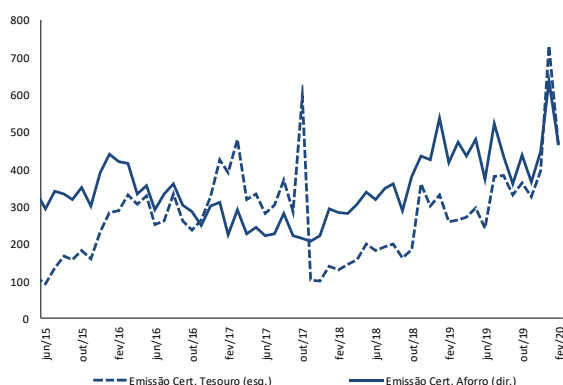
30. Quanto aos Certificados de Aforro (CA), o stock situou-se em 12 069,8 M€ no final de fevereiro de 2020, refletindo uma subida homóloga de 163,3 M€ (Gráfico 7 e Gráfico 9). De salientar que, desde novembro de 2018, as emissões líquidas de CA têm sido sempre positivas, encerrando nessa data o ciclo negativo que decorria desde novembro de 2016. O aumento persistente ao longo de 2019 no montante de dívida pública detida pelas famílias foi o reflexo de taxas mais atrativas destes instrumentos face a outros produtos de poupança existentes no mercado com nível de risco semelhante; os depósitos a prazo têm oferecido taxas de remuneração próximas de 0%; contudo, em janeiro de 2020 esta tendência de crescimento inverteu-se, tendo recuperado apenas parcialmente no mês de fevereiro de 2020.

Gráfico 7 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro
(em milhões de euros)



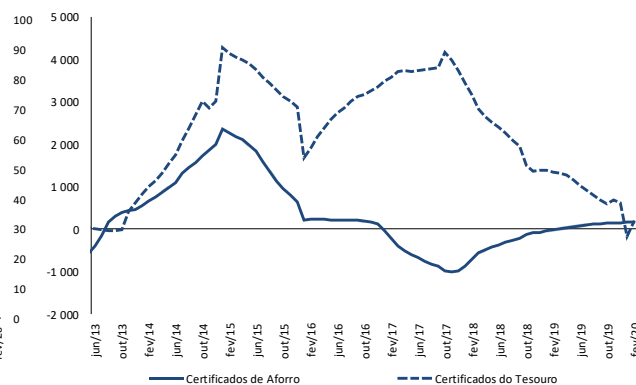
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 9 – Variação do stock de Certificados de Aforro e do Tesouro
(variação homóloga, em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

31. Com exceção da emissão de Bilhetes do Tesouro em 18 de março, as demais emissões de dívida titulada foram contratadas até 11 de março e ainda não refletem na taxa de juro o agravamento das rendibilidades exigidas nos mercados secundários a partir do dia 12. As emissões de Obrigações do Tesouro registaram uma diminuição da taxa de juro nas maturidades a seis e a cinco anos, Já as emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas em março de 2020, foram asseguradas a taxas de juros superiores às registadas para a mesma maturidade em leilão anterior. No dia 12 de fevereiro, foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a seis anos e 14 anos (Obrigações do Tesouro) no montante conjunto de 1227 M€ (Tabela 7). Destes leilões, resultaram as colocações OT 2,875% 21Jul2026, com taxa de rentabilidade de -0,057%, e OT 2,25% 18Apr2034, com taxa de rentabilidade de 0,555%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em março de 2019 e outubro de 2019, observou-se uma descida de 0,82 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a seis anos e um ligeiro aumento de 0,065 p.p. para a maturidade a 14 anos.⁸ Foram ainda realizados dois leilões de OT no dia 11 de março, com maturidades a cinco anos e 10 anos no montante conjunto de 1181 M€ (Tabela 7). Destes leilões resultaram as colocações OT 2,875% 15Out2025, com taxa de rentabilidade de 0,059%, e OT 0,475% 18Out2030, com taxa de rentabilidade de 0,426%. Tendo em linha de conta o leilão anterior ocorrido em abril de 2017, observou-se uma descida de 3,244 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a cinco anos.⁹ Portanto, as OT emitidas a 11 de março ainda não refletem a subida das taxas de rentabilidade verificada no mercado secundário nos dias subsequentes ao primeiro anúncio de medidas de política monetária por parte do BCE no âmbito do combate ao impacto económico da pandemia COVID-19 (12 de março, conforme análise na Subsecção 2.3 — evidência apresentada no parágrafo 17, bem como no Gráfico 5 e no Gráfico 6). Já as emissões de BT efetuadas a 18 de março tiveram que ser asseguradas com taxas de juro superiores às verificadas em leilões anteriores para as mesmas maturidades. Foram leiloadas nesse dia maturidades de seis e 12 meses num total de 1000 M€, com taxas médias ponderadas de -0,089% e -0,101%. Registaram uma subida acentuada nas taxas de juro, que se mantiveram em terreno negativo, mas aproximando-se de zero, conforme mostra a Tabela 7. O Estado foi ao mercado monetário também em fevereiro. No dia 19, ocorreram leilões para maturidades de três e 11 meses num total de 1250 M€, com taxas médias ponderadas de -0,500% e -0,484%.

⁸ No caso da OT 2,875% 21Jul2026, a taxa de rentabilidade do leilão anterior, que ocorreu 11 meses antes, em março de 2019, teve uma taxa média significativamente mais elevada (0,763%).

⁹ No caso da OT 2,875% 15Out2025, a taxa de rentabilidade do leilão anterior, que ocorreu 35 meses antes, em abril de 2017, teve uma taxa média significativamente mais elevada (3,303%).

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

| Instrumento | Obrigações do Tesouro | | | | Bilhetes do Tesouro | | | |
|--------------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 21-jul-2026 | 18-abr-2034 | 15-out-2025 | 18-out-2030 | 15-mai-2020 | 15-jan-2021 | 18-set-2020 | 19-mar-2021 |
| Maturidade | | | | | | | | |
| Data da Transacção | 12-fev-2020 | 12-fev-2020 | 11-mar-2020 | 11-mar-2020 | 19-fev-2020 | 19-fev-2020 | 18-mar-2020 | 18-mar-2020 |
| Prazo | 6 anos | 14 anos | 5 anos | 10 anos | 3 meses | 11 meses | 6 meses | 12 meses |
| Montante Colocado (M€) | 564 | 663 | 681 | 500 | 300 | 950 | 595 | 405 |
| Montante de Procura (M€) | 1 369 | 985 | 1 111 | 766 | 1 048 | 1 398 | 675 | 675 |
| Taxa média (%) | -0,057 | 0,555 | 0,059 | 0,426 | -0,500 | -0,484 | -0,089 | -0,101 |

Por memória:

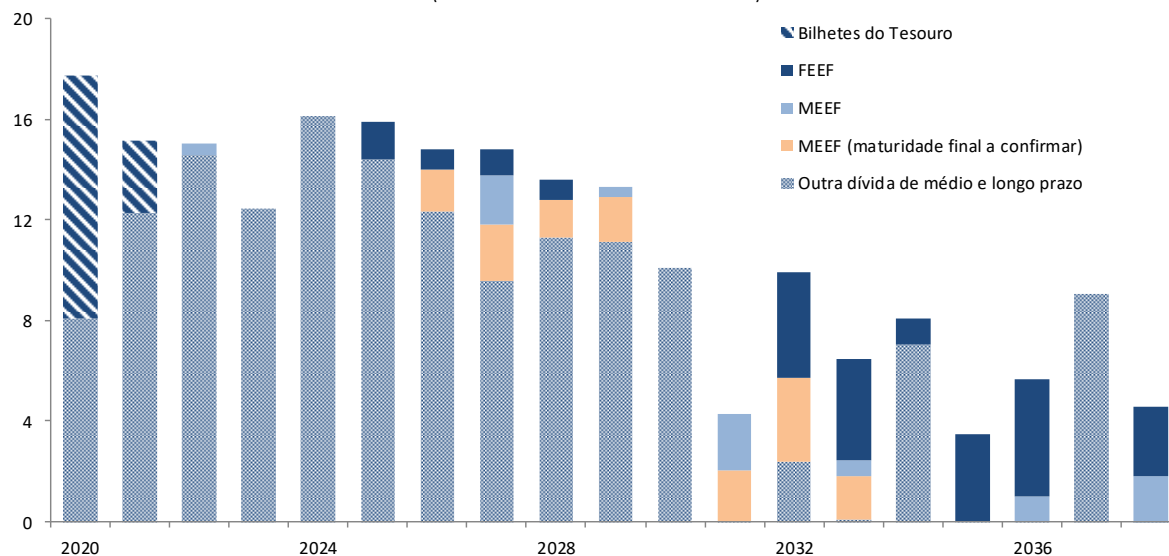
| | | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|---|---|---|-------------|-------------|
| Emissão anterior com maturidades iguais (data e taxa média em %) | 15-mar-2019 | 11-out-2019 | 18-abr-2017 | - | - | - | 15-jan-2020 | 15-jan-2020 |
| | 0,763 | 0,490 | 3,303 | - | - | - | -0,487 | -0,482 |

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: Os montantes colocados referem-se à dívida emitida na fase competitiva dos leilões. Além destes valores foram ainda colocados os seguintes montantes na fase não competitiva dos leilões: i) Obrigações do Tesouro: 112,4 M€ (OT 2.875% 21Jul2026), 132 M€ (OT 2.25% 18Apr2034) e 6 M€ (OT 0.475% 18Oct2030); ii) Bilhetes do Tesouro: 25 M€ (BT 18SEP2020) e 17 M€ (BT 19MAR2021).

32. O reembolso dos títulos de dívida pública a médio e longo prazos previsto para os anos 2021 a 2029 permanece bastante elevado. Tendo por referência o stock de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 18 de março de 2020 e o período até 2038, o perfil de amortização concentra-se, essencialmente, nos anos 2021 a 2029 (Gráfico 10 e Gráfico 11). A 18 de março de 2020, o stock total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2021 e 2029 totalizava um montante aproximado de 128,5 mil M€, um valor próximo do registado em 15 de maio de 2019 (128 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 18 de março de 2020, será necessário amortizar: 12,3 mil M€ em 2021, 15,1 mil M€ em 2022, 12,5 mil M€ em 2023, 16,1 mil M€ em 2024, 15,9 mil M€ em 2025, 14,8 mil M€ em 2026 e 2027, 13,6 mil M€ em 2028 e 13,3 mil M€ em 2029. Com efeito, só a partir de 2030 é que o valor anual de amortizações de dívida pública a médio e longo prazos desce para valores abaixo de 10 mil M€/ano. Pese embora se tenham realizado dois reembolsos de dívida a instituições internacionais (em dezembro de 2018, o reembolso do remanescente da dívida ao FMI, no valor de 4,7 mil M€, e, em outubro de 2019, o reembolso antecipado de 2000 M€ ao FEEF), o stock de dívida de médio e longo prazos a amortizar num futuro relativamente próximo é muito significativo. Com efeito, os empréstimos no âmbito do PAEF desceram para 49 628 M€, os quais se desagregam em 25 328 M€ do FEEF e 24 300 M€ do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF). A 29 de janeiro de 2020, foi realizada uma operação de gestão da dívida pública designada por oferta de troca de OT, com o seguinte resultado:

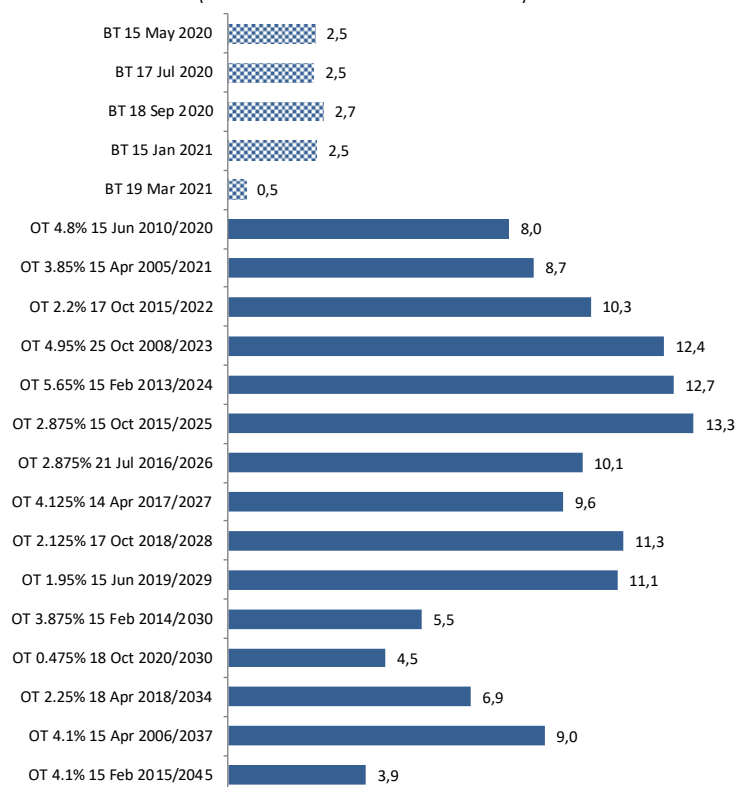
- IGCP, E.P.E. comprou 949 M€ da OT 3,85 abril 2021 a 105,376%;
- IGCP, E.P.E. vendeu 949 M€ da OT 1,95 junho 2029 a 116,04%.

Gráfico 10 – Perfil de amortização em 18 de março de 2020
(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), "Outra dívida de médio e longo prazos" refere-se, essencialmente, a Obrigações do Tesouro.

Gráfico 11 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 18 de março de 2020
(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.

3.3 Dívida pública na definição de Maastricht¹⁰

33. O rácio da dívida pública na ótica de Maastricht situou-se em 117,7% do PIB no final de 2019, o que corresponde ao valor mais baixo desde o final do 3.º trimestre de 2012. Salvo indicação expressa em

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. Os passivos incluídos no

contrário, a informação numérica usada nesta subsecção provém do Banco de Portugal. Face ao final de 2018, o rácio da dívida pública desceu 4,2 p.p. do PIB, sendo de destacar o contributo da redução do *stock* de ativos em depósitos das Administrações Públicas, em 1,2 p.p. do PIB. De referir que o *stock* destes depósitos no final de 2019 (6,9% do PIB) corresponde ao valor mais baixo desde o 2.º trimestre de 2011. Para esta descida progressiva dos depósitos terá contribuído a normalização do acesso da República Portuguesa ao financiamento internacional e a consequente redução da incerteza.

34. No final de dezembro de 2019, o montante nominal da dívida pública bruta na ótica de Maastricht situou-se em 249,7 mil M€, sendo cerca de 600 M€ superior ao verificado no final do ano anterior.¹¹ Esta evolução anual foi determinada por uma descida dos empréstimos de longo prazo e dos títulos de curto prazo que foi mais do que compensada pelo aumento dos títulos de longo prazo, e do numerário e depósitos. Relativamente à dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas, verificou-se um acréscimo homólogo de 2,7 mil M€, de 232,5 mil M€ para 235,3 mil M€. Com efeito, o montante total de ativos (depósitos) das Administrações Públicas que se encontram incluídos na definição de dívida líquida de Maastricht desceu 2,1 mil M€ em termos homólogos, de 16,6 mil M€ para 14,5 mil M€, atingindo o valor mais baixo desde maio de 2011. Em janeiro de 2020, a dívida pública de Maastricht era 252,1 mil M€, sendo inferior ao verificado no mês homólogo (230 M€), mas superior ao mês anterior (em 2,3 mil M€).

35. No lado dos passivos, o instrumento que representa maior peso na dívida bruta de Maastricht corresponde aos títulos emitidos; totalizaram 60,7% no final de 2019, continuando a aumentar o seu peso. No final de 2019, o montante de dívida pública sob a forma de títulos ascendeu a 151,6 mil M€, o que refletiu um peso de 60,7% no agregado total da dívida pública de Maastricht e um aumento homólogo de 2,3 mil M€. Em sentido oposto, a dívida pública sob a forma de empréstimos contraídos pelas Administrações Públicas correspondeu a 26,5% no final de 2019, situando-se em 66,3 mil M€, o que reflete o valor nominal mais baixo desde janeiro de 2012. Esta descida reflete, essencialmente, os reembolsos antecipados no âmbito do PAEF. Relativamente à dívida pública sob a forma de numerário e depósitos, o valor no final de 2019 foi de 31,8 mil M€, representando uma subida de 1007 M€, o qual foi determinado pelo acréscimo no *stock* de Certificados do Tesouro detidos pelo sector institucional Famílias. Janeiro de 2020 deu continuidade ao aumento do peso da dívida pública sob a forma de títulos.

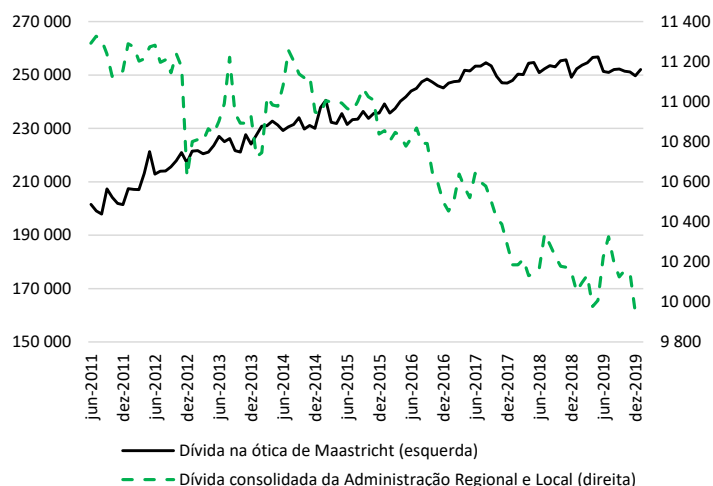
36. Por subsectores, a dívida pública de Maastricht no final de 2019 registou um aumento homólogo na Administração Central, sendo em parte compensado pela descida no conjunto da Administração Regional e Local.¹² No final de 2019, o *stock* da dívida consolidada dentro da Administração Central na ótica de Maastricht foi de 256 mil M€ (Gráfico 12), o que reflete um acréscimo homólogo de 293 M€. Quanto ao conjunto Administração Regional e Local, o valor da dívida de Maastricht no final de 2019 (9,9 mil M€) foi inferior em 210 M€ face ao final do ano anterior. Tendo por referência um horizonte mais alargado, desde junho de 2011 verifica-se uma descida da dívida de Maastricht no conjunto da Administração Regional e Local (Gráfico 12). Adicionalmente, importa referir a concessão de créditos entre subsectores das Administrações Públicas, sendo que este *stock* desceu de 16,7 mil M€ no final de 2018 para 16,2 mil M€ no final de 2019. A Administração Central é tipicamente credora face à Administração Local e à Administração Regional. Posteriormente, em janeiro de 2020 verificou-se um aumento da dívida de Maastricht, o qual foi determinado pelo subsector da Administração Central.

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.

¹¹ Entretanto, a publicação do INE do dia 25/03/2020 para efeitos da primeira notificação de 2020 no âmbito do Procedimento relativo aos Défices Excessivos (PDE) apresentou um valor da dívida pública de Maastricht de 249 980 M€ no final de 2019. A pequena diferença face ao número indicado no parágrafo 34 é natural dado haver um desfazamento de dias entre a informação avançada pelo Banco de Portugal (BdP) e a divulgação da notificação do PDE pelo INE. Os dados do BdP têm mais detalhe, pelo que esta subsecção assenta neles, salvo indicação expressa em contrário.

¹² Neste relatório, o parágrafo relativo à dívida por subsector refere-se à definição de Maastricht, pelo que excluiu créditos comerciais.

Gráfico 12 – Desagregação subsectorial da dívida de Maastricht
(em milhões de euros)

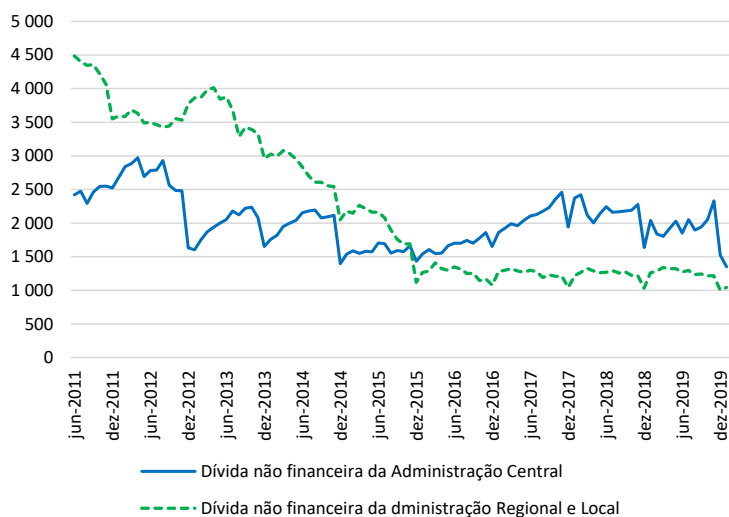


Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: a designação “dívida consolidada” refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector.

3.4 Dívida não financeira

37. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final de 2019 ficou abaixo do observado no final do ano anterior. No presente relatório, analisa-se a categoria designada como “dívida comercial” que, basicamente, regista as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Em contabilidade nacional, o incremento 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. 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 de dezembro de 2019, as Administrações Públicas apresentaram um stock de dívida comercial de 2531 M€ (Gráfico 13), o que corresponde a uma descida homóloga de 139 M€. A dívida comercial no final de 2019 representava cerca de 1% da dívida bruta de *Maastricht*. Por subsectores, observou-se uma redução homóloga (155 M€) deste stock na Administração Central para 1524 M€, sendo acompanhada pela ligeira descida (24 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1007 M€ no final de 2019). Posteriormente, em janeiro de 2020 registou-se uma descida em cadeia mensal da dívida não financeira devido ao contributo da Administração Central (- 173 M€), sendo atenuada parcialmente pela subida no conjunto da Administração Regional e Local (35 M€).

Gráfico 13 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

38. A dívida pública, a dívida privada e a dívida externa estão interligadas. O elevado nível de dívida pública portuguesa representa uma restrição para o financiamento da economia como um todo. A dívida externa de Portugal inclui a parte da dívida pública detida por agentes económicos não residentes, bem como a dívida que os restantes sectores institucionais contraíram junto do exterior. A Caixa 1 explica os conceitos utilizados nesta secção. São conceitos da balança de pagamentos.

39. No caso de Portugal, o peso da dívida externa líquida dentro da Posição de Investimento Internacional (PII) é elevado. A dívida externa é a principal componente da PII, visto que o financiamento externo de Portugal é obtido, essencialmente, através de instrumentos de dívida. Por definição, a PII inclui, sobretudo, instrumentos de dívida e capital. No limite, pode acontecer aumentar (diminuir) o peso dos instrumentos de dívida na PII por contrapartida da diminuição (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PII.

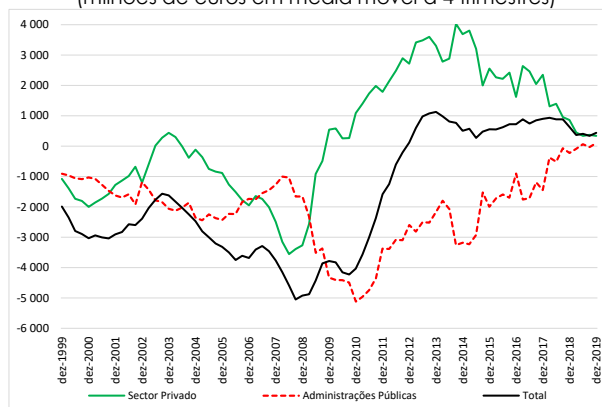
40. Os instrumentos de capital são considerados mais benéficos para o país que se financia do que os instrumentos de dívida, já que são pró-cíclicos com a atividade económica e as perdas num contexto de recessão são partilhadas com os credores. Genericamente, os instrumentos de capital são as ações detidas pelos acionistas das empresas, enquanto os instrumentos de dívida são as obrigações emitidas pelas empresas, bem como as obrigações do Tesouro e os bilhetes do Tesouro emitidos pelo Soberano. Os instrumentos de capital caracterizam-se, tipicamente, pela valorização (desvalorização) em períodos de expansão (recessão) económica, sendo os ganhos (as perdas) imputados ao acionista, pelo que há risco no capital investido. Adicionalmente, os instrumentos de capital que estão dentro da categoria funcional “investimento direto” são uma fonte de financiamento mais estável para as empresas do país, em contraste com a categoria “investimento de carteira” que se caracteriza pela facilidade de transação (liquidez) nos mercados financeiros. Quanto aos instrumentos de dívida, estes têm de ser reembolsados independentemente do ciclo económico, pelo que as perdas de uma recessão ficam no lado do devedor (desde que este não declare insolvência). Adicionalmente, os instrumentos de dívida dentro da categoria funcional “investimento de carteira” caracterizam-se pela maior facilidade de transação em mercados financeiros do que aqueles incluídos na categoria funcional “investimento directo”. Na primeira destas categorias, na qual se incluem os títulos de dívida pública Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, o investidor tem maior facilidade em se desfazer de uma aplicação que tenha, entretanto, ficado mais arriscada, minimizando perdas em caso de *default* do emitente. Será também mais difícil a obtenção de novos financiamentos em conjunturas económicas adversas para os emitentes (i.e., financiamento é mais instável do que no caso do financiamento obtido na categoria funcional de “investimento direto”). O financiamento externo pode vir tanto por instrumentos de capital como por instrumentos de dívida. O financiamento externo através de instrumentos de capital, em particular na categoria funcional “investimento direto”, pode ser considerado mais benéfico do que o obtido através de instrumentos de dívida devido à menor possibilidade de transação e à imputação de perdas ao investidor no caso de recessão económica.

41. No ano 2019 a economia portuguesa apresentou capacidade de financiamento de 0,8% do PIB, o que reflete o valor anual mais baixo desde o ano 2013. Em 2019, o sector institucional das Administrações Públicas registou pela primeira vez capacidade de financiamento (0,2% do PIB), enquanto o sector privado registou a capacidade de financiamento (0,6%) mais baixa desde o ano 2009. A evolução do saldo orçamental das Administrações Públicas e da dívida pública tem efeitos no financiamento da economia portuguesa como um todo. Em 2019, Portugal registou capacidade de financiamento de 1560 M€, desagregando-se entre 404 M€ no sector institucional das Administrações Públicas e 1356 M€ no sector privado (Gráfico 14). Contudo, este resultado reflete uma deterioração homóloga da economia portuguesa, devido ao contributo do sector privado. A descida da capacidade de financiamento desde 2013 tem sido parcialmente compensada pela subida do saldo orçamental das Administrações Públicas. Na presente análise, o sector privado corresponde aos sectores institucionais Famílias, Sociedades Financeiras e Sociedades Não Financeiras.

42. Quanto à decomposição institucional do sector privado, os sectores institucionais Sociedades Financeiras e Famílias registaram capacidade de financiamento em 2019. No entanto, o sector

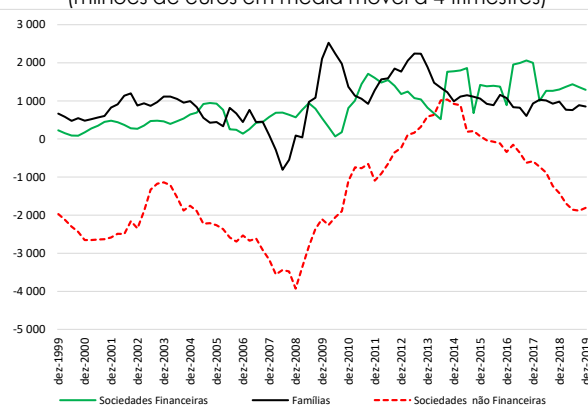
institucional Sociedades Não Financeiras registou necessidade de financiamento. Em relação ao ano 2018, as deteriorações no conjunto do sector privado aconteceram nos sectores institucionais Famílias e Sociedades Não Financeiras. O sector institucional Famílias registou em 2019 uma capacidade de financiamento (Gráfico 15) no valor de 3416 M€, refletindo uma deterioração face ao ano anterior de 510 M€. Relativamente às Sociedades Não Financeiras, estas apresentaram uma necessidade de financiamento em 2019 no montante de 7226 M€, o que representa uma deterioração anual de 1539 M€. Quanto à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta foi de 5166 M€, ligeiramente inferior à observada no ano anterior.

Gráfico 14 – 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 15 – 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).

43. Entre o final de 2018 e o final de 2019, a dívida externa desceu quer em valor nominal quer em percentagem do PIB, o que contribuiu para um aumento da posição de investimento internacional (PII).¹³

A dívida externa líquida é uma das subcomponentes da PII, ou seja, é constituída pelos instrumentos de dívida que se encontram dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.¹⁴ O valor da dívida externa líquida de Portugal desceu de 89,3% do PIB no final de 2018 para 84,7% no final de 2019 (Gráfico 16), sendo que a dívida externa do sector das Administrações Públicas corresponde a 63,6% do PIB. Contudo, verificou-se uma subida na dívida externa das Administrações Públicas (5,3 mil M€), o que foi mais do que compensado pela descida nos restantes sectores institucionais (7,9 mil M€).¹⁵ Com efeito, verificou-se uma evolução positiva da PII, embora permanecendo fortemente negativa, passando de – 106,1% do PIB no final de 2018 para – 100,8% no final de 2019 (Gráfico 17).¹⁶ De referir que o sector das Administrações Públicas, que detém a posição negativa mais significativa, apresentou um contributo nominal negativo (3,5 mil M€) para a evolução da PII de Portugal, o qual foi mais do que compensado pelos restantes sectores institucionais (6,3 mil M€).

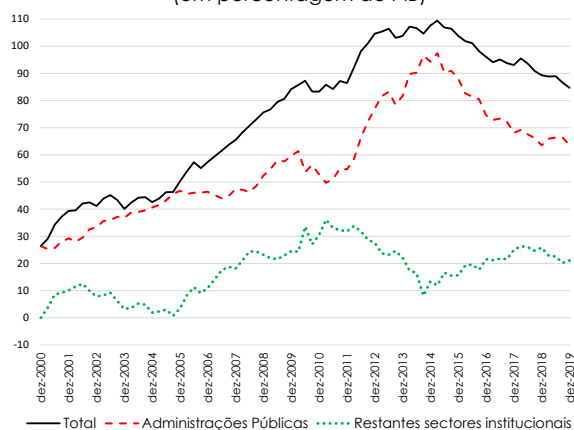
¹³ Nesta análise foram considerados os valores nominais em M€ para dívida externa e PII publicados pelo Banco de Portugal no *Boletim Estatístico* no início de março de 2020, bem como o PIB nominal publicado pelo INE no dia 25/03/2020. Com efeito, os rácios em percentagem do PIB diferem da referida publicação do Banco de Portugal, devido ao facto de ter sido utilizada outra série do PIB nominal.

¹⁴ 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”.

¹⁵ No entanto, importa referir que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que por sua vez é direcionado para o financiamento do sector institucional Administrações Públicas.

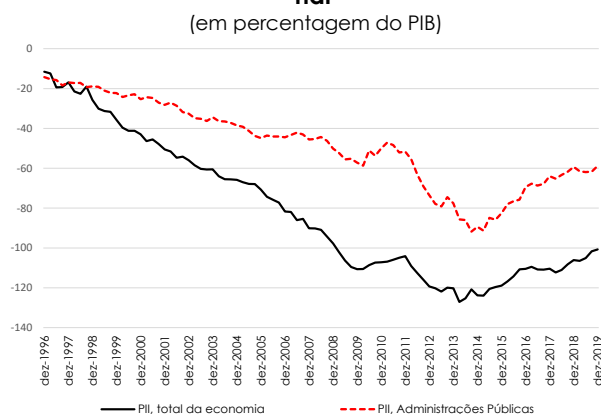
¹⁶ De realçar que os valores da PII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado, enquanto na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

Gráfico 16 – Dívida externa líquida
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Gráfico 17 – Posição de investimento internacional
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Caixa 1 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de stock e variáveis de fluxo

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 residentes. 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, i.e., o resto do mundo, em termos de fluxos financeiros. Aritmeticamente, corresponde à soma da balança corrente com a balança de capital — equação (1). A primeira pode decompor-se na soma das balanças comercial, de rendimentos primários e de rendimentos secundários do mesmo ano — equação (2).

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

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

Os registos contabilísticos nestas balanças têm uma contrapartida nos stocks de ativos e passivos financeiros da economia nacional sobre o resto do mundo. O défice (excedente) no conjunto das balanças corrente e de capital traduz-se numa entrada (saída) líquida de fundos financeiros na economia nacional. Estes movimentos de contrapartida financeira no ano t constituem a balança financeira nesse ano. Assim,

$$\text{Balança Financeira}_t = \text{Variação líq. de ativos}_t - \text{Variação líq. de passivos}_t \quad (3)$$

Estes fluxos são transações no ano t realizadas, entre o território nacional e o território do exterior, com ativos e passivos financeiros. Por outras palavras,

$$\text{Capac ou neces de financ}_t = \text{Variação líq. de ativos}_t - \text{Variação líq. de passivos}_t \quad (4)$$

As categorias funcionais nas quais estes ativos e passivos se dividem são 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. A equação (4) é uma medida sintética do saldo das transações ou fluxos financeiros ocorridas ao longo de t entre o território nacional e o resto do mundo.

Faz também sentido conhecer o peso da história na evolução destes fluxos. Ele é medido pela Posição de Investimento Internacional (PII). A Posição de Investimento Internacional (PII) mede a posição patrimonial da economia nacional face ao resto do mundo. Por outras palavras, o seu valor a 31 de

dezembro do ano t resulta, fundamentalmente, da acumulação histórica de ativos e passivos sobre o exterior, secundariamente, de variações nos valores daqueles stocks determinadas por alterações cambiais e nos preços dos ativos e passivos, e marginalmente, de outros ajustamentos (erros e omissões). Aritmeticamente,

$$PII_t = PII_{t-1} + Balança\ Financeira_t + \Delta Preço_t + \Delta Cambial_t + Outros\ ajustamentos_t \quad (4)$$

Os fluxos acumulados, ao longo dos anos, na necessidade (ou capacidade) de financiamento ou balança financeira são o principal fator explicativo da PII de um país. O stock da PII pode ser desagregado, quer por categoria funcional, quer por sector institucional, quer por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, sector ou moeda é obtido pela diferença entre ativos e passivos.

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

<https://www.parlamento.pt/sites/COM/XIVLeg/5COF/Paginas/utao.aspx>