

Relatório UTAO n.º 20/2020

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

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

4 de agosto 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, com o apoio de Rui Nuno Baleiras.

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

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 20/2020

Data de publicação: 4 de agosto de 2020

Data-limite para incorporação de informação: 24 de julho de 2020

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

Índice geral

Índice geral	i
Índice de Gráficos	i
Índice de Tabelas	ii
Índice de Caixas	ii
Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos	ii
Sumário Executivo	1
1 Introdução	3
2 Dívida soberana na área do euro	3
2.1 Sinopse	4
2.2 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana	5
2.3 Decisões de política monetária do BCE em resposta ao impacto económico da pandemia	8
3 Evolução da dívida pública	11
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros	12
3.2 Dívida direta do Estado	14
3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i>	20
3.4 Dívida não financeira	22
4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa	22
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)	23
4.2 Posição de investimento internacional e dívida externa (<i>stock</i>)	24

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal	6
Gráfico 2 – Evolução diária em junho de 2020 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa	7
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa	7
Gráfico 4 – Evolução diária de 1 a 24 de julho de 2020 da taxa de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos da dívida pública portuguesa	7
Gráfico 5 – Evolução diária de 1 a 24 de julho de 2020 das taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal	7
Gráfico 6 – <i>Stock</i> de Certificados de Aforro e do Tesouro	17
Gráfico 7 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro	17
Gráfico 8 – Variação do <i>stock</i> de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro	17
Gráfico 9 – Perfis anuais de amortização, em 23 de julho de 2020	19
Gráfico 10 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, em 23 de julho de 2020	20
Gráfico 11 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i>	21
Gráfico 12 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas	22
Gráfico 13 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado	24
Gráfico 14 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado	24
Gráfico 15 – Dívida externa líquida	25
Gráfico 16 – Posição de investimento internacional	25

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) para títulos emitidos a 10 anos.....	5
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos.....	6
Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública.....	13
Tabela 4 – Dívida direta do Estado.....	15
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida.....	16
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro.....	18

Índice de Caixas

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental.....	12
Caixa 2 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo.....	25

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
BCE	Banco Central Europeu
BT	Bilhetes do Tesouro
CA	Certificados de Aforro
CT	Certificados do Tesouro
CEDIC	Certificado Especial de Dívida Pública
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i> Programa de Compras de Ativos do Sector Empresarial
DGO	Direção-Geral do Orçamento
EPE	Entidade Pública Empresarial
EPR	Entidade Pública Reclassificada
FEEF	Fundo Europeu de Estabilização Financeira
FMI	Fundo Monetário Internacional
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E.
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
ORPA	Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado
OE	Orçamento do Estado
OT	Obrigações do Tesouro
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PAEF-RAM	Programa de Ajustamento Económico e Financeiro da Região Autónoma da Madeira
p.	Página
p.b.	Pontos-base
p.p.	Ponto(s) Percentual(ais)
PELTRO	<i>Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations</i>
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> Programa de Compras de Emergência Pandémica

Sigla/abreviatura	Designação
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição de Investimento Internacional
POE	Proposta de Orçamento do Estado
PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i> Programa de Compra de Ativos do Sector Público
RAA	Região Autónoma dos Açores
RAM	Região Autónoma da Madeira
TLTROs	Targeted Longer-Term Refinancing Operations
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental

Sumário Executivo

As taxas de rendibilidade das dívidas soberanas da área do euro atingiram um novo máximo no mês de abril, desde julho de 2019. A partir deste mês, a generalidade dos países da área do euro iniciou um percurso de redução nas taxas de rendibilidade dos títulos de dívida soberana emitidos a 10 anos. Junho e julho acentuaram esta tendência de contração para níveis historicamente baixos. Na última semana recenseada após a decisão de política monetária do BCE de 16 de julho, entre 17 e 24 de julho de 2020, a trajetória de redução das taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos manteve-se para Portugal, Itália, Espanha e Irlanda, tendo a Alemanha registado um ligeiro aumento.

Para Portugal, este comportamento refletiu-se no mercado primário de dívida, com impacto descendente no custo de financiamento da República Portuguesa. Com efeito, as emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em julho/2020 registaram uma diminuição da taxa de juro nas maturidades a seis e a dez anos. Também as emissões de Bilhetes do Tesouro efetuadas no mesmo período foram asseguradas a taxas de juro inferiores às registadas para a mesma maturidade em leilão anterior.

Os prémios de risco da dívida soberana, medidos pelo diferencial de rendibilidade face ao título alemão, reduziram-se desde junho, mas de forma mais acentuada após a decisão de política monetária do BCE tomada a 16 de julho. Entre 30 de junho e 24 de julho, Portugal viu o prémio de risco dos títulos a 10 anos diminuir 13 pontos base.

As mais recentes decisões de política monetária do Conselho do BCE mantiveram o seu caráter acomodaticio. Na reunião de 16 de julho, o Conselho de Governação do Banco Central Europeu 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 em 0,00%, 0,25% e -0,50%, respetivamente. Quanto à utilização de instrumentos de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE decidiu prosseguir com as aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos especificamente criado para enfrentar a emergência pandémica, munido de uma dotação total de 1350 mil M€. Por outro lado, decidiu também continuar com as aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos a um ritmo mensal de 20 mil M€, a par com as aquisições ao abrigo da dotação temporária adicional de 120 mil M€ até final de 2020.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado, no 1.º semestre de 2020 a receita proveniente de emissões de dívida (líquidas de amortizações), na ótica de tesouraria, foi superior à do período homólogo de 2019. Por seu lado, a despesa (bruta) em ativos financeiros executada no 1.º semestre de 2020 foi menor do que no período homólogo. A grande maioria da despesa em ativos financeiros teve como destino as Empresas Públicas Reclássificadas, quer sob a forma de empréstimos quer sob a forma de dotações de capital. A receita de ativos financeiros arrecadada no 1.º semestre de 2020 foi de 52 M€. Face aos valores inicialmente orçamentados, no 1.º semestre de 2020 o Estado teve de se financiar num valor próximo do previsto no OE/2020 para o total do ano. Para 2020, o OE prevê emissões líquidas acima da execução de 2019, pese embora preveja uma degradação do saldo orçamental do Estado em contabilidade pública.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final do 1.º semestre de 2020 foi superior ao observado no final de junho de 2019, maioritariamente em resultado do aumento do "stock" de dívida titulada de médio e longo prazos. Este aumento foi parcialmente compensado pela redução da dívida titulada a curto prazo e do montante em dívida no âmbito do PAEF. A despesa com juros da dívida direta pública diminuiu no 1.º semestre de 2020, face ao período homólogo. Salienta-se que o volume de reembolsos de títulos de dívida pública a médio e longo prazos, previsto para os anos 2021 a 2030, permanece bastante elevado, ascendendo a cerca de 150 mil M€.

O rácio da dívida das Administrações Públicas na ótica de "Maastricht" situou-se em 120,0% do PIB nominal no final do 1.º trimestre de 2020, o que reflete uma subida face ao final do ano 2019 (2,3 p.p. do PIB), mas uma descida face ao final do trimestre homólogo (3,4 p.p. do PIB).

Em valor nominal, a dívida pública atingiu 264,4 mil M€ no final de maio de 2020, o que reflete um aumento homólogo de 7,5 mil M€. Os ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas situaram-se em 25,2 mil M€ no final de maio de 2020, o que corresponde a uma subida de 2,0 mil M€.

Relativamente à dívida comercial, estes passivos das Administrações Públicas situaram-se em 2845 M€ no final de abril de 2020, o que representa 1,1% da dívida de "Maastricht". Por subsector, verificou-se uma descida homóloga na Administração Central e no conjunto da Administração Local e Regional.

A economia portuguesa apresentou capacidade de financiamento no ano terminado no 1.º trimestre de 2020 (0,6% do PIB), igualando o registo mais baixo desde o ano 2013. O sector privado apresentou uma capacidade de financiamento (0,7%) neste período, enquanto o sector institucional das Administrações Públicas uma necessidade de financiamento de -0,1%.

O peso da dívida externa líquida no PIB nominal desceu de 88,8% do PIB no final do 1.º trimestre de 2019 para 85,3% no final do 1.º trimestre de 2020. Consequentemente, verificou-se um aumento da Posição de Investimento Internacional, que, embora permanecendo negativa, passou de -106,5% para -100,2% no mesmo período. Esta evolução deve-se ao contributo nominal do sector privado e ao efeito denominador do PIB nominal, sendo ligeiramente atenuada pela deterioração no sector das Administrações Públicas.

1 Introdução

1. **Este relatório insere-se na coleção de publicações periódicas, com periodicidade trimestral, que monitoriza os desenvolvimentos infra-anuais na dívida das Administrações Públicas e na restrição de financiamento da economia portuguesa.**
2. **A Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO) agradece às entidades que produziram as fontes de informação utilizadas neste relatório**, 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. **Sempre que 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 no Orçamento do Estado aprovado pela Assembleia da República (OE/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 e dívida de *Maastricht*, por exemplo).
4. **O horizonte temporal desta análise é o segundo semestre de 2020, sendo que nem todas as variáveis apresentam a mesma data de corte.** A presente relatório tem como horizonte temporal de referência o 1.º semestre de 2020, apresentando, contudo, informação com data de fecho anterior/posterior consoante a disponibilidade da informação. Em todo o caso, procura-se sempre apresentar a informação mais recente disponível. Assim, no caso do Capítulo 2, na Secção 2.2 que aborda os mercados da dívida soberana, foi utilizada a informação disponível até 24 de julho e na Secção 2.3 deu-se conta das mais recentes decisões de política monetária do BCE tomadas até 16 de julho de 2020. Relativamente ao Capítulo 3, que versa sobre a restrição de tesouraria do Estado e dívida pública, o período de referência é o 1.º semestre de 2020, quer para a evolução da dívida direta do Estado quer para a despesa com juros; para as análises que respeitam às operações de emissão e amortização de dívida pública foi possível incorporar informação disponibilizada até 23 de julho de 2020.
5. **O texto está organizado da forma que se passa a explicar.** O Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com maior destaque para as novidades dos últimos dois meses do 1.º semestre de 2020. Pela sua relevância e impacto no comportamento dos mercados da dívida, em particular os das dívidas soberanas, o final deste capítulo apresenta 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 no Capítulo 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, o Capítulo 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 de contas externas usados no Capítulo 4.

2 Dívida soberana na área do euro

6. **O capítulo está arrumado em três secções.** A primeira é uma síntese das seguintes. A segunda apresenta indicadores de rendibilidade e prémio de risco da dívida pública portuguesa e de uma seleção de Estados-Membros da união monetária europeia. A última secção dá conta das medidas de política monetária tomadas pelo Eurosistema nos meses mais recentes, até à data de fecho deste relatório, e que se seguiram às primeiras decisões para combater os efeitos económicos adversos da pandemia COVID-19.

2.1 Sinopse

7. No início de abril o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) decidiu prolongar o prazo para avaliação da estratégia de política monetária até meados de 2021. Um maior detalhe sobre o âmbito e o calendário deste reexame pode ser consultado no comunicado do BCE divulgado em linha nesta [hiperligação](#). De um modo geral, todos os eventos foram adiados por um período de seis meses devido à pandemia provocada pelo vírus SARS-CoV-2. A conclusão do reexame da Política Monetária do BCE está agora prevista para o final do 1.º semestre de 2021.

8. Após o 1.º quadrimestre de 2020, a generalidade dos países da área do euro iniciou um percurso de redução nas taxas de rendibilidade dos títulos de dívida soberana emitidos a 10 anos. Abril de 2020 representou um novo máximo para a área do euro, desde julho de 2019. Com exceção de Portugal e Espanha, os restantes países identificados na Tabela 1 alcançaram, ainda em junho, taxas de rentabilidade inferiores às registadas no final de 2019. No final de junho de 2020, as quedas mais expressivas face ao final de 2019 foram as de Alemanha, França, Grécia e Bélgica, com diminuição das taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos de 0,27, 0,23, 0,23 e 0,22 pontos percentuais (p.p.), respetivamente. Portugal e Espanha registavam, no final de junho, taxas de rendibilidade dos títulos emitidos a 10 anos próximas das verificadas no final de 2019.

9. Na terceira semana de julho, a rendibilidade da Alemanha voltou a afastar-se da de economias periféricas. Entre o final de junho e 16 de julho de 2020, as taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos de Itália, Portugal, Espanha, Irlanda e Alemanha mantiveram uma trajetória de descida. Após a decisão de política monetária do BCE de 16 de julho, entre 17 e 24 de julho de 2020, a trajetória de redução das taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos manteve-se para Portugal, Itália, Espanha e Irlanda, tendo a Alemanha registado um ligeiro aumento.

10. Desde junho, mas sobretudo após a decisão de política monetária do BCE tomada a 16 de julho, assistiu-se a uma redução dos prémios de risco pagos pelos títulos a 10 anos. Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos de Portugal, Grécia, Itália, Espanha, Irlanda, França e Bélgica reduziram-se no mês de junho, mantendo-se, contudo, no final deste mês, um agravamento face ao início do ano para todos eles. Após esta data, no período compreendido entre 30 de junho e 24 de julho, mas de forma mais acentuada após a decisão de política monetária do BCE de 16 de julho, os prémios de risco destes países mantiveram uma tendência decrescente. Entre 30 de junho e 24 de julho, Portugal viu o prémio de risco dos títulos a 10 anos diminuir 13 pontos base (p.b.).

11. As mais recentes decisões de política monetária do Conselho do BCE mantiveram o seu caráter acomodaticio. Na reunião de 16 de julho, 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 e 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 direcionadas 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 substancialmente na dinâmica da inflação subjacente. No tocante aos instrumentos de política monetária não convencionais, o Conselho do BCE decidiu prosseguir com as aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP), munido de uma dotação total de 1350 mil M€. Por outro lado, 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 M€, a par com as aquisições ao abrigo da dotação temporária adicional de 120 mil M€ até final de 2020. Por fim, o Conselho do BCE reiterou que continua preparado para ajustar todos os seus instrumentos, de acordo com o que considerar apropriado, de forma a garantir que a inflação evolui de forma sustentada em direção ao objetivo.

2.2 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

12. No mês de junho, assistiu-se a uma queda das taxas de rendibilidade para os países elencados na Tabela 1. Com exceção de Portugal e Espanha, os restantes países alcançaram, em junho, taxas de rentabilidade inferiores às registadas no final de 2019. Em junho, Portugal, França e a Alemanha registaram uma pequena redução das taxas de rendibilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos, para valores ligeiramente abaixo dos registados no final de maio. Em contrapartida, Grécia, Itália, Bélgica, Espanha e Irlanda registaram reduções mais significativas nas taxas de rendibilidade para os títulos emitidos a 10 anos, de -0,30, -0,22, -0,11, -0,10 e -0,08 p.p., respetivamente. De entre os países elencados na Tabela 1, apenas Espanha e Portugal não registaram uma redução nas taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos desde o início de 2020, sendo que Espanha regista um nível idêntico e Portugal apresenta mais 0,04 p.p. face ao final de 2019. Todos os restantes países elencados na Tabela 1 apresentam uma redução das taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos desde o início de 2020.

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade (yield) 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	29 mai. 2020	30 jun. 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	0,50	0,47	-0,03	0,04
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	1,50	1,20	-0,30	-0,23
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	1,47	1,26	-0,22	-0,15
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,56	0,46	-0,10	0,00
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	0,08	0,00	-0,08	-0,11
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,02	-0,13	-0,11	-0,22
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,08	-0,11	-0,03	-0,23
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,45	-0,46	-0,01	-0,27

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

13. Os dois últimos meses acentuaram a tendência de contração nas taxas de rendibilidade da dívida soberana na área do euro para níveis historicamente baixos. Este comportamento dos mercados é revelador de que os agentes económicos percecionam estes instrumentos de dívida como ativos de refúgio. Três dos países elencados na Tabela 1 registam taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos negativas há, pelo menos, dois meses. O mercado da dívida soberana na área do euro pode estar a funcionar como um ativo de refúgio, sobretudo a dívida da Alemanha, que fechou o mês de junho com uma rendibilidade negativa de -0,46 p.p., um nível inferior ao do final de 2019, e historicamente muito baixo. No final de junho, sete Estados-Membros que integram a área do euro, apresentavam rendibilidades negativas nos seus títulos soberanos a 10 anos.

14. Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos reduziram-se no mês de junho, mantendo-se, contudo, um agravamento face ao início do ano. 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, diminuíram durante o mês de junho para a generalidade dos Estados-Membros. Face à situação registada no final de 2019, mantêm-se ainda um agravamento do prémio de risco para todos os países elencados na Tabela 2. Salienta-se a redução, durante o mês de junho, do prémio de risco pago por Grécia (-29,2 p.b.) e Itália (-21,1 p.b.). Apesar da diminuição registada em junho, todos os países listados na Tabela 2 apresentam um agravamento dos seus prémios de risco face ao início do ano, sendo Portugal o país que apresenta o maior acréscimo (30,6 p.b.). Também Espanha, Irlanda e Itália acumularam acréscimos expressivos do prémio de risco da sua dívida desde o início de 2020 (+26,9, +15,7 e +11,5 p.b., respetivamente). 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

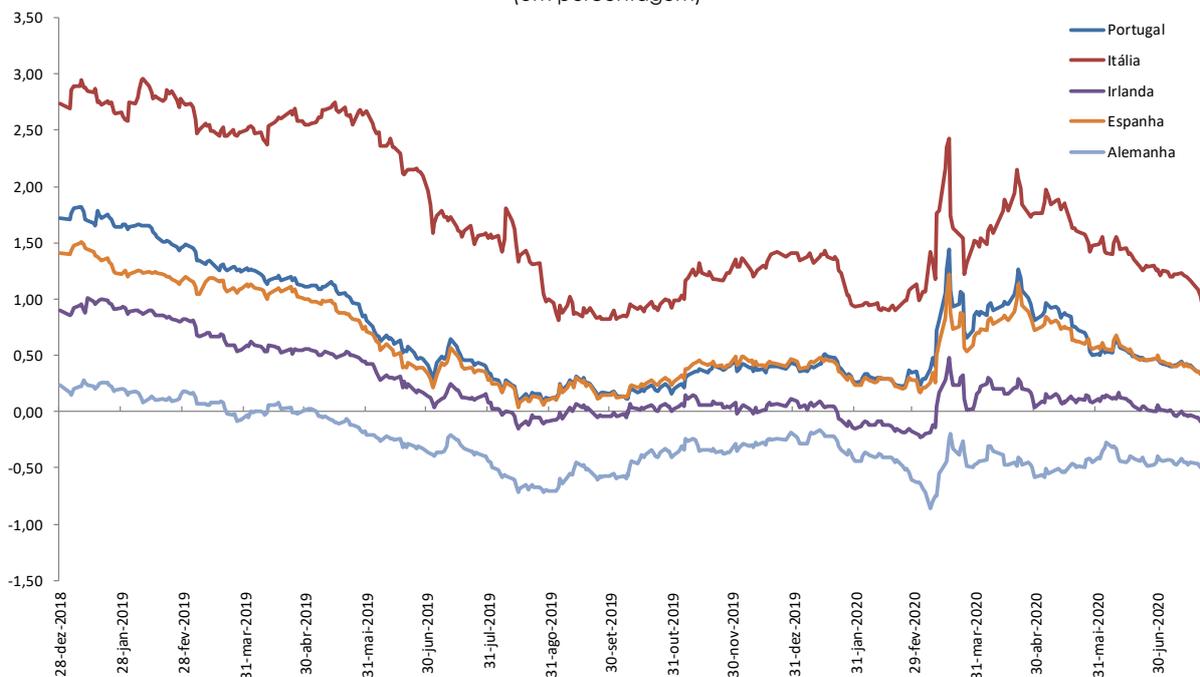
aumento do prémio de risco de 30,6 p.b., acima do acréscimo registado pela Espanha (26,9 p.b.). Desta forma, no final de junho o prémio de risco da dívida portuguesa era de 93 p.b., ligeiramente acima do de Espanha (92 p.b.), mas muito abaixo dos de Itália (171 p.b.) e da Grécia (166 p.b.).

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	29 mai. 2020	30 jun. 2020	Varição mensal	Varição desde o início do ano
Portugal	188	354	149	148	62	95	93	-2,1	30,6
Grécia	766	690	369	416	161	195	166	-29,2	4,2
Itália	97	161	158	250	160	192	171	-21,1	11,5
Espanha	114	118	113	117	65	101	92	-8,8	26,9
Irlanda	52	54	24	66	30	53	46	-7,0	15,7
França	36	48	36	47	30	37	34	-2,7	3,9
Bélgica	34	32	20	53	27	43	33	-10,2	5,3

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

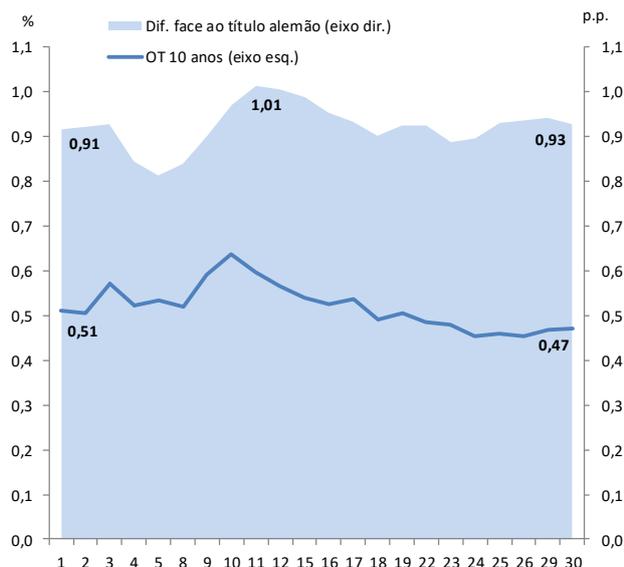
Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade (yield) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

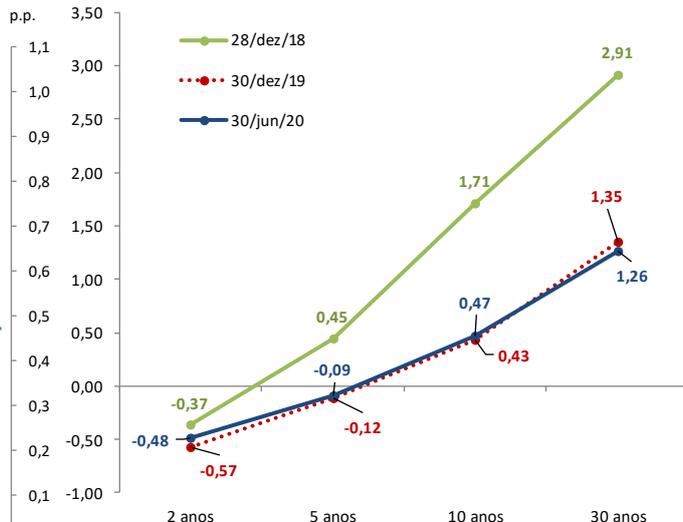
15. No final do 1.º semestre de 2020, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa apresenta um declive idêntico ao do início do ano, mas menos inclinado do que no final de 2018. Face ao final de 2018, a alteração na posição da curva (Gráfico 3) reflete uma redução nas taxas de rendibilidade da dívida portuguesa que foi mais expressiva nas maturidades mais longas, sobretudo a 5, 10 e 30 anos. No último semestre, a curva de rendimentos da dívida portuguesa não apresentou uma evolução significativa, mantendo taxas de rendibilidade negativas para os títulos com maturidades a 2 e a 5 anos; nas maturidades mais longas, as taxas de rendibilidade da dívida portuguesa são positivas, mas sem variação significativa face ao início do ano.

Gráfico 2 – Evolução diária em junho 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.

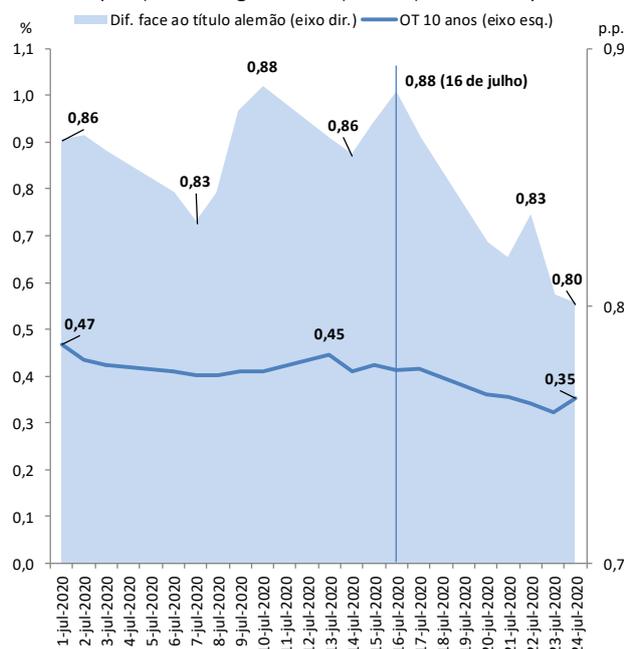
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

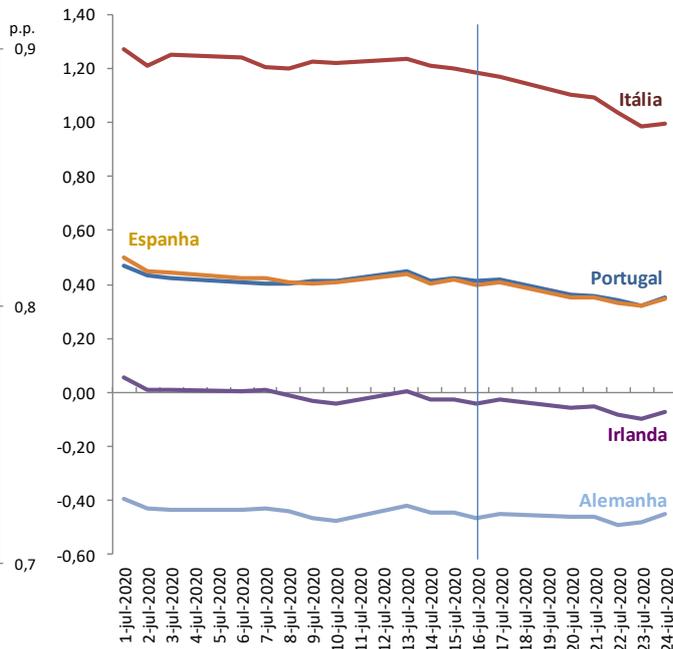
16. As taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos de Itália, Portugal, Espanha, Irlanda e Alemanha mantiveram uma trajetória de descida entre 30 de junho e 16 de julho. Na sequência da decisão de política monetária do BCE de 16 de julho, entre 17 e 24 de julho de 2020, a trajetória de redução das taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos manteve-se para Portugal, Itália, Espanha e Irlanda, tendo a Alemanha registado um ligeiro aumento. Nos primeiros 16 dias de julho todos os países identificados no Gráfico 5 mantiveram uma tendência de queda das taxas de rentabilidade dos títulos de dívida a 10 anos — Gráfico 5. Após a decisão de Política Monetária do BCE, tomada no dia 16 de julho de 2020 (vide parágrafo 24 abaixo, Secção 2.3) a tendência de queda acentuou-se para todos, exceto para a Irlanda e a Alemanha. Neste período de apenas oito dias que se seguiu à decisão de política monetária do BCE, e para os países identificados, é de salientar que Itália foi o país com a maior redução das taxas de rentabilidade nos títulos a 10 anos (-0,19 p.p.), seguido por Portugal e Espanha, com reduções de 0,06 e 0,05 p.p., respetivamente.

Gráfico 4 – Evolução diária de 1 a 24 de julho 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 5 – Evolução diária de 1 a 24 de julho de 2020 das taxas de rentabilidade (yield) a 10 anos de Alemanha, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal
(em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

17. Também os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos diminuiram no período compreendido entre 30 de junho e 24 de julho, mas de forma mais acentuada após a decisão de política monetária do BCE em 16 de julho. Neste período, para Portugal, o prémio de risco dos títulos a 10 anos diminuiu 13 p.b.. Entre o final de junho e 24 de julho, os prémios de risco exigidos pelo mercado às dívidas soberanas dos países identificados na Tabela 2, medidos pelo diferencial ("spread") de rendibilidade face aos títulos alemães da mesma maturidade reduziram-se, em particular para a dívida italiana (- 27 p.b.). Neste mesmo período, Portugal e Espanha viram o prémio de risco dos títulos de dívida a 10 anos reduzir-se 13 e 12 p.b., respetivamente (vide Gráfico 4 para Portugal: a área azul representa o prémio de risco pago pelos títulos de dívida pública portuguesa a 10 anos). Salienta-se, no caso português, que a maior queda do prémio de risco seguiu-se à decisão de política monetária do BCE tomada em 16 de julho (- 8 p.b.). Idêntica conclusão é obtida para o caso italiano, com uma diminuição ainda mais acentuada do prémio de risco da sua dívida a 10 anos entre 16 e 24 de julho (- 21 p.b.).

2.3 Decisões de política monetária do BCE em resposta ao impacto económico da pandemia

18. Ainda no decurso do 1.º trimestre de 2020, o BCE decidiu adotar um conjunto de medidas de política monetária em resposta ao impacto económico adverso da pandemia COVID-19. Em primeiro lugar, decidiu 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.¹ Seguidamente, a 18 de março, o BCE anunciou um novo programa de aquisição de ativos, designado por Programa de Compras de Emergência Pandémica, no valor de 750 mil M€ de euros. Este novo programa de compra temporária de ativos de títulos dos sectores público e privado visa combater os graves riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária e as perspetivas para a área do euro decorrentes do surto e da crescente difusão do coronavírus SARS-CoV-2.² Nesta data, e por meio de comunicado, 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. Os parágrafos seguintes elencam as principais decisões de política monetária do BCE tomadas no decurso do segundo trimestre e a 16 de julho de 2020.

19. No início de abril o BCE decidiu prolongar o reexame da sua estratégia de política monetária até meados de 2021. Os eventos foram adiados por um período de seis meses devido à pandemia de coronavírus. A conclusão do reexame está agora prevista para meados de 2021. A 2 de abril de 2020 o Conselho do BCE decidiu prolongar o prazo para terminar o exame em curso da sua estratégia de política monetária. Na atual situação, o BCE e os bancos centrais nacionais do Eurosistema passaram a centrar todos os seus esforços na resposta aos desafios colocados pela pandemia da doença COVID-19. Assim, a conclusão da avaliação da estratégia foi adiada, por um período de seis meses, passando do final de 2020 para meados de 2021. Devido às medidas sanitárias aplicadas na União Europeia, incluindo o confinamento de espaços públicos e as regras que proíbem ajuntamentos de grupos de pessoas em vários países da área do euro, os eventos a organizar pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais do Eurosistema — inicialmente agendados para o primeiro semestre de 2020 — deverão ser realizados no segundo semestre de 2020. Neste contexto, o *Forum* do BCE sobre Banca Central, realizado anualmente em Sintra, foi adiado para 10 a 12 de novembro de 2020.

20. Na reunião de 30 de abril de 2020, o Conselho do BCE tomou as seis decisões de política monetária a seguir elencadas:

¹ 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".

² O novo Programa de Compras de Emergência Pandémica (PEPP — *Pandemic Emergency Purchase Programme*) terá um envelope total de 750 mil M€. Na reunião de 16 de julho, foi deliberado que 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 crise do novo coronavírus terá terminado, mas, em qualquer caso, não antes do final de 2020.

- (i) **As condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas foram objeto de nova flexibilização.** Em concreto, o Conselho do BCE decidiu reduzir a taxa de juro destas operações, durante o período de junho de 2020 a junho de 2021, para 50 p.b. abaixo da taxa de juro média das operações principais de refinanciamento do Eurosistema vigente no mesmo período. Além disso, para as contrapartes cujo crédito líquido elegível atinja o limiar de desempenho do crédito, a taxa de juro no período de junho de 2020 a junho de 2021 será agora 50 p.b. mais baixa do que a taxa de juro média da facilidade permanente de depósito vigente no mesmo período;
- (ii) **Uma nova série de operações de refinanciamento devidas à emergência pandémica de prazo alargado não direcionadas irá ser lançada.** As *Non-Targeted Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations* (PELTRO) visam apoiar as condições de liquidez no sistema financeiro da área do euro e contribuir para preservar o bom funcionamento dos mercados monetários, proporcionando um mecanismo de apoio eficaz à liquidez. Esta nova série consiste em sete operações de refinanciamento adicionais, que terão início em maio de 2020 e vencerão de modo faseado entre julho e setembro de 2021, em consonância com a duração das medidas de flexibilização dos ativos de garantia. Estas operações serão realizadas sob a forma de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total e a uma taxa de juro 25 pontos base mais baixa do que a taxa de juro média das operações principais de refinanciamento prevalente ao longo do período de duração de cada operação;
- (iii) **Ao abrigo do programa de compra de ativos especificamente criado para enfrentar os desafios de financiamento suscitados pela emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme* — PEPP), foram tomadas duas decisões.** A primeira reiterou a orientação de prosseguir as aquisições de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. A segunda estendeu a duração do programa até considerar que o período de crise do coronavírus terminou e, em qualquer caso, até ao final do presente ano. Esclarece-se que o PEPP tinha, nesta data, uma dotação global de 750 mil M€ para reduzir a restritividade geral da orientação da política monetária e combater os riscos graves para o mecanismo de transmissão da política monetária e para as perspetivas da área do euro colocados pela pandemia de coronavírus;
- (iv) **Ademais, as aquisições líquidas no contexto do Programa de Compra de Ativos (*asset purchase programme* — APP) prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil M€, a par das aquisições ao abrigo da dotação temporária adicional de 120 mil M€ até ao final do ano.** O Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições mensais líquidas de ativos ao abrigo do APP 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;
- (v) **Os reinvestimentos dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP prosseguirão, na totalidade, durante um período prolongado após a data em que 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;
- (vi) **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 permanecem 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 no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido substancialmente na dinâmica da inflação subjacente.

21. Por fim, o Conselho do BCE reafirmou que está totalmente preparado para aumentar a dimensão do PEPP e ajustar a sua composição, tanto quanto necessário e pelo tempo que for necessário. Em qualquer caso, o BCE está disposto a ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolua de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria. Este compromisso significa, nas palavras do anterior governador do BCE,

Mario Draghi, que o Conselho agirá com idêntica determinação quer a inflação observada esteja abaixo quer esteja acima do objetivo de 2%.³

22. Na reunião de 4 de junho de 2020, o Conselho do BCE tomou seis decisões de política monetária com o seguinte teor:

- (i) **A dotação do Programa de Compras de Emergência Pandémica (PEPP) será aumentada em 600 mil M€, passando para um total de 1350 mil M€.** Em resposta à revisão em baixa, relacionada com a pandemia, da inflação ao longo do horizonte de projeção, a expansão do PEPP reduzirá ainda mais a restritividade da orientação geral da política monetária, apoiando as condições de financiamento na economia real, especialmente para as empresas e famílias. As aquisições continuarão a ser realizadas de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. Tal permite ao Conselho do BCE conter eficazmente os riscos para a transmissão regular dos impulsos da política monetária;
- (ii) **O horizonte das aquisições líquidas ao abrigo do PEPP será alargado, no mínimo, até ao final de junho de 2021.** Em qualquer caso, o Conselho do BCE procederá a aquisições líquidas de ativos no âmbito do PEPP até considerar que o período de crise do coronavírus terminou;
- (iii) **Os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no contexto do PEPP serão reinvestidos, pelo menos, até ao final de 2022.** Em todo o caso, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação monetária apropriada;
- (iv) **As aquisições líquidas no contexto do programa de compra de ativos (APP) prosseguirão a um ritmo mensal de 20 mil M€, a par das aquisições ao abrigo da dotação temporária adicional de 120 mil M€ até ao final do ano.** O Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições mensais líquidas de ativos no contexto do APP 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;
- (v) **Os reinvestimentos dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP prosseguirão, na totalidade, durante um período prolongado após a data em que 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.
- (vi) **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 permanecem 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 no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido substancialmente na dinâmica da inflação subjacente.

23. O Conselho do BCE reafirmou que continua a estar preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

24. Na reunião 16 de julho, o Conselho do BCE tomou quatro decisões de política monetária, com os seguintes termos:

- (i) **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**

³ Declaração de Mario Draghi em [resposta a um jornalista na conferência de imprensa de 25 de julho de 2019](#).

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 no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido substancialmente na dinâmica da inflação subjacente;

- (ii) **O Conselho do BCE prosseguirá as aquisições ao abrigo do Programa de Compras de Emergência Pandémica (PEPP), com uma dotação total de 1350 mil M€.** Estas aquisições contribuem para a redução da restritividade da orientação geral da política monetária, ajudando, desse modo, a contrariar a deslocação em sentido descendente da trajetória projetada para a inflação relacionada com a pandemia. As aquisições continuarão a ser realizadas de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. Tal permite ao Conselho do BCE conter eficazmente os riscos para a transmissão regular da política monetária. O Conselho do BCE procederá a aquisições líquidas de ativos no âmbito do PEPP, no mínimo, até ao final de junho de 2021 e, em qualquer caso, até considerar que o período de crise do coronavírus terminou. O Conselho do BCE reinvestirá os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no contexto do PEPP, pelo menos, até ao final de 2022. De qualquer forma, a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada;
- (iii) **As aquisições líquidas no âmbito do Programa de Compra de Ativos (APP) prosseguirão ao ritmo mensal de 20 mil M€, a par com as aquisições ao abrigo da dotação temporária adicional de 120 mil M€ até ao final do ano.** O Conselho do BCE continua a esperar que as aquisições mensais líquidas de ativos no contexto do APP 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. O Conselho do BCE pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado após a data em que 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.
- (iv) **O Conselho do BCE continuará a proporcionar ampla liquidez através das suas operações de refinanciamento.** Em particular, a mais recente operação da terceira série de Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado Direcionadas (ORPA Direcionadas) registou uma captação muito elevado de fundos, apoiando o financiamento bancário a empresas e a famílias.

25. Por fim, o Conselho do BCE reafirmou que continua preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de garantir que a inflação evolua de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria. É a mesma declaração que manifestara no final das reuniões anteriores.

3 Evolução da dívida pública

26. Neste capítulo é analisada a restrição de tesouraria do Estado, bem como a dívida pública em várias dimensões. Na Secção 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 Secção 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 e não titulados e os 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 prazos, concluem esta secção. A seguinte analisa 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 Secção 3.4 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até abril de 2020.

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

27. A restrição de tesouraria do subsector Estado, apurada em contabilidade pública, encontra-se refletida na Tabela 3, evidenciando-se: as execuções de 2018 e 2019, a execução mensal em 2020 (de janeiro a junho), em termos mensais e acumulados, a previsão para o ano completo de 2020 (OE/2020) e a variação entre a execução de 2019 e a execução prevista para 2020. A primeira linha ("Receita líquida proveniente de passivos financeiros") identifica a diferença entre a receita obtida em operações com passivos financeiros e a despesa paga 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. A Caixa 1 explica a restrição de tesouraria do Estado quantificada na Tabela 3.⁴

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental

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

$$ST = (R_{Efe\grave{t}iva} - D_{Efe\grave{t}iva}) + (R_{PF} - D_{PF}) + (R_{AF} - D_{AF}) + S_{Ger\acute{e}ncia\ Ant.} \quad (1)$$

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 ($S_{Ger\acute{e}ncia\ Ant.}$).

Na perspetiva dos passivos financeiros, a receita líquida deles proveniente (lado esquerdo da segunda equação) provém da 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. Pensando agora na origem da receita líquida de ativos financeiros, também ela provém da transação do património financeiro do Estado, mas, neste caso, dos seus ativos. 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 restrição (1) pode ser reescrita da seguinte forma alternativa

$$R_{PF} - D_{PF} = ST - SG + (D_{AF} - R_{AF}) - S_{Ger\acute{e}ncia\ Ant.} \quad (2)$$

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 equação (2), *i.e.*, ($R_{PF} - D_{PF}$) é a receita líquida de passivos financeiros que o Estado prevê obter (orçamento) ou teve necessidade de obter (no decurso da execução orçamental), expressas em fluxos de caixa. O lado direito da segunda equação mostra as aplicações possíveis da receita líquida de passivos financeiros. Podem servir para financiar as aquisições líquidas de ativos financeiros ($D_{AF} - R_{AF}$), o défice global (simétrico de SG) e o défice total apurado no exercício anterior (simétrico do Saldo da Gerência Anterior). A eventual diferença positiva (negativa) entre a receita líquida de passivos financeiros e a soma destas três aplicações é captada no Saldo Total (ST), através de um valor positivo (negativo). Concentrando a atenção no SG , pode afirmar-se então que um SG positivo liberta meios de financiamento para operações não efetivas. Ao invés, um SG negativo exige meios de financiamento na esfera não efetiva que podem provir de várias fontes: incorporação de excedente da gerência anterior, receita líquida de passivos financeiros, receita líquida de ativos financeiros, ou uma qualquer combinação destas três fontes.

⁴ 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. A receita líquida de passivos financeiros na Tabela 3 usa outra perspetiva contabilística e mede uma variável diferente, razões que determinaram a mudança na designação da linha 1. Por um lado, os seus fluxos são gerados pela contabilidade pública orçamental. Por outro, capta a diferença entre receita e despesa do Estado com os seus passivos financeiros, o que não se confunde com o saldo orçamental em contabilidade pública. No primeiro caso, a "capacidade (necessidade) líquida de financiamento" do Estado indica 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 segundo caso, a linha 1 da Tabela 3 mede a variação nas emissões de dívida financeira do Estado líquidas de amortizações.

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 défice global, financiamento da despesa líquida em ativos financeiros e financiamento do défice transitado da gerência anterior. Esclarece-se que as execuções de 2018, 2019 e o período janeiro a junho de 2020, bem como a previsão orçamental para o total do ano 2020, registam valores nulos para o saldo da gerência anterior e o saldo total.

28. No 1.º semestre de 2020, as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria) excederam as do período homólogo de 2019. Efetivamente, no 1.º semestre de 2020 o Estado garantiu uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 9693 M€, um valor que se situa acima do registado no 1.º semestre de 2019 em 1305 M€. Para este resultado, contribuíram dois fatores com efeitos contrários. Por um lado, a degradação homóloga do saldo global do subsector Estado agravou o recurso a fontes de financiamento fora das receitas efetivas em 3463 M€, o valor da diferença entre o saldo global em junho de 2020 (-7942 M€) e o de junho de 2019 (-4479 M€) — linha 2 da Tabela 3. Em sentido oposto, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado diminuiu no 1.º semestre de 2020, face ao período homólogo de 2019, situando-se em 1751 M€, menos 2158 M€ do que no 1.º semestre de 2019, libertando, assim, alguns recursos para financiar o défice global.

29. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada no 1.º semestre de 2020 foi menor do que no período homólogo, exigindo do Estado o dispêndio de 1803 M€, montante que foi inferior, em 2476 M€, ao do 1.º semestre de 2019. No 1.º semestre de 2020 estas verbas foram sobretudo destinadas a Entidades Públicas Reclassificadas (EPR), sob a forma da concessão de empréstimos de médio e longo prazo (1026 M€), mas também como dotações de capital (713 M€). Em ambos os casos, a execução no 1.º semestre de 2020 solicitou do Estado um menor esforço financeiro face ao semestre homólogo de 2019: -1396 M€ para dotações de capital e -860 M€ para empréstimos a médio/longo prazo — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros efetuada pelo Estado entre janeiro e junho de 2020.

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

(em milhões de euros)

	CGE 2018	CGE 2019	Execução mensal em 2020						Execução acumulada 2020 janeiro - junho			Referenciais anuais	
			Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	2019	2020	Δ	OE 2020	Δ 2019/20
1. Receita líquida proveniente de passivos financeiros (7 - 2 + 5 - 6)	7 339	9 499	100	536	1 631	1 866	2 233	3 328	8 388	9 693	1 305	9 925	426
2. Saldo global	-3 666	-3 940	-137	-529	-881	-1 851	-1 348	-3 194	-4 479	-7 942	-3 463	-5 889	-1 950
3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)	4 778	6 357	0	14	750	15	889	136	4 279	1 803	-2 476	4 943	-1 414
3.1 Empréstimos média/longo prazo	2 679	3 020	0	0	76	15	858	77	1 886	1 026	-860	3 208	189
3.2 Dotações de Capital	1 537	3 276	0	14	611	0	31	57	2 109	713	-1 396	1 579	-1 697
3.3 Outros	562	62	0	0	62	0	0	2	284	64	-220	156	94
4. Receita de ativos financeiros	1 105	798	38	8	0	0	4	2	370	52	-318	907	109
5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)	3 673	5 559	-38	6	749	15	885	134	3 909	1 751	-2 158	4 036	-1 524
6. Saldo da gerência anterior	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

Fontes: DGO e cálculos da UTAO. | Notas: 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 Caixa 1.

30. No 1.º semestre de 2020, a grande maioria da despesa em ativos financeiros teve como destino as EPR, quer sob a forma de empréstimos quer sob a forma de dotações de capital. Entre janeiro e junho de 2020, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 1803 M€ distribuídos, maioritariamente, por empréstimos a médio e longo prazo (1026 M€) e dotações de capital (713 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 (713 M€), 699 M€ destinaram-se a EPR, designadamente para as seguintes entidades:⁵

— Infraestruturas de Portugal, S.A.

355 M€;

⁵ Além das dotações de capital destinadas a EPR, foram também aplicados 13,5 M€ em dotações de capital da Sociedade de Transportes Coletivos do Porto, S.A..

— Hospitais E.P.E.	256 M€;
— Metropolitano de Lisboa, E.P.E.	85 M€;
— EDIA — Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A.	3 M€.

Dos 1026 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de empréstimos, cerca de 1014 M€ teve como destino as seguintes EPR:⁶

— Fundo de Resolução	850 M€;
— Metropolitano de Lisboa, E.P.E.	91 M€;
— Metro do Porto, S.A.	73 M€;
— Transtejo, S.A.	0,6 M€.

31. No tocante à receita de ativos financeiros, o total arrecadado no 1.º semestre de 2020 foi 52 M€. A grande maioria desta receita resultou da amortização de empréstimos de médio e longo prazo, num total de 43,7 M€, dos quais: 30,6 M€ pela Região Autónoma da Madeira (RAM) ao abrigo do respetivo Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF-RAM) e 7,5 M€ pela Região Autónoma dos Açores (RAA) no âmbito do Acordo de Assistência Financeira.

32. Face aos valores inicialmente orçamentados, e numa ótica de tesouraria, no 1.º semestre de 2020 o Estado teve de se financiar num valor próximo do previsto no OE/2020 para o total do ano. Com efeito, nos primeiros seis meses de 2020 a receita líquida proveniente de passivos financeiros situou-se em 9693 M€, apenas 232 M€ aquém do previsto para o conjunto do ano 2020 (grau de execução de 97,7%). Este resultado decorreu, por um lado, do facto de se ter alcançado, até junho, um défice muito superior ao previsto no OE/2020 para o total do ano, em cerca de 2052 M€. Por outro lado, e em sentido contrário, a despesa líquida em ativos financeiros executada no 1.º semestre de 2020 ascendeu a 1751 M€, situando-se 2284 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 43,4%) — linha 5 da Tabela 3.

33. Para 2020, o OE prevê emissões líquidas, na ótica de caixa, acima da execução de 2019, pese embora preveja uma degradação do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública. De acordo com os valores constantes no OE/2020, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 9925 M€, mais 426 M€ do que a execução de 2019. A previsão para 2020 tem subjacente o agravamento do défice do subsector Estado, na ótica de caixa, para cerca de – 5889 M€ (1950 M€ abaixo do défice do subsector Estado registado em 2019), e uma diminuição da despesa líquida em ativos financeiros para 4036 M€ (1524 M€ abaixo da execução de 2019). Todas estas previsões foram revistas na segunda Proposta de Alteração do Orçamento do Estado, entretanto aprovado pelo Parlamento e publicado em Diário da República a 24 de julho. O próximo número desta coleção irá substituir o referencial de 2020 pelo OE saído desta revisão.

3.2 Dívida direta do Estado

34. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final do 1.º semestre de 2020 foi superior ao observado no final de junho de 2019, maioritariamente em resultado do aumento do stock de dívida titulada de médio e longo prazos. Este aumento foi parcialmente compensado pela redução da dívida titulada a curto prazo e do montante em dívida no âmbito do PAEF. No final de junho de 2020, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 255 099 M€ (Tabela 4), refletindo uma redução de 5470 M€ em cadeia mensal em resultado da diminuição líquida da dívida titulada a médio e longo prazos (– 6386 M€), uma vez que a dívida titulada a curto prazo registou um acréscimo em cadeia mensal de 951 M€. A redução mensal da dívida titulada a médio e longo prazos ficou a dever-se, sobretudo, à redução do saldo das Obrigações do Tesouro, devido à amortização da OT 4,8% JUN2020, no montante de 7974 M€. Em contrapartida, no mês de junho realizaram-se leilões da OT 2,875% JUL2026, no valor nominal de 585 M€, e da OT 0,475% OUT2030, no valor nominal de 1025 M€. Tendo por referência o final do mês homólogo de 2019, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 8475 M€, em

⁶ Além dos empréstimos a médio e longo prazo destinadas a EPR, foram também concedidos empréstimos no valor de 11,6 M€ a outras entidades públicas.

consequência do aumento na dívida titulada de médio e longo prazos (+ 12 187 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 (- 2323 M€), sobretudo de Bilhetes do Tesouro. O crescimento da dívida titulada a médio e longo prazos resulta do incremento de 9,6% (+12 215 M€) no stock de Obrigações do Tesouro. 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 (+1,2%). 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)

	jun/19	mai/20	jun/20	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	jun/19	jun/20
				Titulada	162 011	177 311	171 876	-5 435	9 865
Curto prazo	20 599	17 325	18 276	951	-2 323	5,5	-11,3	8,4	7,2
Médio e longo prazo	141 412	159 986	153 600	-6 386	12 187	-4,0	8,6	57,3	60,2
Não titulada	32 482	32 688	32 817	129	335	0,4	1,0	13,2	12,9
Cert. Aforro	11 954	12 102	12 122	20	168	0,2	1,4	4,8	4,8
Cert. do Tesouro	16 842	16 937	17 046	109	205	0,6	1,2	6,8	6,7
Outra - ML prazo	3 686	3 649	3 649	0	- 37	0,0	-1,0	1,5	1,4
Contas margem	503	942	778	- 164	275	-17,4	54,7	0,2	0,3
Assist. Financeira	51 628	49 628	49 628	0	-2 000	0,0	-3,9	20,9	19,5
Total	246 624	260 569	255 099	-5 470	8 475	-2,1	3,4	100,0	100,0

Por memória:

Transaccionável	155 625	171 815	166 742	-5 073	11 117	-3,0	7,1	63,1	65,4
Não Transaccionável	91 502	89 696	89 135	- 561	-2 367	-0,6	-2,6	37,1	34,9
Euro	242 326	256 276	250 828	-5 448	8 502	-2,1	3,5	98,3	98,3
Não euro	4 299	4 293	4 271	- 22	- 28	-0,5	-0,6	1,7	1,7
Contas margem	503	942	778	-164	275	-17,4	54,7	0,2	0,3

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.

35. No 1.º semestre de 2020, registou-se uma redução da despesa com juros da dívida direta pública.

Nos primeiros seis meses de 2020, a despesa com juros e outros encargos foi de 4140 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 5), refletindo uma redução de 6,9% (- 307 M€) quando comparado com igual período do ano anterior, sendo esta redução mais acentuada do que a prevista no OE/2020 para o conjunto do ano (- 0,4%; - 32 M€). Esta contração foi determinada, em grande medida, pela diminuição homóloga em 8,8%, da despesa com juros das Obrigações do Tesouro (OT), que passou de 3186 M€ para 2906 M€ (- 280 M€). No mesmo sentido, é de referir também a diminuição de 4,1% na despesa com juros no âmbito do PAEF, de 641 M€ para 615 M€, para o que contribuiu a amortização antecipada efetuada pelo Estado Português junto do FEFF, no valor de 2000 M€, ocorrida em outubro de 2019. No tocante aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros manteve-se negativo no 1.º semestre de 2020 (- 27 M€), em linha com o ocorrido no período homólogo, traduzindo o facto de a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa manter taxas de rentabilidade negativas para maturidades mais curtas. No que respeita 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 1.º semestre de 2020, foi de 398 M€, refletindo uma redução de 14 M€ (- 3,3%) face ao período homólogo do ano anterior. Pese embora, no cômputo do 1.º semestre de 2020, a dívida pública financiada através destes dois produtos

tenha registado um aumento homólogo de 372 M€, as subscrições mais recentes destes títulos apresentam uma menor taxa fixa de remuneração.⁷

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

	2019 (M€)	Execução mensal 2020 (M€)						Execução janeiro-junho (M€)			OE/2020 (M€)	Grau de execução jan-jun (%)	
		jan	fev	mar	abr	mai	jun	2019	2020	Tvh (%)		2019	2020
Juros da dívida pública	7 108	188	1 225	306	1 367	169	834	4 404	4 090	-7,1	7 037	60,6	58,1
Bilhetes do Tesouro	-45	-10	0	-9	0	-8	0	-25	-27	5,4	-47	60,2	56,1
Obrigações do Tesouro	4 858	29	1 087	2	1 214	0	575	3 186	2 906	-8,8	4 747	64,7	61,2
Empréstimos PAEF	1 058	22	10	261	16	125	181	641	615	-4,1	1 052	55,2	58,4
Certif. Aforro e Tesouro	780	140	47	58	55	54	44	412	398	-3,3	794	52,3	50,2
CEDIC / CEDIM	13	0	0	0	12	0	1	6	14	136,5	20	71,8	69,3
Outros	444	7	81	-6	71	-2	33	185	184	-0,6	472	43,4	38,9
Comissões	61	26	3	1	9	10	0	42	50	17,2	100	42,3	49,6
Empréstimos PAEF	15	14	0	0	0	0	0	15	14	-1,4	14	56,1	100,0
Outros	47	11	3	1	9	10	0	28	35	27,1	86	37,4	41,1
Juros e outros encargos pagos	7 169	214	1 229	307	1 376	179	835	4 447	4 140	-6,9	7 137	60,4	58,0
Tvh (%)	0,3	10,0	-0,3	-7,0	-2,1	-14,9	-22,2	-	-	-	-0,4	-	-

Por memória:

Juros recebidos de aplicações	-2	-3	0	0	1	1	1	-2,8	-1,2	-57,1	43	-	-
Juros e outros enc. líquidos	7 168	210	1 229	307	1 377	180	835	4 444	4 139	-6,9	7 180	60	57,6
Tvh (%)	0,3	9,8	-0,3	-7,0	-2,0	-14,5	-22,2	-	-	-	0,2	-	-

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

36. O montante total de dívida pública portuguesa detida pelas famílias alcançou um novo máximo no final do 1.º semestre de 2020. Após uma queda significativa no início de 2020, o stock de dívida pública detida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro recuperou nos meses seguintes para valores superiores ao anterior máximo registado no final de 2019. No final de junho de 2020, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro registou o valor de 29 168 M€, atingindo um novo máximo para esta série. Este valor reflete uma quebra de 661 M€ em janeiro, a que se seguiu uma recuperação entre fevereiro e junho no total de 760 M€. Desta forma, o valor registado no final de junho situou-se 99 M€ acima do anterior máximo alcançado no final de 2019, retomando a tendência de crescimento sustentado que este agregado tem vindo a registar. O movimento de contração ocorrido no início de 2020 deveu-se, sobretudo, ao comportamento dos Certificados do Tesouro, cujo stock diminuiu 691 M€ em janeiro deste ano, tendo recuperado entre fevereiro e junho para um valor idêntico ao registado no final de 2019. Com efeito, no final de junho, o montante de Certificados do Tesouro (CT) situou-se em 17 046 M€, um valor muito próximo do máximo alcançado no final de 2019 (17 049 M€) — Gráfico 6. Em termos históricos, o valor mensal de novas emissões de CT, líquido de amortizações, apresenta uma evolução positiva desde maio de 2013, tendo esta sequência sido interrompida apenas em dois momentos: dezembro de 2018 (variação mensal de - 63 M€) e janeiro de 2020 (variação mensal de - 661 M€) — Gráfico 8. Em janeiro de 2020 ocorreram dois movimentos particulares que importa referir. Por um lado, registou-se um aumento brusco das amortizações, para 1 422,7 M€, tendo em conta que as amortizações mensais se vinham situando entre 171,3 M€ e 431,5 M€ desde novembro de 2018. Este evento esteve 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 (1 474 M€) porque a remuneração iria baixar para as emissões a realizar a partir do mês seguinte. Por outro lado, as subscrições (Gráfico 7) de CT em janeiro de 2020 também registaram um movimento atípico, tendo ascendido a 732,0 M€, um aumento de 335,3 M€ face ao mês anterior, muito acima do aumento mensal máximo verificado desde novembro de 2018 (176,1 M€, precisamente no 11.º mês de 2018). Presumivelmente, o acréscimo anormal no volume de subscrição referido ficou a dever-se ao vencimento da série subscrita em janeiro de 2015, tendo muitos aforradores transitado de uma série para

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%.

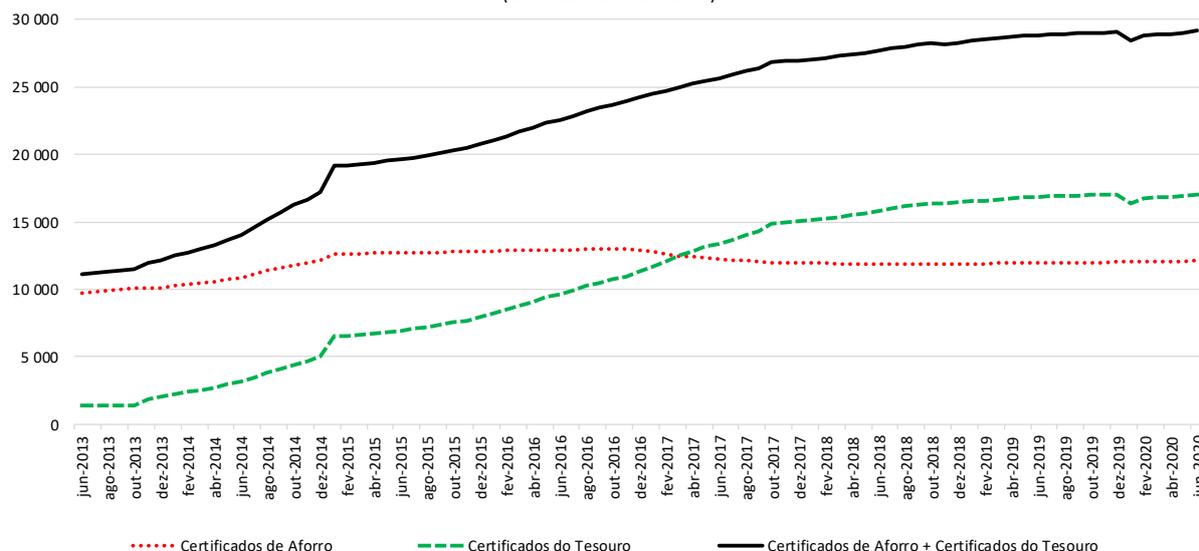
Em ambos os casos, nos 4.º e 5.º anos, ao nível da taxa de juro fixa, acresce o prémio de 80% da taxa de crescimento médio real do PIB nacional verificada (pelo INE) nos últimos quatro trimestres conhecidos no mês anterior à data de pagamento de juros.

A subscrição de certificados do Tesouro Poupança Mais – CTPM encontra-se suspensa desde 30 de outubro 2017, nos termos da [Resolução do Conselho de Ministros n.º 157-D/2017](#) de 26 de outubro (DR N.º 208/2017, 1.º Suplemento, série I 2017-1027).

outra, movimento que se terá mantido, em menor escala, no mês de fevereiro, com um volume de subscrições de 468,2 M€.

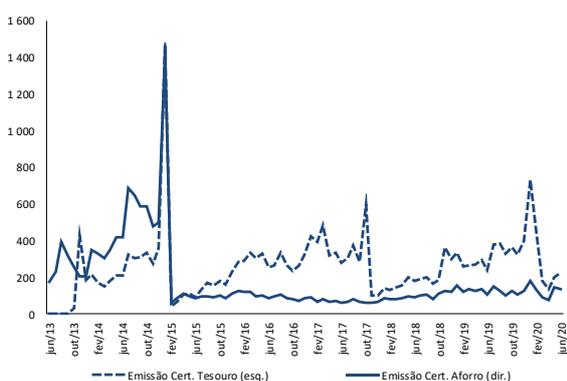
37. O stock de Certificados de Aforro (CA) situou-se em 12 122 M€ no final do 1.º semestre de 2020, refletindo uma subida homóloga de 168 M€ (Gráfico 6 e Gráfico 8). Em março de 2020 foi interrompida a sequência de emissões líquidas positivas de CA, que se registava desde novembro de 2018, momento em que se encerrou um ciclo negativo que decorria desde novembro de 2016. Esta interrupção parece refletir um movimento muito pontual e de expressão relativamente reduzida (em março o valor nominal de amortizações superou o de emissões em 8,3 M€), apresentando sinais de recuperação nos meses seguintes, nomeadamente em maio e junho.

Gráfico 6 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro
(em milhões de euros)



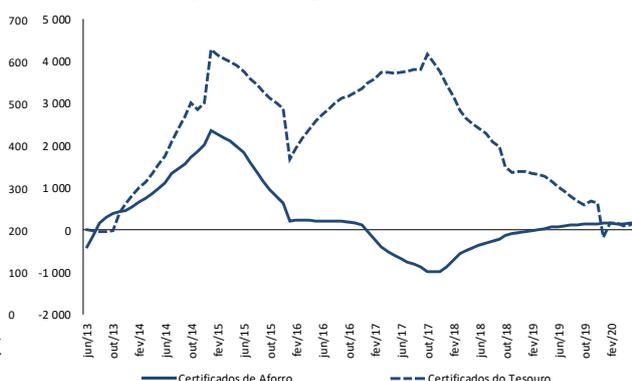
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 8 – Variação do stock de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro
(variação homóloga, em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

38. O aumento persistente no montante de dívida pública portuguesa devido pelas famílias é o reflexo das taxas mais atrativas que estes instrumentos apresentam, face a outros produtos de poupança existentes no mercado com nível de risco semelhante — Gráfico 6. Com efeito, os produtos de depósito a prazo existentes no mercado oferecem taxas de remuneração próximas de 0%, para um nível de risco que se pode considerar idêntico.

39. As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em julho/2020 registaram uma diminuição da taxa de juro nas maturidades a seis e a dez anos. Também as emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas em julho/2020, foram asseguradas a taxas de juro inferiores às registadas para a mesma maturidade em leilão anterior. No dia 10 de junho, foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a seis anos e 10 anos (Obrigações do Tesouro) no montante conjunto de 1 610 M€ (Tabela

6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 2,875% 21Jul2026, com taxa de rentabilidade de 0,137%, e OT 0,475% 18Oct2030, com taxa de rentabilidade de 0,595%. Tendo por referência os leilões anteriores ocorridos em abril e março de 2020, observou-se uma descida de 0,706 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a seis anos e um aumento de 0,169 p.p. para a maturidade a 10 anos. No caso particular da OT 0,475% 18Oct2030, a taxa de rentabilidade do leilão anterior, que ocorreu a 11 de março de 2020, não reflete ainda o agravamento das rentabilidades exigidas nos mercados secundários a partir de 12 de março de 2020, facto que justificará o aumento da respetiva taxa de rentabilidade. Foram ainda realizados dois leilões de OT no dia 22 de julho, para as OT supra referidas, com maturidades a seis anos e 10 anos, no montante conjunto de 1489 M€ (Tabela 6). Destes leilões resultaram as colocações OT 2,875% 21Jul2026, com taxa de rentabilidade de -0,108%, e OT 0,475% 18Out2030, com taxa de rentabilidade de 0,352%. Tendo em linha de conta os leilões anteriores, ocorridos a 10 de junho de 2020, observou-se uma descida de 0,951 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a seis anos e de 0,074 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 10 anos. Relativamente às emissões de BT efetuadas a 17 de junho e 15 de julho, foram asseguradas com taxas de juro inferiores às verificadas em leilões anteriores para as mesmas maturidades. A 17 de junho foram leiloados BT com maturidades a três e 11 meses num total de 1308 M€, com taxas médias ponderadas de -0,480% e -0,438%, respetivamente. Estes leilões registaram uma descida acentuada nas taxas de juro para estas maturidades, -0,471 p.p. e -0,476 p.p., respetivamente, que se mantiveram em terreno negativo nas emissões seguintes a 6 e 12 meses, conforme mostra a Tabela 6. Com efeito, o Estado voltou ao mercado monetário a 15 de julho, tendo sido realizados leilões com maturidades de seis e 12 meses, num total de 1872 M€, com taxas médias ponderadas de -0,467% e -0,452%.

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

Instrumento	Obrigações do Tesouro				Bilhetes do Tesouro			
	21-jul-2026	18-out-2030	21-jul-2026	18-out-2030	18-set-2020	21-mai-2021	15-jan-2021	16-jul-2021
Maturidade								
Data do leilão	10-jun-2020	10-jun-2020	22-jul-2020	22-jul-2020	17-jun-2020	17-jun-2020	15-jul-2020	15-jul-2020
Prazo	6 anos	10 anos	6 anos	10 anos	3 meses	11 meses	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	585	1025	512	977	250	1058	519	1 353
Montante de Procura (M€)	1 215	n.d.	1 168	1 616	1 568	1 923	1 818	3 173
Taxa média (%)	0,137	0,595	-0,108	0,352	-0,480	-0,438	-0,467	-0,452
<i>Por memória:</i>								
Emissão anterior com maturidades iguais (data e taxa média em %)	22-abr-2020	11-mar-2020	22-abr-2020	11-mar-2020	15-abr-2020	15-abr-2020	20-mai-2020	20-mai-2020
	0,843	0,426	0,843	0,426	-0,009	0,038	-0,411	-0,351

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: Os montantes colocados referem-se à dívida emitida nas fases competitiva e não competitiva dos respetivos leilões.

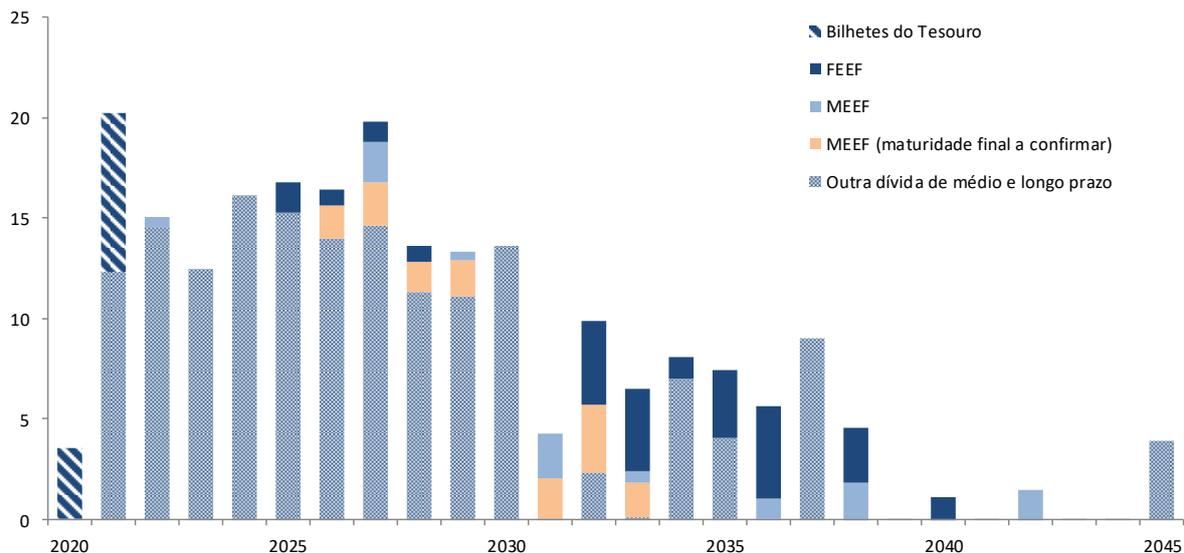
40. O volume de reembolsos de títulos de dívida pública a médio e longo prazos, previsto para os anos 2021 a 2030, permanece bastante elevado. Tendo por referência o *stock* de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 23 de julho de 2020 e o período até 2045, os maiores volumes de amortização concentram-se, essencialmente, nos anos 2021 a 2030 (Gráfico 9 e Gráfico 10). A 23 de julho de 2020, o *stock* total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2021 e 2030 ascendia a cerca de 150 mil M€, um valor superior ao registado em 18 de março de 2020 para o mesmo período (138,6 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 23 de julho de 2020, será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos no valor de: 12,3 mil M€ em 2021, 15,1 mil M€ em 2022, 12,5 mil M€ em 2023, 16,1 mil M€ em 2024, 16,8 mil M€ em 2025, 16,4 mil M€ em 2026, 19,8 mil M€ e 2027, 13,6 mil M€ em 2028, 13,3 mil M€ em 2029 e 13,7 mil M€ em 2030.⁸ Com efeito, só a partir de 2031 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 tenham sido realizados dois reembolsos significativos de dívida contraída junto das instituições internacionais (um em dezembro de 2018, pelo remanescente da dívida ao FMI, no valor de 4,7 mil M€, e, outro em outubro de 2019,

⁸ A estes montantes acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo, Bilhetes de Tesouro, nos montantes de 3,5 mil M€ em 2020 e 7,9 mil M€ em 2021.

reembolso antecipado de 2000 M€ ao FEEF), o stock de dívida de médio e longo prazos a amortizar num futuro relativamente próximo (10 anos) é muito significativo. Em particular, dos 50 140 M€ de empréstimos desembolsados inicialmente pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira — MEEF — (24 140 M€) e pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira — FEEF — (26 000 M€), no âmbito do PAEF, encontram-se por reembolsar 49 628 M€, os quais se desagregam em 24 300 M€ do MEEF e 25 328 M€ do FEEF. No 1.º semestre de 2020 (29 de janeiro) 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 9 – Perfis anuais de amortização, em 23 de julho de 2020
(em milhares de milhões de euros)

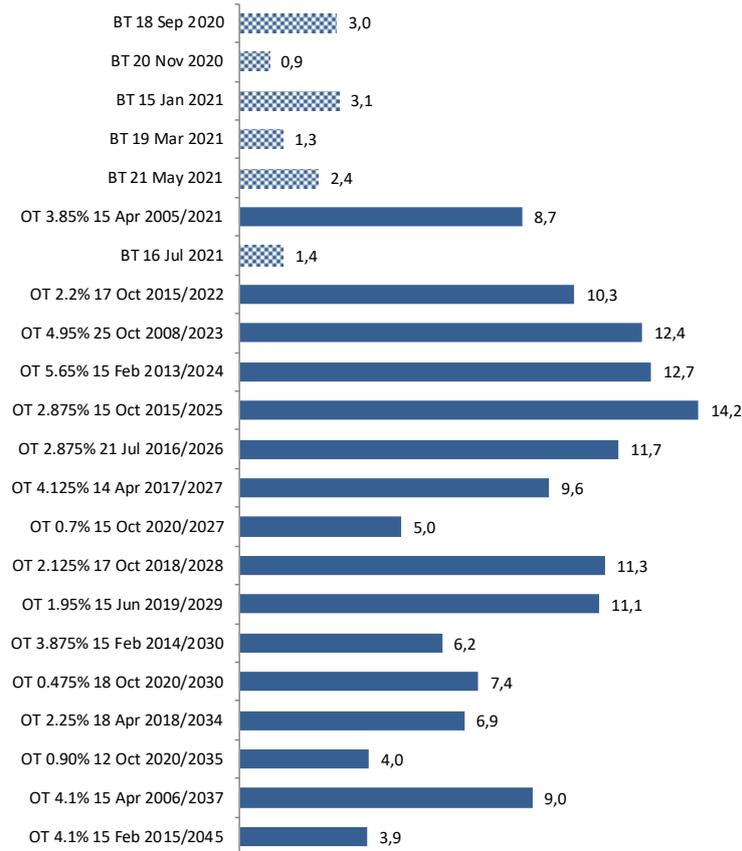


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF), Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), "Outra dívida de médio e longo prazos" refere-se, essencialmente, a Obrigações do Tesouro.

41. No início de julho, Portugal efetuou uma emissão sindicada de uma nova OT com maturidade de 15 anos. No dia 1 de julho de 2020 foi realizada uma emissão sindicada da nova linha de OT com maturidade de 15 anos (OT 0,90% 12Oct2035) no montante de 4 mil M€. A taxa de juro implícita para os investidores finais situou-se em 0,928% (*re-offer yield*).

Gráfico 10 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, em 23 de julho 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 Maastricht⁹

42. Na presente secção foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal. No entanto, a dívida pública é uma variável *stock* observada no final de um mês, trimestre ou ano. Nesta análise há três momentos distintos: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (março de 2020), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (maio de 2020) e valor nominal desagregado por subsector (abril de 2020).

43. O rácio da dívida pública na ótica de Maastricht situou-se em 120,0% do PIB no final do 1.º trimestre de 2020, o que reflete uma subida face ao final do ano 2019, mas uma descida face ao observado no trimestre homólogo. Face ao final de 2019, o rácio da dívida pública subiu 2,3 p.p. do PIB, devido ao contributo do aumento do *stock* de ativos em depósitos das Administrações Públicas, em 2,4 p.p. do PIB. De salientar que o *stock* destes depósitos no final de 2019 (6,8% do PIB) correspondeu ao valor mais baixo desde o 2.º trimestre de 2011. Tendo por referência o trimestre homólogo, o rácio da dívida pública diminuiu 3,4 p.p. do PIB%, tendo a redução do *stock* de ativos em depósitos contribuído com 1,8 p.p. do PIB para essa variação.

44. No final de maio de 2020, o montante nominal da dívida pública bruta na ótica de Maastricht situou-se em 264,4 mil M€, sendo cerca de 7,5 mil M€ acima do observado no final do mês homólogo. Esta evolução anual foi determinada por uma descida dos empréstimos de longo prazo e dos títulos de curto

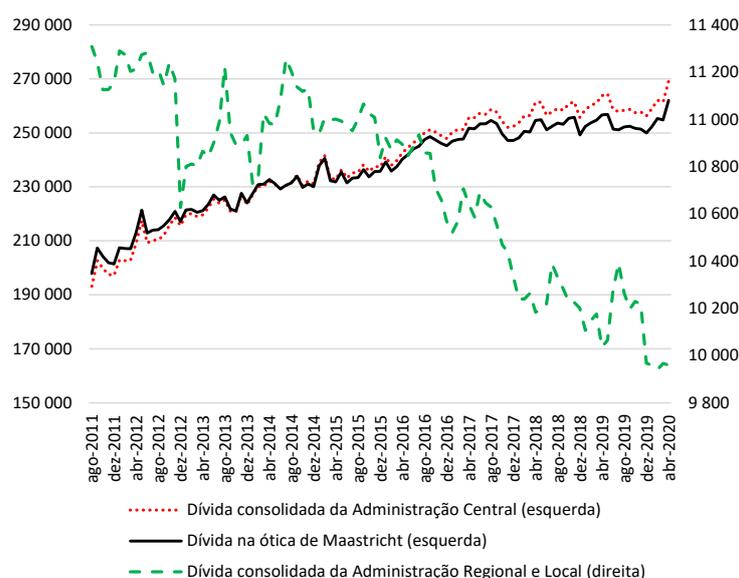
⁹ A "dívida na definição de Maastricht" é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito "dívida direta do Estado" nas seguintes dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo subsector Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector institucional das Administrações Públicas; ii) efeitos de consolidação — a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada entre subsectores das Administrações Públicas. Os passivos incluídos no conceito de dívida de Maastricht são registados pelo seu valor nominal. Note-se que a dívida a fornecedores não entra neste conceito. Mais detalhes em [Banco de Portugal \(2016\), Estatísticas das administrações públicas, Suplemento ao Boletim Estatístico de Junho de 2016](#), Secção 2.

prazo que foi mais do que compensada pelo aumento dos títulos de longo prazo, o que contribuiu para o aumento da maturidade média da dívida pública portuguesa. Quanto à dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas, registou-se um aumento homólogo de 5,5 mil M€, passando de 233,7 mil M€ para 239,2 mil M€. Consequentemente, o montante total de ativos em depósitos das Administrações Públicas, os quais se encontram incluídos, com sinal negativo, na definição de dívida líquida de *Maastricht*, subiu 2,0 mil M€ em termos homólogos, de 23,1 mil M€ para 25,2 mil M€, atingindo o valor mais elevado desde dezembro de 2018. Para este aumento do stock de depósitos contribuiu a necessidade de assegurar liquidez para a amortização do título da Obrigação do Tesouro com maturidade em junho de 2020 no montante de cerca de 8 mil M€ (OT 4,8% 15junho2020).

45. No lado dos passivos, o instrumento que evidencia o peso mais elevado na dívida bruta de Maastricht corresponde aos títulos emitidos, representando 63,0% no final de maio de 2020, o que corresponde ao peso mais elevado desde setembro de 2011. No final de maio de 2020, o montante de dívida pública sob a forma de títulos situou-se em 166,5 mil M€, o que refletiu um peso de 63,0% no agregado total da dívida pública de *Maastricht* e uma subida homóloga de 10,0 mil M€. Em sentido oposto, a dívida pública sob a forma de empréstimos contraídos pelas Administrações Públicas correspondeu a 25,1% no final de maio de 2020, situando-se em 66,3 mil M€, o que reflete o valor nominal mais baixo desde janeiro de 2012. A componente dos empréstimos inclui o financiamento obtido no âmbito do PAEF. Quanto à dívida pública sob a forma de numerário e depósitos, o valor no final de maio de 2020 foi de 31,6 mil M€, o que reflete uma subida de 368 M€.

46. Por subsectores, a dívida pública de Maastricht no final de abril de 2020 registou um acréscimo homólogo na Administração Central, sendo que o conjunto da Administração Regional e Local registou uma pequena descida.¹⁰ No final de abril de 2020, o stock da dívida consolidada dentro da Administração Central na ótica de *Maastricht* foi de 269,0 mil M€ (Gráfico 11), o que corresponde a um aumento homólogo de 5,2 mil M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o montante da dívida de *Maastricht* no final de abril de 2020 (10,0 mil M€) ficou abaixo em 77 M€ face ao final do mês homólogo. Tendo por referência um horizonte mais alargado, desde junho de 2011 que se regista uma diminuição da dívida de *Maastricht* no conjunto da Administração Regional e Local (Gráfico 11). Adicionalmente, de salientar que o stock da concessão de créditos entre subsectores, os quais são objeto de consolidação no âmbito do universo das Administrações Públicas, desceu de 17,8 mil M€ no final de abril de 2019 para 16,9 mil M€ no final de abril de 2020. A Administração Central é credora face à Administração Local e à Administração Regional.

Gráfico 11 – Desagregação subsectorial da dívida de Maastricht
(em milhões de euros)



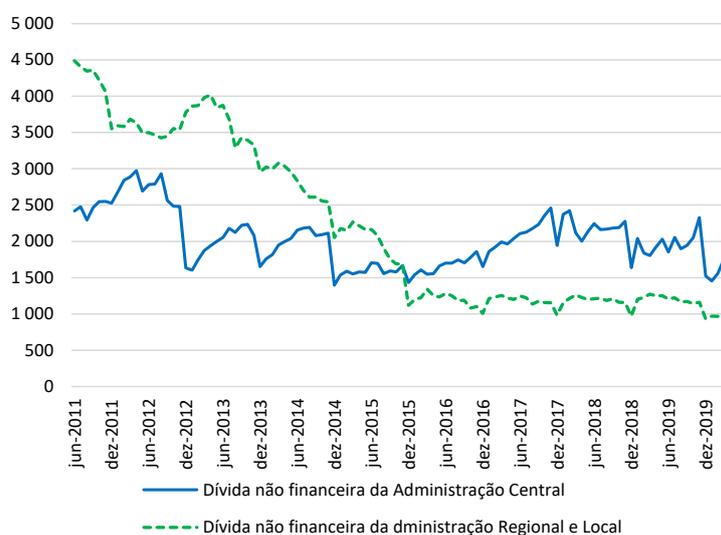
Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector.

¹⁰ Neste relatório, o parágrafo relativo à dívida por subsector refere-se à definição de *Maastricht*, pelo que excluiu créditos comerciais. A Secção 3.4 mostra a decomposição subsectorial da dívida não financeira.

3.4 Dívida não financeira

47. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final de abril de 2020 foi inferior ao verificado no final do mês homólogo. Na presente secção analisa-se a categoria designada como “dívida comercial” que, resumidamente, regista as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Em contabilidade nacional, o aumento do *stock* de passivos comerciais em determinado ano é incluído no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. Contudo, este endividamento não é incluído na definição de *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 abril de 2020, as Administrações Públicas evidenciaram um *stock* de dívida comercial de 2845 M€ (Gráfico 12), o que reflete uma descida homóloga de 328 M€. A dívida comercial no final de abril de 2020 representava cerca de 1,1% da dívida bruta de *Maastricht*. Por subsectores, registou-se uma descida homóloga (61 M€) deste *stock* na Administração Central para 1860 M€, sendo acompanhada pela redução (267 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 985 M€ no final de abril de 2020).

Gráfico 12 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

48. A dívida pública, a dívida privada e a dívida externa são indicadores que se encontram 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 residentes contraíram junto do exterior. A Caixa 2 explica os conceitos utilizados neste capítulo.

49. No caso da economia portuguesa, 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 essencialmente 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.

50. 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, os empréstimos e depósitos entre instituições, 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 direto”.

51. Na categoria funcional “investimento de carteira”, na qual se incluem os títulos de dívida pública Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, o investidor tem maior facilidade em se desfazer dos títulos que tenham, entretanto, ficado mais arriscados, 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.

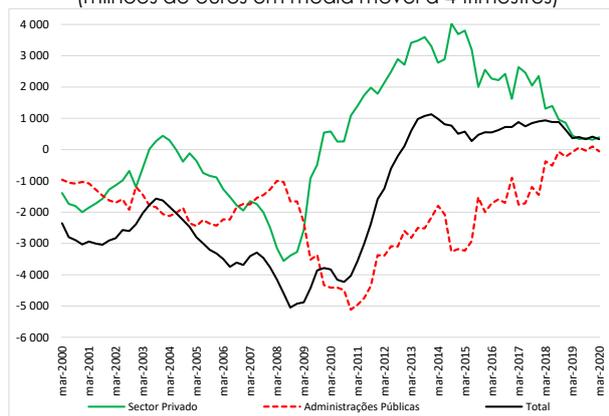
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

52. A presente secção tem como fonte de informação estatística os dados publicados pelo INE no dia 24 de junho de 2020. Os dados encontram-se na ótica das contas nacionais. Com efeito, estes dados podem apresentar divergências face à publicação do Banco de Portugal relativo à balança corrente e de capital, as quais encontram-se na ótica da balança de pagamentos.

53. No ano terminado no 1.º trimestre de 2020 a economia portuguesa registou capacidade de financiamento de 0,6% do PIB, igualando o registo anual mais baixo desde o ano 2013. Neste período de quatro trimestres, o sector institucional das Administrações Públicas registou uma necessidade de financiamento (0,1% do PIB), enquanto o sector privado apresentou uma capacidade de financiamento (0,7%). O saldo orçamental das Administrações Públicas corresponde à necessidade/capacidade de financiamento deste subsector, o qual também tem efeitos no financiamento da economia portuguesa como um todo. No ano terminado no 1.º trimestre de 2020, Portugal registou capacidade de financiamento de 1336 M€, desagregando-se entre – 226 M€ no sector institucional das Administrações Públicas e 1562 M€ no sector privado (Gráfico 13). No entanto, este resultado corresponde a uma variação homóloga negativa da economia portuguesa, devido ao contributo do sector privado. Na presente análise, o sector privado corresponde aos sectores institucionais Famílias, Sociedades Financeiras e Sociedades Não Financeiras.

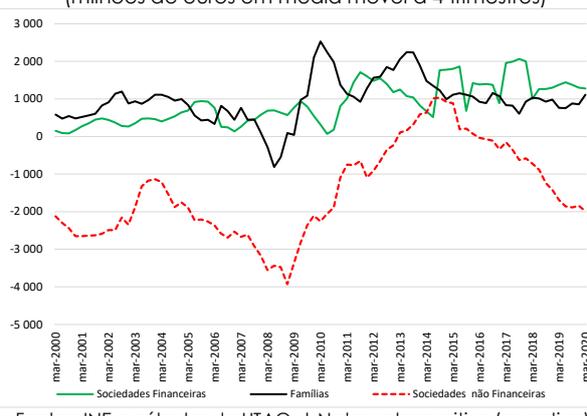
54. Relativamente à decomposição institucional do sector privado, os sectores institucionais Sociedades Financeiras e Famílias continuam a registar capacidade de financiamento. Contudo, o sector institucional Sociedades Não Financeiras continua a registar necessidade de financiamento desde o 1.º trimestre de 2016, atingindo o mínimo desde o 4.º trimestre de 2010. O sector institucional Famílias apresentou no ano terminado no 1.º trimestre de 2020 capacidade de financiamento (Gráfico 14) no valor de 4441 M€, refletindo uma melhoria de 1398 M€ face ao ano homólogo. Quanto às Sociedades Não Financeiras, este sector institucional evidenciou uma necessidade de financiamento no ano terminado no 1.º trimestre de 2020 no montante de 7779 M€, o que corresponde a uma deterioração homóloga de 1227 M€. Relativamente à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta situou-se em 5100 M€ no ano terminado no 1.º trimestre de 2020, abaixo do verificado no período homólogo em 405 M€.

Gráfico 13 – 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 14 – 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).

4.2 Posição de investimento internacional e dívida externa (stock)

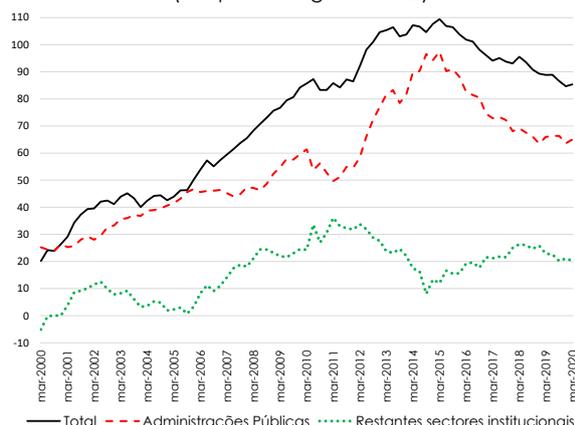
55. Entre o final do 1.º trimestre de 2019 e o final do 1.º trimestre de 2020, verificou-se uma descida da dívida externa tanto em valor nominal como em percentagem do PIB, o que contribuiu para uma melhoria da Posição de Investimento Internacional (PII). A dívida externa líquida é a principal componente da PII, ou seja, os instrumentos de dívida encontram-se dentro das categorias funcionais “investimento de carteira”, “investimento direto” e “outro investimento”.¹¹ O rácio da dívida externa líquida de Portugal desceu de 88,8% do PIB no final do 1.º trimestre de 2019 para 85,3% no final do 1.º trimestre de 2020 (Gráfico 15). No 4.º trimestre de 2019 a dívida externa atingiu um mínimo (84,7%), o qual já não era tão baixo desde o 2.º trimestre do ano 2011. A dívida externa do sector das Administrações Públicas diminuiu 0,9 p.p. do PIB, situando-se em 65,0% do PIB no 1.º trimestre de 2020.¹² Em valor nominal, o valor líquido da dívida externa de Portugal passou de 183,5 mil M€ para 180,9 mil M€ no período em análise. No entanto, registou-se um aumento na dívida externa das Administrações Públicas (1,6 mil M€), o que foi mais do que compensado pela descida nos restantes sectores institucionais (4,3 mil M€). Consequentemente, observou-se uma evolução positiva da PII, embora permanecendo fortemente negativa, passando de – 106,5% do PIB no final do 1.º trimestre de 2019 para – 100,2% no final do 1.º trimestre de 2020 (Gráfico 16).¹³ De referir que o sector das Administrações Públicas, que detém a posição negativa mais significativa, evidenciou um contributo nominal negativo (743 M€) para a evolução da PII de Portugal, o qual foi mais do que compensado pelos restantes sectores institucionais (8,5 mil M€).

¹¹ 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”.

¹² 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.

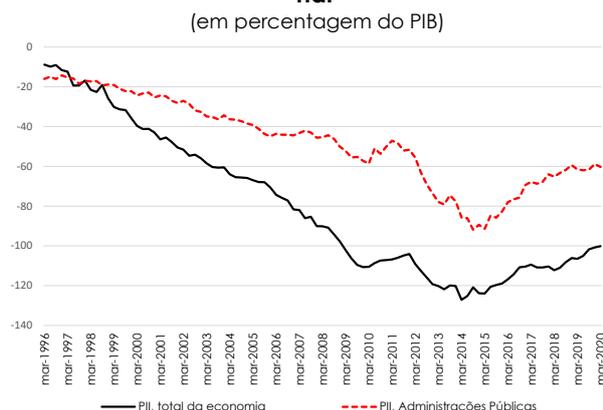
¹³ De realçar que os valores da PII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado, enquanto na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

Gráfico 15 – Dívida externa líquida
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Gráfico 16 – Posição de investimento internacional
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Caixa 2 – 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 no presente capítulo.

Em cada ano, a capacidade/necessidade de financiamento da economia corresponde à soma da capacidade/necessidade de financiamento de todos os sectores institucionais residentes. Não obstante o excedente orçamental observado no ano 2019, 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); o lado direito mostra as origens da capacidade (ou necessidade) de financiamento. A primeira balança 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 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,

$$PII_t = PII_{t-1} + \text{Balança Financeira}_t + \Delta \text{Preço}_t + \Delta \text{Cambial}_t + \text{Outros ajustamentos}_t \quad (5)$$

Os fluxos acumulados, ao longo dos anos, na capacidade (necessidade) 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>