

**Relatório UTAO n.º 30/2018**

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

Coleção: Acompanhamento do financiamento da economia e da  
dívida pública

12 de outubro de 2018

### **Ficha técnica**

---

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

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

Modelo de documento elaborado por António Antunes.

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

**Coleção:** Acompanhamento do financiamento da economia e da dívida pública

**Relatório UTAO N.º 30/2018**

12 de outubro de 2018

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

---

## Índice geral

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>2</b>
<b>2. CONDIÇÕES DE MERCADO.....</b>	<b>2</b>
2.1. ORIENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIO NAS ÁREAS DO EURO E DO DÓLAR.....	2
2.2. MERCADOS ACIONISTA, CAMBIAL E DO PETRÓLEO .....	3
2.3. MEDIDAS NÃO CONVENCIONAIS DA POLÍTICA MONETÁRIA DO EURO .....	4
2.4. DÍVIDA SOBERANA NA EUROPA .....	5
<b>3. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA .....</b>	<b>7</b>
3.1. DÍVIDA DIRETA DO ESTADO .....	7
3.2. DÍVIDA PÚBLICA NA DEFINIÇÃO DE MAASTRICHT .....	11
3.3. DÍVIDA NÃO FINANCEIRA .....	12

## Índice de gráficos

Gráfico 1 – Valorização dos mercados acionistas na Europa e nos EUA .....	3
Gráfico 2 – Cotação do euro-dólar .....	3
Gráfico 3 – Preço do petróleo ( <i>dated brent</i> ) .....	4
Gráfico 4 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em setembro de 2018.....	4
Gráfico 5 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início em março de 2015 .....	5
Gráfico 6 – Evolução das taxas de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos dos países periféricos .....	6
Gráfico 7 – Evolução da taxa de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos da dívida pública italiana.....	6
Gráfico 8 – Evolução diária em setembro da taxa de rendibilidade ( <i>yield</i> ) a 10 anos da dívida pública portuguesa.....	7
Gráfico 9 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa .....	7
Gráfico 10 – <i>Stock</i> de Certificados de Aforro e do Tesouro .....	9
Gráfico 11 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro .....	10
Gráfico 12 – Variação do <i>stock</i> de Certificados de Aforro e do Tesouro.....	10
Gráfico 13 – Perfil de amortização em 30 de setembro de 2018 .....	11
Gráfico 14 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 30 de setembro de 2018 (em milhares de milhões de euros) .....	11
Gráfico 15 – Desagregação subsectorial da dívida de <i>Maastricht</i> .....	12
Gráfico 16 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas .....	13

## Índice de tabelas

Tabela 1 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos base).....	5
Tabela 2 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos .....	5
Tabela 3 – Necessidades líquidas de financiamento.....	8
Tabela 4 – Dívida direta do Estado.....	8
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida.....	9
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro.....	10

Em setembro, o BCE decidiu manter inalterada a política monetária para a área do euro, enquanto nos EUA o FOMC decidiu subir as taxas diretoras, antecipando-se mais uma subida até ao final do ano. No mercado de dívida soberana da área do euro persistem as incertezas quanto ao cumprimento das regras orçamentais europeias em Itália, mas o efeito de contágio aos países da periferia foi, para já, contido.

O montante de dívida direta do Estado no final de julho de 2018 é ligeiramente superior ao verificado no final do mês homólogo. Relativamente à estrutura das maturidades, destaca-se o aumento o stock da dívida titulada de médio e longo prazo e a descida do de curto prazo, bem como a redução do montante em dívida no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Deste movimento assimétrico resultou o alongamento da maturidade média da dívida titulada.

A dívida nominal bruta das Administrações Públicas na definição de Maastricht valia 249,3 mil M€ no final de agosto de 2018, o que reflete uma descida homóloga de 0,5%. Os depósitos detidos pelo sector desceram 3221 mil M€, fazendo com que a dívida de Maastricht líquida desses depósitos atingisse 224,9 mil M€ em 31 de agosto último, mais 2069 M€ do que um ano antes.

Relativamente à dívida comercial, os passivos das Administrações Públicas nesta categoria ascenderam no final de julho de 2018 a 4619 M€, i.e., o equivalente a 1.8% da dívida de Maastricht. Desceram 78 M€ face ao valor no final do mês homólogo. A descida aconteceu na Administração Central, mas subiu no conjunto da Administração Local e Regional. Esta é responsável por cerca de 59% da dívida comercial do sector.

## 1. Introdução

1 Este relatório insere-se na coleção de publicações periódicas que monitoriza os desenvolvimentos mensais na dívida das Administrações Públicas. Proximamente, os números desta coleção passarão também a acompanhar as principais alterações nas condições de financiamento da economia portuguesa.

2 A UTAO agradece às entidades que produziram as fontes de informação utilizadas, e devidamente identificadas em rodapé dos gráficos e tabelas, bem como à Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) pelo envio mensal da informação sobre a dívida pública direta do Estado.

3 O texto está assim organizado. A Secção 2 apresenta as principais evoluções nos mercados financeiro e cambial que enquadraram a evolução da dívida soberana, registadas desde o início de 2018 e com maior destaque para as novidades no mês de setembro. A dívida pública portuguesa é o objeto da secção seguinte. Caracteriza os movimentos nos vários instrumentos de financiamento direto do Estado, a evolução na dívida segundo a aceção de *Maastricht*, distinguindo as evoluções por subsectores, e documenta o estado das responsabilidades por pagar perante fornecedores de bens e serviços.

## 2. Condições de mercado

### 2.1. Orientação da política monetário nas áreas do euro e do dólar

4 **Em setembro, acentuou-se a divergência entre a política monetária da área do euro e a dos Estados Unidos da América (EUA), mantendo-se a instabilidade política e a incerteza quanto ao cumprimento das regras orçamentais europeias em Itália.** Naquele mês os mercados acionistas seguiram com fracas valorizações na área do euro e nos EUA, enquanto a cotação do petróleo nos mercados internacionais atingiu máximos anuais. Na sua reunião mensal, o Banco Central Europeu (BCE) decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretoras, enquanto nos EUA o Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) decidiu aumentar a taxa de referência dos *fed funds*, aprofundando a divergência de política monetária entre as duas áreas monetárias, com efeitos na desvalorização do euro face ao dólar americano. Em Itália, persistem as incertezas quanto ao cumprimento das regras orçamentais europeias no plano orçamental nacional para 2019, mas o contágio nos mercados financeiros e, em particular, da dívida soberana aos países periféricos foi, para já, contido.

5 **Na área do euro, o BCE decidiu manter as taxas de juro diretoras de política monetária inalteradas, bem como o calendário do programa de compras alargado de ativos (APP), cujo objetivo mensal líquido será reduzido para 15 mil M€ em outubro.** Na sua reunião de 13 de setembro, o Conselho de Governadores do BCE manteve inalterada a sua política monetária para a área do euro, tanto no respeitante ao nível das taxas de juro diretoras como ao programa de compra alargado de ativos (*the expanded asset purchase programme, APP*). As taxas de juro diretoras, das operações principais de

refinanciamento e das taxas relativas à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito mantiveram-se em 0%, 0,25% e -0,40%, respetivamente. No respeitante às decisões de política monetária não convencionais, no âmbito do APP, o montante de compras líquidas mensais foi de 30 mil M€ até ao final do mês de setembro, devendo reduzir-se para 15 mil M€ em outubro, cessando no final do ano, embora sob reserva de os dados entretanto disponibilizados virem a confirmar as expectativas relativas à inflação. A partir dessa data, o objetivo será reinvestir os montantes dos títulos de dívida que atingirem a maturidade no sentido de manter as condições de liquidez favoráveis e um carácter acomodaticia na política monetária.

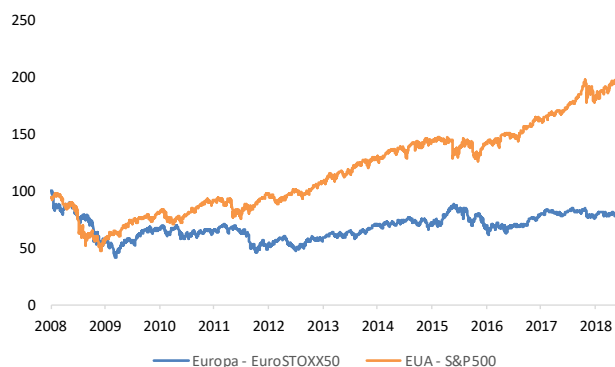
**6 O FOMC subiu as taxas de juro diretoras nos Estados Unidos, mas elas permanecem num nível considerado acomodaticio para a política monetária.** Na reunião do dia 27 de setembro, o FOMC decidiu subir as taxas dos *fed funds* para o intervalo 2,00% – 2,25%, considerando o seu duplo mandato de garantir o pleno emprego e assegurar um nível de inflação até 2,0%. Para esta decisão contribuiu o crescimento robusto da atividade económica, a evolução do desemprego e a inflação. É esperada uma nova subida das taxas no mês de dezembro. No referente aos instrumentos de política monetária não convencional, esta autoridade monetária encontra-se a diminuir o seu stock de dívida pública líquida ao ritmo mensal de 40 mil M\$, devendo este montante aumentar para 50 mil M\$ a partir de outubro.

## 2.2. Mercados acionista, cambial e do petróleo

**7 Nos mercados acionistas os índices norte-americanos valorizaram-se a um ritmo muito superior ao dos europeus.** Nos mercados acionistas, os índices seguem em alta (S&P500: +0,4%; Dow Jones Industrial: +1,9%; Eurostoxx50: 0,2%; Footsie 100: 0,0%), verificando-se novo agravamento de tensões comerciais e imposição de medidas protecionistas entre os EUA e a China. O Gráfico 1 regista o ritmo de valorização acionista, muito mais acentuado nos EUA do que na Europa. De 1 de janeiro de 2018 até 30 setembro, o nível do S&P500 duplicou enquanto o Eurostoxx50 ainda não recuperou face aos níveis pré-crise. No ano de 2018 os mercados acionistas norte americanos têm atingido máximos históricos, num contexto de forte crescimento económico do país e de comportamentos de aversão ao risco dos investidores (face aos países emergentes).

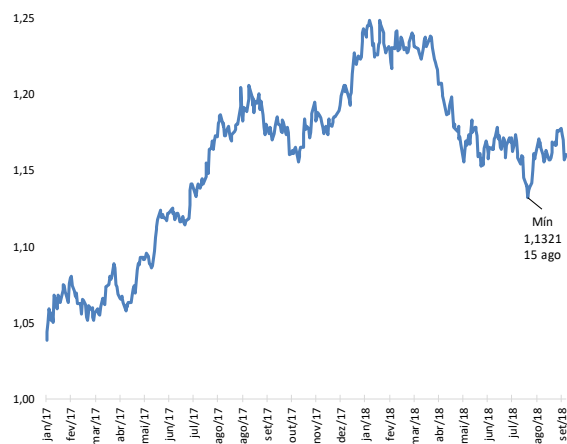
**8 O euro continuou a depreciar-se face ao dólar, refletindo as políticas monetárias divergentes entre as duas zonas monetárias.** No mercado cambial o euro aprofundou a sua tendência de desvalorização face ao dólar norte americano, com uma depreciação acumulada de 3,5% em 2018 (vide Gráfico 2), refletindo políticas monetárias divergentes entre as duas áreas monetárias. A subida mais rápida das taxas diretoras nos EUA do que na área do euro reflete-se positivamente nas emissões de dívida pública norte americana, contribuindo para atrair investidores, o que, a par das valorizações bolsistas do mercado acionista, tem provocado fortes movimentos de capitais para os EUA, contribuindo para a apreciação do dólar.

**Gráfico 1 – Valorização dos mercados acionistas na Europa e nos EUA**  
(Base 2008=100)



Fonte: Bloomberg

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



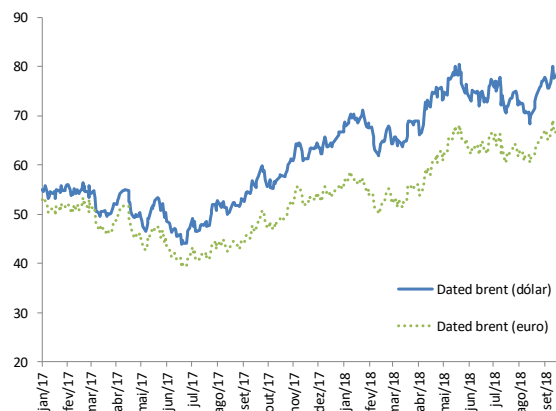
Fonte: BCE

**9 Em setembro, o preço do petróleo (*dated Brent*) atingiu o seu máximo anual, após o anúncio da OPEP de não aumentar a produção.** A cotação internacional do petróleo (*dated Brent*) atingiu o seu máximo anual no último dia do mês de setembro (82,72 USD/baril), na sequência da decisão de não aumentar a produção por parte da OPEP, num contexto de procura elevada e persistência de tensões geopolíticas nos países exportadores de petróleo (dinâmica no Gráfico 3).

### 2.3. Medidas não convencionais da política monetária do euro

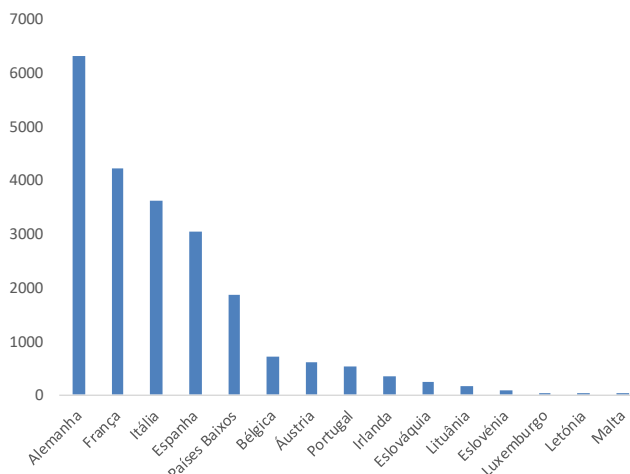
**10 Relativamente às medidas de política monetária não convencionais do BCE, o montante de aquisições líquidas de títulos em agosto, no âmbito do programa alargado de compras de ativos (APP), situou-se abaixo do objetivo mensal.** Durante o mês de setembro, as compras líquidas no âmbito do programa alargado de compra de ativos atingiram 21,9 mil M€, situando-se abaixo do objetivo de 30 mil M€ previsto na decisão de política monetária do dia 26 de outubro de 2017.<sup>1</sup> Deve referir-se que, de acordo com a decisão de política monetária do BCE de dia 14 de junho, o objetivo mensal de compras ao abrigo do APP será reduzido para 15 mil M€ no último trimestre do ano, cessando no final de 2018. No referente ao instrumento de política monetária mais significativo, o programa de compras do sector público (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*), o montante de compras líquidas em agosto foi de 23,2 mil M€ para títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. Em termos acumulados desde o início do programa em março de 2015, o montante de compras líquidas no âmbito deste programa ascendeu a 2115 mil M€ em obrigações de dívida pública e de instituições supranacionais, sendo proporcionais ao peso de cada país, destacando-se Alemanha, França, Itália e Espanha (Gráfico 4 e Gráfico 5). No respeitante aos títulos de dívida pública portuguesa, o valor de compras líquidas efetuado neste mês foi de 546 M€, sendo o valor acumulado desde o início do programa de 36 043 M€, com uma maturidade média de 7,99 anos.

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



Fonte: Thomson Reuters

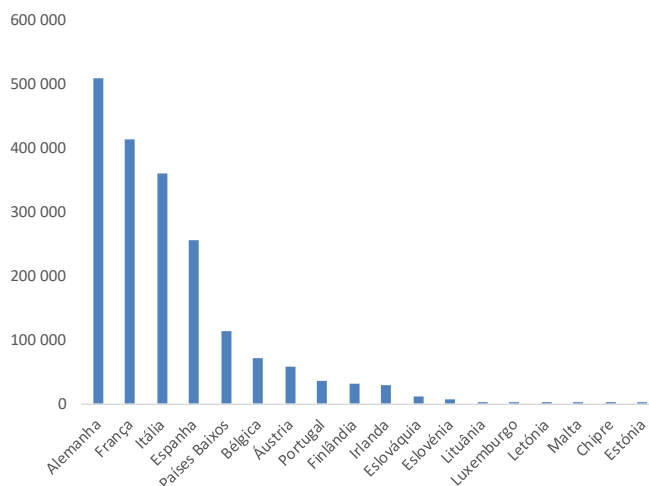
**Gráfico 4 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em setembro de 2018**  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

<sup>1</sup> De acordo com a decisão de política monetária do BCE de 14 de junho, o objetivo mensal de compras ao abrigo do APP foi reduzido de 30 mil M€ para 15 mil M€ a partir do início de outubro, terminando no final de dezembro de 2018.

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



Fonte: BCE

## 2.4. Dívida soberana na Europa

**11 O mercado de dívida soberana da área do euro continua influenciado pela incerteza política em Itália, observando-se em setembro a contenção do efeito de contágio aos países periféricos, o que se traduziu na depreciação das taxas de rendibilidade das dívidas destes países e na apreciação da dívida dos países do centro.** O mercado de dívida soberana da área do euro continua a ser fortemente influenciado pela situação política em Itália. O anúncio das intenções do Governo de agravar o défice para 2,4%<sup>2</sup> em 2019, quando o executivo anterior se comprometera com um nível de 0,8%<sup>3</sup> para o mesmo período, gerou um novo momento de instabilidade, com pressão da Comissão Europeia, dos parceiros europeus e dos mercados obrigacionistas no sentido do cumprimento das regras orçamentais europeias. Esta situação refletiu-se na subida das taxas de rendibilidade da dívida italiana em todos os prazos (maturidade a 10 anos exibida na Tabela 2) e o aprofundamento do diferencial face ao título alemão, que se situou em 267 p.b. no final de setembro, com uma valorização de 68,9% face ao final de 2017 (Tabela 1 e Gráfico 7). A agência de notação *Fitch* anunciou a revisão em baixa do *outlook* da

**Tabela 2 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos (em percentagem e em pontos percentuais)**

	30 dez 2015	30 dez 2016	30 Jun 2017	29 set 2017	29 dez 2017	31 ago 2018	28 set 2018	Variação mensal (em p.p.)	Variação desde o início do ano (em p.p.)
<b>Portugal</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,0</b>
Grécia	8,3	7,1	5,4	5,7	4,1	4,4	4,2	-0,22	0,1
Itália	1,6	1,8	2,2	2,1	2,0	3,2	3,1	-0,09	1,1
Espanha	1,8	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	0,03	-0,1
Irlanda	1,1	0,7	0,9	0,7	0,7	0,9	1,0	0,13	0,3
Bélgica	1,0	0,5	0,8	0,7	0,6	0,7	0,8	0,13	0,2
França	1,0	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,12	0,0
Alemanha	0,6	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,5	0,14	0,0

**Tabela 1 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos base)**

	30 dez 2015	30 dez 2016	30 Jun 2017	29 set 2017	29 dez 2017	31 ago 2018	28 set 2018	Variação mensal	Variação desde o início do ano
<b>Portugal</b>	<b>188</b>	<b>354</b>	<b>255</b>	<b>190</b>	<b>149</b>	<b>159</b>	<b>140</b>	<b>-18,8</b>	<b>-8,2</b>
Grécia	766	690	496	520	369	408	371	-36,5	1,9
Itália	97	161	169	164	158	290	267	-23,1	109,1
Espanha	114	118	106	114	113	114	103	-11,6	-10,6
Irlanda	52	54	40	27	24	53	51	-1,4	27,7
França	36	48	35	28	36	36	33	-2,2	-2,3
Bélgica	34	32	33	26	20	37	36	-1,3	15,7

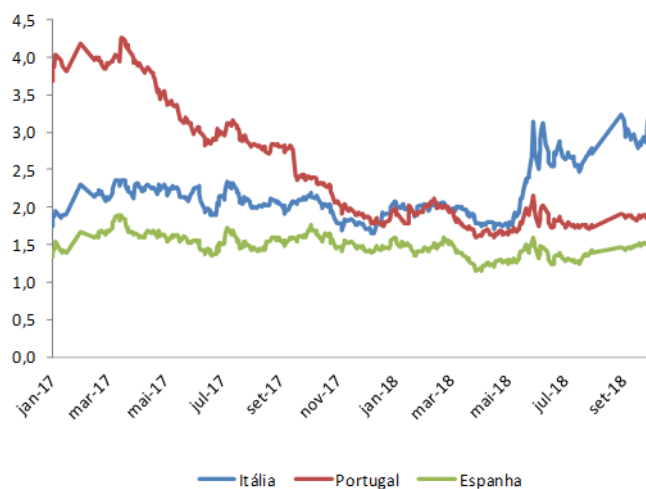
Fonte: IGCP

<sup>2</sup> Carta de resposta da Comissão Europeia à comunicação do Ministro das Finanças de Itália, que formaliza a revisão em alta dos objetivos para o défice anual para o período 2019-2021. Disponível em [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/com\\_reply\\_minister\\_ria\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/com_reply_minister_ria_0.pdf), acedida em 12-10-2018.

<sup>3</sup> Avaliação da Comissão Europeia ao Programa de Estabilidade de Itália de 2018. Disponível em [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/12\\_it\\_assessment\\_of\\_2018\\_sp.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/12_it_assessment_of_2018_sp.pdf), acedida em 12-10-2018.

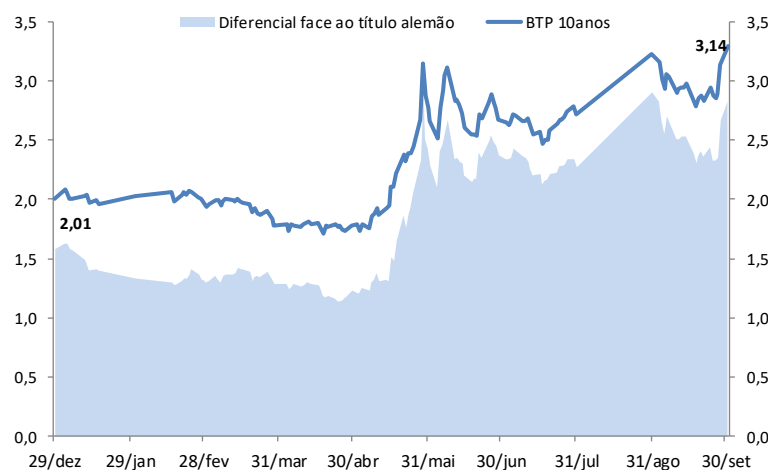
dívida da República Italiana de estável para negativo. Os receios de contágio aos países periféricos levaram a evoluções divergentes entre os países da periferia (Portugal, Espanha e Grécia) e os do centro, com a taxa de rendibilidade dos títulos de dívida pública a apreciarem-se na periferia e a depreciarem-se no centro, funcionando estes últimos como ativos de refúgio. No mês de setembro verificou-se a normalização desta situação, com o recuo dos *yields* dos países periféricos e uma ligeira correção em alta dos países do centro. Deve notar-se também que este efeito de contágio é pontual, o que se reflete quer na menor amplitude das valorizações mensais dos títulos dos restantes periféricos face ao italiano (Gráfico 6) quer na variação das rendibilidades dos títulos de dívida face ao final de 2017, que em Itália se situa em 1,1 p.p. para os títulos emitidos a 10 anos, sendo nula em Portugal e ligeiramente negativa em Espanha (Tabela 2). No mesmo período, os títulos da Grécia registam uma apreciação de 0,1 p.p., mas influenciados por outros factores, designadamente o seu recente regresso aos mercados após o fim do programa de ajustamento económico e financeiro. Em consequência, no final do mês de setembro, a Grécia continua a apresentar o maior prémio de risco na área do euro face ao título alemão (371 p.b.), seguida da Itália (267 p.b.) e de Portugal (140 p.b.) — Tabela 1.

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



Fonte: IGCP e cálculos UTAO.

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



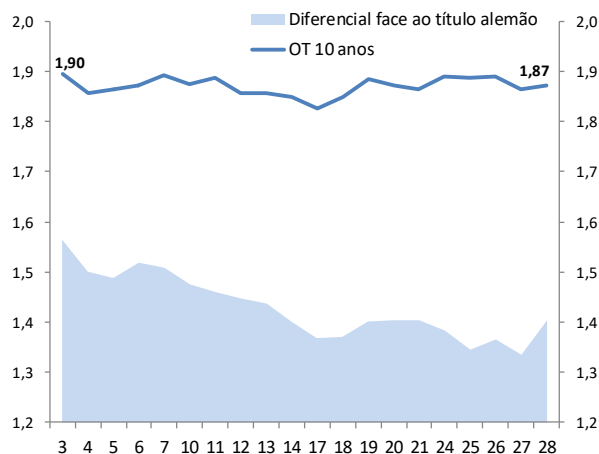
Fonte: IGCP e cálculos UTAO

**12 No mês de setembro a agência Standard & Poor's manteve a notação financeira, mas melhorou a perspetiva de notação da dívida pública portuguesa, de estável para positiva, observando-se a descida das taxas de rentabilidade em todos os prazos da curva de rendimentos.** No mês de setembro, a agência Standard & Poor's, no âmbito da sua revisão regular, melhorou a perspetiva da notação da dívida da República Portuguesa, de estável para positiva, avançando a possibilidade de revisão em alta do nível de *rating*, atualmente em BBB-, condicionada à redução do *stock* de dívida externa e do crédito malparado. As taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa registaram no mês de setembro uma descida em todas as maturidades, mais expressivas nos prazos mais longos. Numa

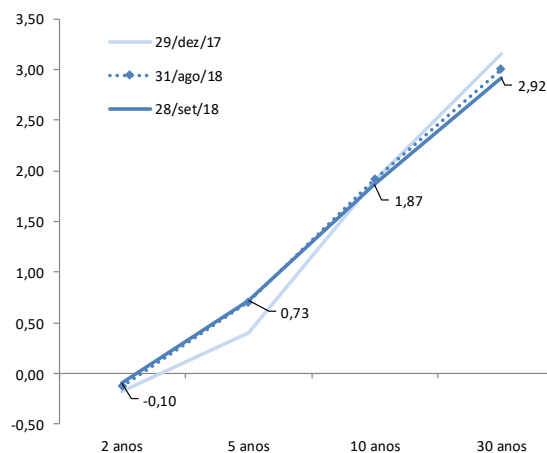


perspetiva mais alargada e tendo como referência o final do ano de 2017, verifica-se uma subida mais pronunciada no médio prazo (5 anos: 32 p.b.), mantendo-se inalterada a 10 anos e descendo no prazo mais longo (Gráfico 9). O prémio de risco entre as emissões de dívida pública portuguesa e alemã continua a diminuir em todos os prazos, situando-se em 140 p.b. para os títulos com um prazo de 10 anos no final do mês de setembro, o que reflete uma descida mensal anual de 8,2 p.b. no ano de 2018 (evolução dia a dia em setembro último no Gráfico 8).

**Gráfico 8 – Evolução diária em setembro da taxa de rentabilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa**  
(em percentagem e pontos percentuais)



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



Fonte: IGCP e cálculos UTAO

### 3. Evolução da Dívida Pública

#### 3.1. Dívida direta do Estado

**13** Como nota metodológica prévia, esclarece-se que a UTAO apresenta nesta secção a informação de base mais recente disponível no momento de fecho desta publicação. Ao contrário da secção anterior, cujas observações mais recentes em todos os indicadores utilizados se referiam ao final de setembro de 2018, nesta secção e na próxima a situação é diferente. Algumas variáveis têm observações até 30 de setembro e outras têm séries a terminar em agosto ou julho.

**14 Até ao final do 2.º quadrimestre de 2018, as necessidades líquidas de financiamento ficaram abaixo do verificado no mesmo período do ano anterior, sendo a redução da despesa com ativos financeiros o principal fator para esta redução.** As necessidades líquidas de financiamento do subsector Estado até ao final de agosto de 2018 somaram 4239 M€, o que corresponde a uma redução homóloga de 2642 M€. No período janeiro-agosto de 2018 a principal componente (Tabela 3) das necessidades líquidas de financiamento é o saldo orçamental negativo do subsector Estado (-2738 M€ em contabilidade pública, conforme análise no [Relatório UTAO n.º 28/2018, de 3 de outubro](#)), enquanto no período homólogo a principal componente adveio da despesa com ativos financeiros (4515 M€). A despesa em operações com ativos financeiros situou-se em 1927 M€ até agosto de 2018.

**15** Para a redução homóloga das necessidades de financiamento, contribuiu o aumento do saldo global do subsector Estado (Tabela 3), no valor de 1382 M€, e a descida da despesa com ativos financeiros (2588 M€); a descida desta foi, em parte, compensada pela diminuição da receita proveniente de ativos financeiros (767 M€). De realçar que na despesa com ativos financeiros no período janeiro-agosto de 2018 destacam-se os empréstimos de médio e longo prazo ao Fundo de Resolução (430 M€), ao Metropolitano de Lisboa (332 M€), ao Fundo de Recuperação de Créditos (121 M€), ao Metro do Porto (111 M€), bem como as injeções de capital para as empresas Infraestruturas de Portugal (740 M€), Metropolitano de Lisboa (64 M€) e CP - Comboios de Portugal (37 M€). No período homólogo, importa destacar a despesa líquida de ativos financeiros no âmbito da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos em março de 2017, no valor de 2,5 mil M€. Por fim, de salientar que em agosto de 2018 o subsector Estado apresentou uma capacidade líquida de financiamento de 1447 M€, fundamentalmente devido ao excedente orçamental mensal deste subsector (1215 M€).

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

	2018				Janeiro-agosto			Anual		
	Mai	Jun	Jul	Ago	2017	2018	Δ	CGE 2017	OE 2018	Δ
<b>Necessidades líquidas financiamento</b>	<b>1493</b>	<b>742</b>	<b>-687</b>	<b>-1447</b>	<b>6881</b>	<b>4239</b>	<b>-2642</b>	<b>9946</b>	<b>11546</b>	<b>1600</b>
<i>Saldo global do subsector Estado</i>	<b>-1051</b>	<b>-389</b>	<b>684</b>	<b>1215</b>	<b>-4119</b>	<b>-2738</b>	<b>1382</b>	<b>-4786</b>	<b>-5532</b>	<b>-746</b>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	457	391	8	26	4515	1927	-2588	6444	6777	333
<u>Empréstimos médio/longo prazo</u>	430	192	7	1	544	1011	466	1192	4191	2999
<u>Dotações de Capital</u>	26	199	1	25	3954	910	-3043	5179	2467	-2712
<u>Outros</u>	1	0	0	0	17	6	-11	73	119	46
<i>Receita de ativos financeiros</i>	16	37	11	258	1192	425	-767	1284	763	-520
<i>Despesa líquida com ativos financeiros</i>	<b>441</b>	<b>354</b>	<b>-3</b>	<b>-232</b>	<b>2762</b>	<b>1501</b>	<b>-1261</b>	<b>5160</b>	<b>6014</b>	<b>854</b>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

**16 Quanto às operações com o stock de passivos financeiros do Estado, o montante da dívida direta no final de agosto de 2018 foi ligeiramente superior ao registado no final do mês homólogo, tendo-se verificado uma subida no stock de dívida titulada de médio e longo prazo, a qual foi compensada significativamente pela descida do valor em dívida no âmbito do PAEF e pela redução da dívida titulada de curto prazo.** No final de agosto de 2018, o valor da dívida direta do subsector Estado foi de 245,8 mil M€ (Tabela 4), o que reflete um aumento de 1178 M€ em relação ao final do mês anterior. Este aumento foi explicado pela emissão líquida de Bilhetes do Tesouro no mês de agosto de 2018. Tendo por referência o final do mês de agosto de 2017, verificou-se um aumento do stock da dívida titulada de médio e longo prazo (5538 M€) e uma descida da dívida titulada a curto prazo (1455 M€), o que contribuiu para o aumento da maturidade média da dívida direta titulada. Quanto à dívida não titulada, de realçar o aumento do stock de Certificados do Tesouro em termos homólogos (2096 M€). Relativamente à dívida no âmbito do PAEF, observou-se uma descida de 61,8 mil M€ para 56,3 mil M€, essencialmente devido aos reembolsos antecipados ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

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

	ago/17	jul/18	ago/18	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
<b>Titulada</b>	<b>153 371</b>	<b>156 468</b>	<b>157 454</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>64,0</b>	<b>986</b>	<b>4 083</b>
Curto prazo	22 056	19 591	20 601	5,2	-6,6	8,4	1 011	-1 455
Médio e longo prazo	131 315	136 878	136 853	0,0	4,2	55,7	- 25	5 538
<b>Não titulada</b>	<b>30 423</b>	<b>31 933</b>	<b>32 103</b>	<b>0,5</b>	<b>5,5</b>	<b>13,1</b>	<b>170</b>	<b>1 680</b>
Cert. Aforro	12 133	11 870	11 868	0,0	-2,2	4,8	- 2	- 265
Cert. do Tesouro	14 041	15 971	16 137	1,0	14,9	6,6	166	2 096
Outra	4 249	4 092	4 098	0,2	-3,6	1,7	6	- 151
<b>Assist. Financeira</b>	<b>61 842</b>	<b>56 252</b>	<b>56 274</b>	<b>0,0</b>	<b>-9,0</b>	<b>22,9</b>	<b>22</b>	<b>-5 568</b>
<b>Total</b>	<b>245 636</b>	<b>244 653</b>	<b>245 832</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>100,0</b>	<b>1 178</b>	<b>195</b>
<i>Por memória:</i>								
Transaccionável	147 575	150 781	151 761	0,6	2,8	61,7	980	4 186
Não Transaccionável	98 061	94 387	94 592	0,2	-3,5	38,5	204	-3 469
Euro	231 524	236 105	237 235	0,5	2,5	96,5	1 130	5 710
Não euro	14 112	8 548	8 597	0,6	-39,1	3,5	48	-5 515
Contas margem	725	515	521	:	:	:	6	-204

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.

**17 Até ao final do 2.º quadrimestre de 2018, verificou-se um aumento da despesa com juros da dívida pública.** No período janeiro-agosto de 2018 a despesa com juros e outros encargos foi de 5253 M€ (Tabela 5), correspondendo a um acréscimo de 2,3% face ao período homólogo e situando-se acima do crescimento previsto no OE/2018 para o total do ano (1,4%). O aumento da despesa com juros e encargos da dívida direta do Estado é explicado pelo crescimento dos juros das Obrigações do Tesouro (OT), de 3383 M€ para 3643 M€. Este acréscimo decorre do efeito quantidade, i.e., do aumento do stock destes títulos de dívida pública. Em sentido contrário, salienta-se a descida da despesa com juros dos empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) de 1161 M€ para 840 M€, beneficiando de amortizações antecipadas dos empréstimos ao FMI ocorridas durante o último ano (montante em dívida de 10,2 mil M€ em agosto de 2017 para 4,6 mil M€ em agosto de 2018). Quanto aos Bilhetes do Tesouro (BT), o valor de juros é negativo (19 M€) decorrente do facto da curva de rendimentos da dívida soberana de Portugal apresentar taxas de juro negativas para maturidades curtas. Relativamente aos juros pagos sobre os títulos de dívida pública detidos pelo sector institucional

Famílias, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro ascendeu a 474 M€, o que corresponde a um aumento homólogo de 4,1%, taxa abaixo do crescimento do stock médio destes títulos de dívida pública no período homólogo.

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

	2018			Execução Jan-Ago		Tvh (%)	Execução 2017	Objectivo OE/2018	Grau de execução (%)	
	jun	jul	ago	2017	2018				2017	2018
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>1 462</b>	<b>409</b>	<b>175</b>	<b>5 066</b>	<b>5 167</b>	<b>2,0</b>	<b>7 034</b>	<b>7 129</b>	<b>72,0</b>	<b>72,5</b>
Bilhetes do Tesouro	0	-7	0	3	-19	-696,8	2	-36	176,1	54,1
Obrigações do Tesouro	1 193	230	0	3 383	3 643	7,7	4 599	4 833	73,6	75,4
Empréstimos PAEF	186	52	97	1 161	840	-27,6	1 567	1 270	74,1	66,2
Certif. de Aforro e do Tesouro	44	59	58	456	474	4,1	669	761	68,1	62,3
CEDIC / CEDIM	2	1	0	7	6	-25,8	18	5	40,3	102,1
Outros	38	75	19	56	223	299,6	179	296	31,1	75,4
<b>Comissões</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>67</b>	<b>86</b>	<b>28,1</b>	<b>93</b>	<b>100</b>	<b>72,3</b>	<b>85,8</b>
Empréstimos PAEF	0	0	0	11	26	138,0	11	26	100,0	100,7
Outros	5	11	19	56	60	6,5	82	74	68,5	80,5
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>1 467</b>	<b>419</b>	<b>194</b>	<b>5 133</b>	<b>5 253</b>	<b>2,3</b>	<b>7 127</b>	<b>7 229</b>	<b>72,0</b>	<b>72,7</b>
<b>Tvh (%)</b>	<b>-6,7</b>	<b>26,1</b>	<b>-25,9</b>	<b>-</b>	<b>2,3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1,4</b>		

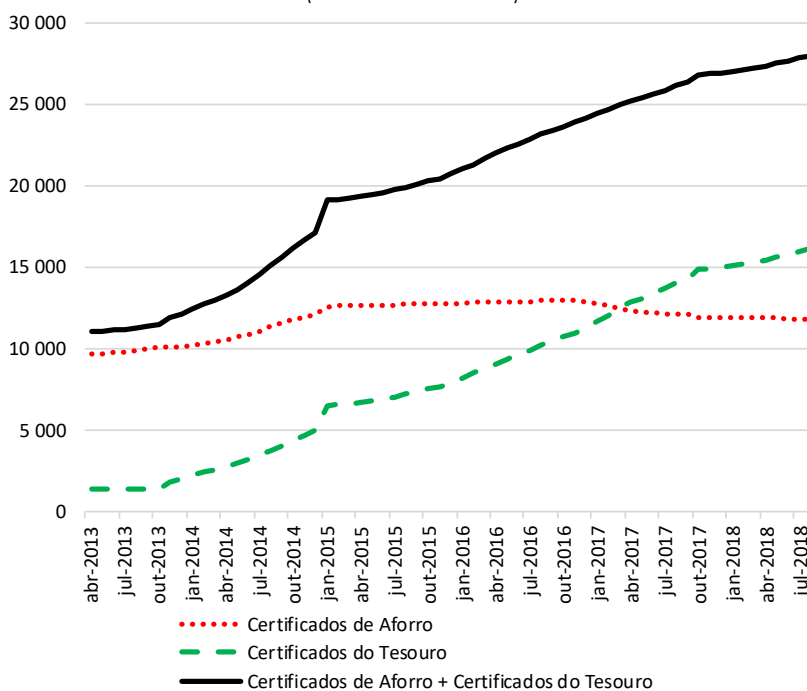
<i>Por memória:</i>										
Juros recebidos de aplicações	1	0	0	3	-2	-184	-4	39	-74,5	-5,6
Juros e outros encargos líquidos	1 468	419	194	5 136	5 251	2	7 123	7 268	72,1	72,2
<b>Tvh (%)</b>	<b>-6,6</b>	<b>26,0</b>	<b>-25,6</b>	<b>-</b>	<b>2,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2,0</b>		

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**18 O nível de Certificados do Tesouro aumentou no mês de agosto de 2018, dando continuidade ao acréscimo mensal do stock de dívida pública detida pelas famílias que se verifica desde abril de 2013.**

Em 31 de agosto, o montante de Certificados de Tesouro (CT) vivos atingiu 16,1 mil M€, refletindo um aumento de 2096 M€ em relação ao mês homólogo (Gráfico 10). De referir que desde novembro de 2017 que o montante médio mensal de novas emissões líquidas tem sido inferior ao registado nos meses anteriores àquele mês de 2017 na sequência da decisão de suspensão da subscrição de Certificados do Tesouro Poupança Mais após 30 de outubro de 2017, e criação, em substituição, do novo produto de poupança denominado Certificados do Tesouro Poupança Crescimento.<sup>4</sup> Adicionalmente, o nível de Certificados de Aforro (CA) era 11,9 mil M€ no final de agosto de 2018, refletindo uma descida homóloga de 265 M€ (Gráfico 11 e Gráfico 12).

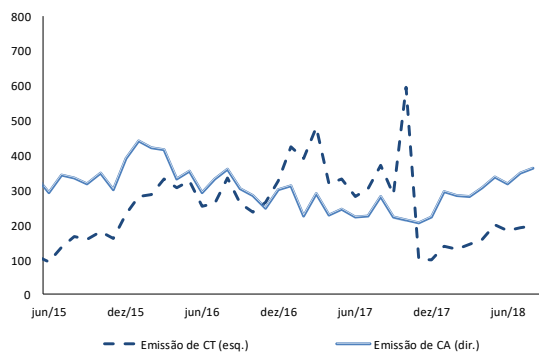
**Gráfico 10 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro**  
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

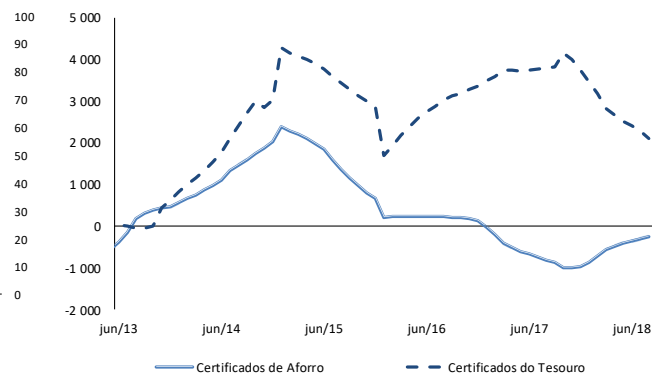
<sup>4</sup> [Resolução do Conselho de Ministros n.º 157-D/2017](#), de 26 de outubro (DR n.º 208/2017, 1.º Suplemento, série I, 2017-1027).

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**19 No leilão de setembro de 2018, os títulos de dívida pública a médio e longo prazos foram emitidos com taxas de juro inferiores às registadas para as mesmas maturidades no leilão anterior ocorrido em junho de 2018.** No dia 12 de setembro foi realizado um leilão conjunto no mercado de dívida soberana no montante conjunto de 1000 M€ (Tabela 6), desagregando-se entre 328 M€ da OT 4,95% 25out2023 com taxa de rentabilidade de 0,647% e 672 M€ da OT 2,125% 17out2028 com taxa de rentabilidade de 1,854%. Tendo por comparação o leilão conjunto para os mesmos títulos realizado em junho de 2018, registou-se uma descida da taxa de rentabilidade. Relativamente ao mercado monetário, foi efetuado um leilão conjunto de Bilhetes do Tesouro com maturidades de 6 meses e 12 meses. As taxas médias ponderadas situaram-se em -0,317% e -0,270%, respetivamente, sendo superiores às verificadas no leilão anterior com títulos da mesma maturidade efetuado em julho de 2018, embora permanecendo em patamar negativo.

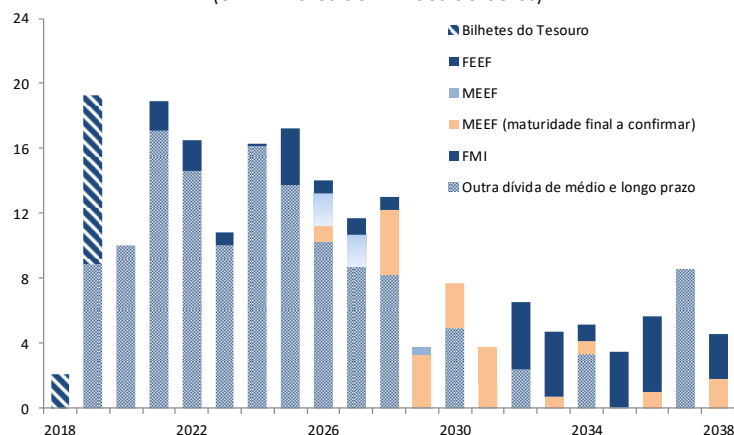
**Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro**

Instrumento	Obrigações do Tesouro		Bilhetes do Tesouro	
	out/23	out/28	mar/18	set/19
Data da Transacção	12/set	12/set	19/set	19/set
Prazo	5 anos	10 anos	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	328	672	408	1 056
Montante de Procura (M€)	1 234	1 557	980	1 625
<b>Taxa média (%)</b>	<b>0,647</b>	<b>1,854</b>	<b>-0,317</b>	<b>-0,270</b>
<i>Por memória:</i>				
Emissão anterior com maturidades iguais	jun/18	jun/18	jul/18	jul/18
(data e taxa média em %)	0,746	1,919	-0,345	-0,300

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

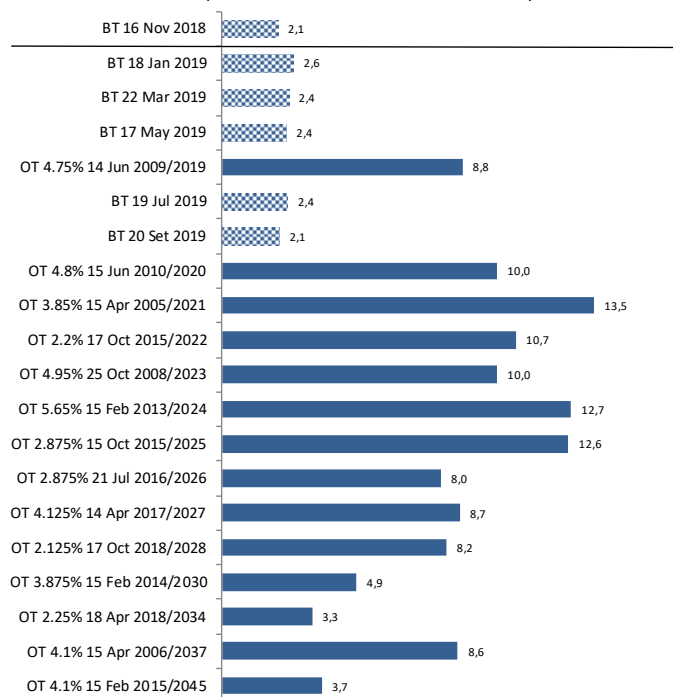
**20 O período 2019-2025 inclui os maiores montantes de reembolsos dos títulos de dívida pública titulada a médio e longo prazos.** Tendo como referência o stock de dívida pública de títulos de médio e longo prazos em 30 de setembro de 2018 e o período de 2018 a 2038, o perfil de amortização está concentrado nos anos entre 2019 e 2025 (Gráfico 13 e Gráfico 14). O montante de dívida no âmbito dos empréstimos do PAEF é de 56,3 mil M€. Além disso, o valor total em dívida de títulos de médio e longo prazo em 30 de setembro (excluindo empréstimos do PAEF) ascende a cerca de 140,7 mil M€, do qual será necessário amortizar durante aquele período o montante de 90,4 mil M€, destacando-se pela sua dimensão, os anos 2020 (amortização de 10 mil M€), 2021 (17,1 mil M€), 2022 (14,6 mil M€), 2024 (16,1 mil M€) e 2025 (13,7 mil M€). Contudo, os picos de amortização poderão ser eventualmente atenuados e as amortizações alisadas ao longo do futuro se as condições de mercado forem propícias. Com efeito, do conjunto das operações de gestão da dívida pública podem constar leilões de recompra com o objetivo de evitar um montante demasiado elevado de reembolso no dia da maturidade da respetiva OT, bem como novas emissões desejavelmente com taxa média de juro inferior. Naturalmente, a concretização destas operações depende de vários fatores, tais como disponibilidade de liquidez, taxas de juro no mercado secundário, taxas de rentabilidade e risco em aplicações concorrentes com a dívida portuguesa.

**Gráfico 13 – Perfil de amortização em 30 de setembro de 2018**  
(em milhares de milhões de euros)



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

**Gráfico 14 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 30 de setembro de 2018**  
(em milhares de milhões de euros)



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

### 3.2. Dívida pública na definição de Maastricht <sup>5</sup>

**21 O montante nominal da dívida pública bruta na ótica de Maastricht no final de agosto de 2018 é inferior ao registado no final do mesmo mês do ano anterior, essencialmente devido ao contributo da redução dos depósitos dos subsectores das Administrações Públicas.** De acordo com a informação publicada pelo Banco de Portugal, a dívida pública bruta na ótica de Maastricht situou-se em 249,3 mil M€ no final do mês de agosto de 2018, o que corresponde a uma descida homóloga de 1152 M€ (250,4 mil M€ no final do mesmo mês de 2017). Relativamente à dívida pública líquida de

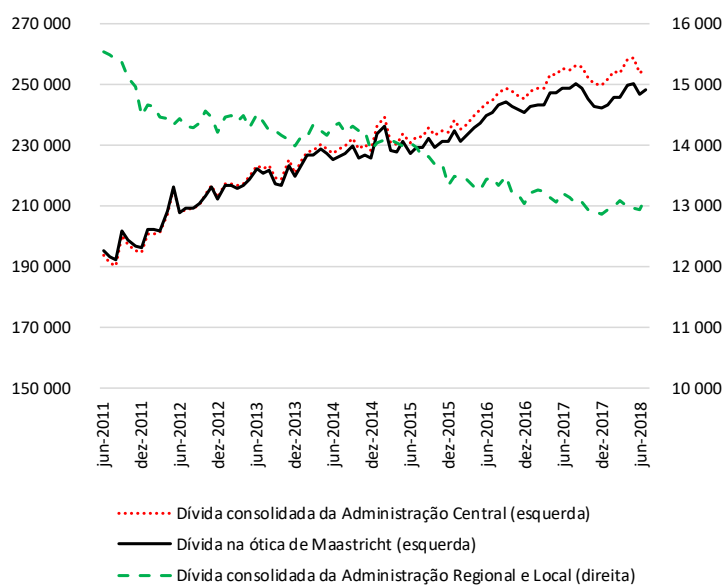
<sup>5</sup> A "dívida na definição de Maastricht" é um conceito harmonizado a nível da UE e difere do conceito "dívida direta do Estado" nas seguintes dimensões: i) diferenças de delimitação do sector — a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo subsector Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui a dívida emitida por todas as entidades classificadas para fins estatísticos no sector institucional das Administrações Públicas; ii) efeitos de consolidação — a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada entre subsectores das Administrações Públicas; iii) capitalização dos certificados de aforro — a dívida direta do subsector Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro. Os passivos incluídos no conceito de dívida de Maastricht são registados pelo seu valor nominal. Note-se que a dívida a fornecedores não entra neste conceito. Mais detalhes em [Banco de Portugal \(2016\), Estatísticas das administrações públicas, Suplemento ao Boletim Estatístico de Junho de 2016](#), Secção 2.

depósitos das Administrações Públicas, verificou-se uma subida de 2069 M€ em termos homólogos, de 222,8 mil M€ para 224,9 mil M€. Com efeito, o montante total de ativos (depósitos) das Administrações Públicas que entram neste conceito de dívida líquida desceu 3221 M€ em termos homólogos, de 27,6 mil M€ para 24,4 mil M€. Em cadeia mensal, o stock de dívida pública na ótica de *Maastricht* desceu 1012 M€.

**22 Os títulos emitidos permanecem sendo o passivo mais expressivo que integra o conceito de dívida bruta de Maastricht.** A 31 de Agosto último, valiam 149,2 mil M€ em termos nominais (ou seja, valor facial), cerca de 60% do agregado. Cresceram 3737 M€ no período de um ano. Ao invés, os empréstimos em dívida por parte das Administrações Públicas caíram 6664 M€ ao longo do mesmo período, representando 74,0 mil M€ no final de agosto último. Numerário e depósitos devidos pelo sector somavam 26,1 mil M€ nesta data.

**23 Por subsector, registou-se no final de julho de 2018 uma subida homóloga da dívida de Maastricht na Administração Central e uma manutenção no conjunto Administração Regional e Local.** No final de julho de 2018, o valor da dívida consolidada dentro da Administração Central foi de 255,4 mil M€ (Gráfico 15), o que corresponde a uma subida homóloga de 599 M€. Relativamente ao conjunto Administração Regional e Local, o montante em julho de 2018 (13,2 mil M€) situou-se próximo do verificado no período homólogo. Tendo em consideração a evolução desde junho de 2011 (Gráfico 15), em termos não consolidados das Administrações Públicas, verifica-se uma subida da dívida na Administração Central e uma descida no montante em dívida na Administração Regional e Local. No entanto, importa realçar a concessão de créditos entre subsectores das Administrações Públicas, sendo que estes subiram de 14,3 mil M€ em julho de 2017 para 15,7 mil M€ em agosto de 2018, sendo que a Administração Central é tipicamente credora em relação às Regiões Autónomas e aos governos locais.

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



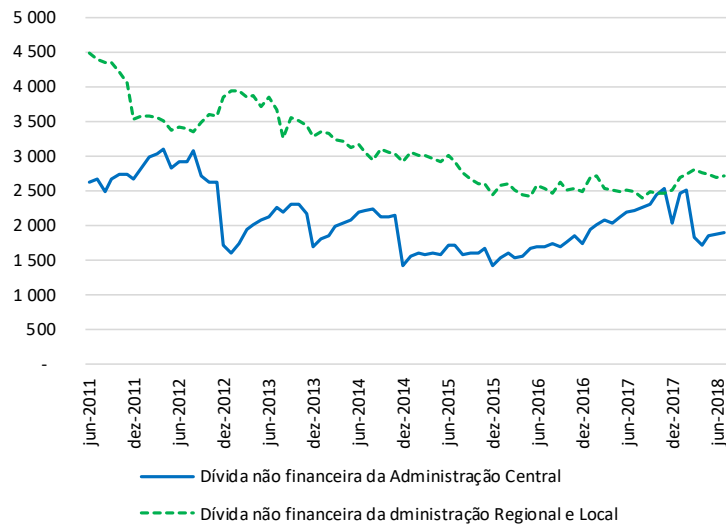
Fontes: Banco de Portugal. | Nota: a designação "dívida consolidada" refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector. Posteriormente, no apuramento da dívida na ótica de Maastricht exclui-se o efeito consolidação entre subsectores e o montante de passivos não financeiros.

### 3.3. Dívida não financeira

**24 O valor da dívida comercial das Administrações Públicas no final de julho de 2018 foi inferior ao registado no final do mês homólogo.** A [Informação Técnica da UTAO n.º 26/2018, de 14 de setembro](#) deu início à monitorização dos passivos não financeiros das Administrações Públicas. Na sua pág. 7 explicou e exemplificou as várias categorias destes passivos. De momento, a UTAO apenas trata a categoria designada como dívida comercial que, basicamente, regista as obrigações a pagar a fornecedores de bens e serviços. Em contabilidade nacional, um acréscimo no stock de passivos comerciais em determinado ano é incluído no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. Contudo, este endividamento não entra na definição *Maastricht* de dívida pública. Com efeito, na transição do saldo em contabilidade nacional para a dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores dão origem a um ajustamento défice-dívida. No final de julho de 2018, as Administrações Públicas registaram um stock de dívida comercial de 4619 M€ (Gráfico 16), o que representa uma descida de 78 M€ em relação ao observado no final do mês homólogo. A dívida

comercial equivalia no final de julho último a cerca de 1,8% da dívida de *Maastricht* apurada na mesma data. Por subsectores, verificou-se uma redução homóloga (303 M€) do stock destes passivos na Administração Central para 1910 M€, sendo compensado em parte pelo aumento (225 M€) no conjunto da Administração Regional e Local, para 2709 M€.

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



Fontes: Banco de Portugal.



**UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL**

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

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