

Relatório UTAO n.º 30/2020

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

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento
da economia

17 de dezembro 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: novembro de 2020

Coleção: Acompanhamento da dívida pública e do financiamento da economia

Relatório UTAO N.º 30/2020

Data de publicação: 17 de dezembro de 2020

Data-limite para incorporação de informação: 11 de dezembro 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	4
2.1 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana.....	4
2.2 Decisões de política monetária do BCE em resposta ao impacto económico da pandemia.....	6
3 Evolução da dívida pública	8
3.1 A restrição de tesouraria do Estado e movimentos com ativos e passivos financeiros.....	8
3.2 Dívida direta do Estado.....	11
3.3 Dívida pública na definição de <i>Maastricht</i>	17
3.4 Dívida não financeira.....	19
4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa	20
4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo).....	21
4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (<i>stock</i>).....	22

Índice de Gráficos

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

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade (<i>yield</i>) para títulos emitidos a 10 anos	4
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos.....	6
Tabela 3 – Restrição de tesouraria do subsector Estado, em contabilidade pública	10
Tabela 4 – Dívida direta do Estado	12
Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida	13
Tabela 6 – Novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro	15

Índice de Caixas

Caixa 1 – A restrição de tesouraria do Estado na contabilidade pública orçamental.....	8
Caixa 2 – Explicação da decomposição do financiamento da economia entre variáveis de <i>stock</i> e variáveis de fluxo	23

Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

Sigla/abreviatura	Designação
2.º AOE/2020	Segunda Alteração ao Orçamento do Estado para 2020
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
CEDIC	Certificado Especial de Dívida Pública
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i> Programa de Compras de Ativos do Sector Empresarial
CT	Certificados do Tesouro
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.
M€	Milhões de euros
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
mM€	Mil milhões de euros
OE	Orçamento do Estado
ORPA	Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado
OT	Obrigações do Tesouro
p.	Página
p.b.	Ponto(s)-base
p.p.	Ponto(s) percentual(ais)
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PAEF-RAM	Programa de Ajustamento Económico e Financeiro da Região Autónoma da Madeira

Sigla/abreviatura	Designação
PELTRO	Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> Programa de Compras de Emergência Pandémica
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

Em novembro manteve-se a tendência de contração nas taxas de rentabilidade das dívidas soberanas da área do euro para níveis que se podem considerar historicamente baixos. Em geral, os países analisados alcançaram, em novembro, taxas de rentabilidade inferiores às registadas no final de 2019.

Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos, medidos pelo diferencial de rentabilidade face ao título alemão, também se reduziram no decurso de novembro, para níveis inferiores aos registados no início do ano. Excetua-se a Irlanda, que apresenta um prémio de risco ligeiramente acima do verificado no início de 2020. No final de novembro de 2020, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa apresentava-se abaixo da do início do ano embora com um declive idêntico. O prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos diminuiu 12,8 pontos base (p.b.) ao longo dos 30 dias de novembro, para se fixar nos 60 p.b.

Este comportamento do mercado secundário de dívida tem um impacto descendente no custo de financiamento dos países, em particular da República Portuguesa. As mais recentes emissões de Obrigações do Tesouro, efetuadas em setembro e outubro de 2020, registaram uma diminuição da taxa de juro em todas as maturidades emitidas (10, 17 e 25 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.

Estre outros aspetos, as medidas de política monetária do BCE visam manter condições de liquidez favoráveis a uma política monetária acomodaticia. Na reunião de 10 de dezembro, 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, tendo decidido aumentar a dotação total em 500 mil milhões de euros (mM€), de 1350 mM€ para 1850 mM€, bem como prolongar o horizonte de aquisições líquidas e o plano de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito deste programa. Por outro lado, decidiu também continuar com as aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos a um ritmo mensal de 20 mM€, a par com as aquisições ao abrigo da dotação temporária adicional de 120 mM€ até final de 2020. Em linha com estas decisões, e face às consequências económicas da intensificação da pandemia, o Conselho do BCE decidiu ainda, na reunião de 10 de dezembro, recalibrar os seus instrumentos de política monetária, com o objetivo de manter condições de financiamento favoráveis durante o período da pandemia, apoiar o fluxo de crédito para todos os sectores da economia, reforçar a atividade económica e defender a estabilidade dos preços no médio prazo.

No que respeita à restrição de tesouraria do Estado, nos primeiros dez meses 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 entre janeiro e outubro 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. De referir que, no período em análise, a TAP, S.A. recebeu financiamento do Estado no montante global de 578,6 M€, sob a forma de empréstimos a médio e longo prazos. A receita de ativos financeiros arrecadada entre janeiro e outubro de 2020 foi de 62 M€. Face aos valores orçamentados na segunda alteração ao OE/2020, entre janeiro e outubro de 2020 o Estado teve de se financiar num valor que ascende a 57,7% do previsto para o total do ano.

Para 2020, a segunda alteração ao OE prevê emissões líquidas, na ótica de caixa, muito acima da execução de 2019, prevendo-se uma degradação muito significativa do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros ligeiramente superior.

O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de outubro de 2020 foi superior ao observado no final do mês homólogo 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 das contas margem. A despesa com juros da dívida direta pública diminuiu no período compreendido entre janeiro e outubro de 2020, face ao período homólogo. 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 153 mM€.

O rácio da dívida das Administrações Públicas na ótica de "Maastricht" situou-se em 130,6% do PIB nominal no final do 3.º trimestre de 2020, o que reflete subidas face ao final do trimestre homólogo (111,0 p.p. do PIB) e face ao final do trimestre anterior (4,5 p.p. do PIB).

Em valor nominal, a dívida pública atingiu 268,1 mM€ no final de outubro de 2020, o que corresponde a um acréscimo homólogo de 16,4 mM€. Os ativos em depósitos detidos pelo sector das Administrações Públicas situaram-se em 24,4 mM€ no final de outubro de 2020, o que reflete um aumento de 7,2 mM€ em termos homólogos. Para este aumento do "stock" de depósitos contribuiu a necessidade de assegurar recursos financeiros para enfrentar os efeitos económicos e orçamentais da pandemia COVID-19.

Quanto à dívida comercial, estes passivos das Administrações Públicas situaram-se em 2714 M€ no final de setembro de 2020, o que corresponde a 1,0% da dívida de "Maastricht". Por subsector, registou-se uma descida homóloga na Administração Central e no conjunto da Administração Local e Regional.

A economia portuguesa registou capacidade de financiamento no ano terminado no 3.º trimestre de 2020 (1,0% do PIB). No entanto, verifica-se uma alteração na composição face ao ano anterior. O sector privado registou capacidade de financiamento (2,8%) para este período, devido ao contributo do sector institucional Famílias, enquanto o sector institucional das Administrações Públicas teve uma necessidade de financiamento de 1,9%.

O peso da dívida externa líquida no PIB nominal aumentou de 86,2% do PIB no final do 3.º trimestre de 2019 para 87,9% no final do 3.º trimestre de 2020. Observou-se uma descida na Posição de Investimento Internacional (PII), de -101,2% para -101,8% do PIB no mesmo período. Esta evolução desfavorável deveu-se ao contributo do efeito denominador do PIB nominal decorrente da recessão económica em 2020, que foi mais forte do que a subida nominal da PII.

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 resultante da segunda alteração aprovada pela Assembleia da República (2.º AOE/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 abrange o período janeiro a novembro de 2020, sendo que nem todas as variáveis apresentam a mesma data de corte. O presente relatório tem como horizonte temporal de referência os primeiros 11 meses de 2020, apresentando, contudo, dados com data de fecho anterior ou posterior consoante a disponibilidade da informação mais recente à data-limite para incorporação de informação. Assim, no caso do Capítulo 2, na Secção 2.1 que aborda os mercados da dívida soberana, foi utilizada a informação disponível até 30 de novembro e na Secção 2.2 deu-se conta das mais recentes decisões de política monetária do BCE tomadas até à reunião de 10 de dezembro de 2020. Relativamente ao Capítulo 3, que versa sobre a restrição de tesouraria do Estado e dívida pública, o período de referência é o mês de outubro 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 30 de novembro de 2020. Nas Secções 3.3 e 3.4 foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal para o stock da dívida pública. A análise nas mesmas teve de usar momentos distintos devido à disponibilidade dos dados: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (setembro de 2020), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (outubro de 2020) e valor nominal desagregado por subsector (setembro de 2020). Por fim, no Capítulo 4 foram utilizadas duas fontes para os dados mais recentes do financiamento da economia: a posição líquida de investimento internacional e a dívida externa, ambas as séries divulgadas pelo Banco de Portugal e relativas ao 3.º trimestre de 2020, bem como as contas nacionais trimestrais por sector institucional divulgadas pelo INE e relativas ao 2.º trimestre de 2020.

5. O texto está organizado da seguinte forma: o Capítulo 2 apresenta os principais desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana na Europa, com maior destaque para a evolução no mês de novembro de 2020. 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 duas secções. A Secção 2.1 apresenta indicadores de rentabilidade e prémio de risco da dívida pública portuguesa e de uma seleção de Estados-Membros da união monetária europeia. A Secção 2.2 dá conta das medidas de política monetária tomadas pelo Eurosystema 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 Desenvolvimentos recentes nos mercados da dívida soberana

7. No mês de novembro, assistiu-se a uma queda das taxas de rentabilidade para Grécia, Itália Portugal e Espanha. Todos os países analisados na Tabela 1 alcançaram, em novembro, taxas de rentabilidade inferiores às registadas no final de 2019. Em novembro, Grécia, Itália, Portugal e Espanha registaram uma redução nas taxas de rentabilidade dos títulos soberanos emitidos a 10 anos, para valores abaixo dos registados no final de outubro: Grécia (-0,29 p.p.), Itália (-0,13 p.p.), Portugal (-0,07 p.p.) e Espanha (-0,05 p.p.). Irlanda, Bélgica e França mantinham, no final de novembro, taxas de rentabilidade muito próximas das verificadas no final de outubro. A Alemanha registou uma subida ligeira na taxa de rentabilidade da sua dívida soberana a 10 anos (+0,06 p.p.). Todos os países elencados na Tabela 1 registaram uma descida nas taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos desde o início de 2020, sendo as maiores reduções alcançadas pela Grécia (-0,79 p.p.) e pela Itália (-0,78 p.p.). (Ver Tabela 1).

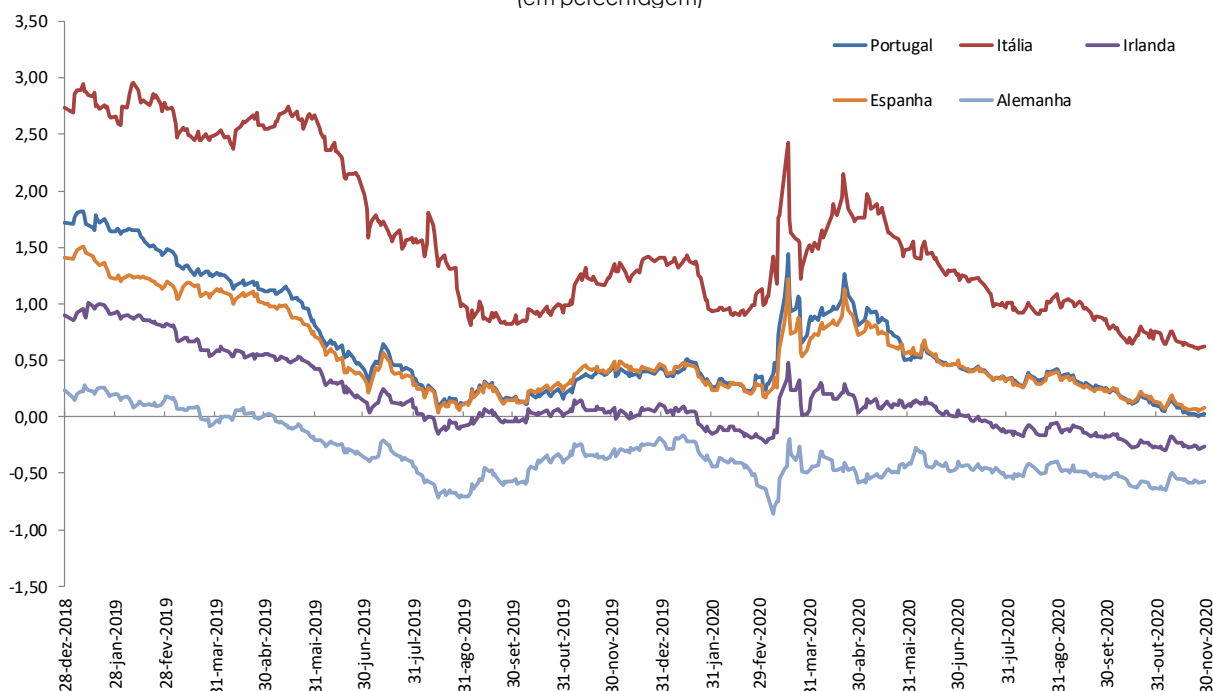
Tabela 1 – Taxas de rentabilidade (yield) para títulos emitidos a 10 anos
(em percentagem e em pontos percentuais)

	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	30 out. 2020	30 nov. 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	0,10	0,03	-0,07	-0,40
Grécia	8,29	7,11	4,12	4,40	1,43	0,93	0,63	-0,29	-0,79
Itália	1,59	1,81	2,01	2,74	1,41	0,76	0,63	-0,13	-0,78
Espanha	1,77	1,38	1,56	1,41	0,46	0,13	0,08	-0,05	-0,38
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,26	-0,27	0,00	-0,38
Bélgica	0,97	0,53	0,63	0,77	0,09	-0,39	-0,38	0,01	-0,46
França	0,99	0,68	0,78	0,70	0,12	-0,34	-0,33	0,02	-0,44
Alemanha	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,63	-0,57	0,06	-0,38

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

8. Em novembro manteve-se a tendência de contração nas taxas de rentabilidade da dívida soberana na área do euro para níveis que se podem considerar historicamente baixos. Este comportamento dos mercados é revelador de que os agentes económicos percecionam os instrumentos de dívida soberana como ativos de refúgio. Quatro dos países elencados na Tabela 1 (Alemanha, Bélgica, França e Irlanda) registam taxas de rentabilidade da dívida soberana a 10 anos negativas há, pelo menos, dois meses. A dívida soberana na área do euro pode estar a funcionar como um ativo de refúgio para os investidores, sobretudo a dívida da Alemanha, que fechou o mês de novembro com uma rentabilidade negativa de -0,57 p.p., um nível inferior ao do final de 2019, e historicamente muito baixo. No final de outubro, 12 Estados-Membros que integram a área do euro apresentavam rentabilidades negativas nos seus títulos soberanos a 10 anos.

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.

9. Os prémios de risco dos títulos de dívida a 10 anos reduziram-se no decurso do mês de novembro, para níveis inferiores aos registados no início do ano. Excetua-se a Irlanda que apresenta um prémio de risco ligeiramente acima do verificado no início de 2020. 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 novembro para a generalidade dos Estados-Membros. Face à situação registada no final de 2019, a generalidade dos países elencados na Tabela 2 apresenta uma diminuição do prémio de risco. Salienta-se a redução, durante o mês de novembro, do prémio de risco pago por Grécia (-35,0 p.b.) e Itália (-18,9 p.b.), a que correspondem variações acumuladas, desde o início do ano, de -41,0 p.b. e de -40,1 p.b., respetivamente. Com a evolução registada nos últimos meses, a generalidade dos países listados na Tabela 2 apresenta um desagravamento dos seus prémios de risco face ao início do ano, sendo Grécia e Itália os países que apresentam as maiores reduções. Portugal regista, no final de novembro, uma ligeira diminuição (-2,0 p.b.) no prémio de risco da sua dívida soberana, face ao início do ano. A Irlanda apresenta, no final de 2019, um prémio de risco da sua dívida soberana em linha com o registado no início do ano (+0,5 p.b.). 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.). Apesar de algumas variações mensais de sinal contrário, no conjunto do período janeiro a novembro de 2020 Portugal registou uma redução do prémio de risco de 2,0 p.b., uma evolução mais favorável que a alcançada pela Espanha (-0,05 p.b.) e pela Irlanda (+0,5 p.b.). Desta forma, no final de novembro o prémio de risco da dívida portuguesa valia 60 p.b., ligeiramente abaixo do de Espanha (65 p.b.), mas muito inferior aos da Grécia (121 p.b.) e da Itália (120 p.b.) — Ver Tabela 2.

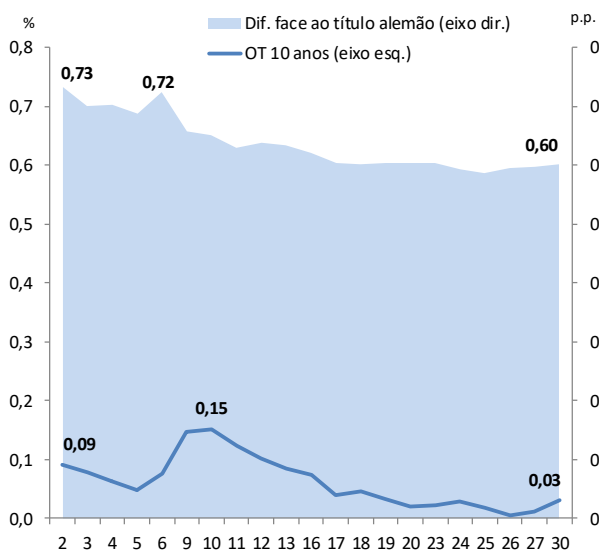
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos
(em pontos-base)

	30 dez. 2015	30 dez. 2016	29 dez. 2017	28 dez. 2018	30 dez. 2019	30 out. 2020	30 nov. 2020	Varição mensal	Varição desde o início do ano
Portugal	188	354	149	148	62	73	60	-12,8	-2,0
Grécia	766	690	369	416	161	156	121	-35,0	-41,0
Itália	97	161	158	250	160	139	120	-18,9	-40,1
Espanha	114	118	113	117	65	76	65	-11,0	-0,05
Irlanda	52	54	24	66	30	36	31	-5,8	0,5
França	36	48	36	47	30	28	25	-3,9	-5,9
Bélgica	34	32	20	53	27	24	20	-4,1	-7,7

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

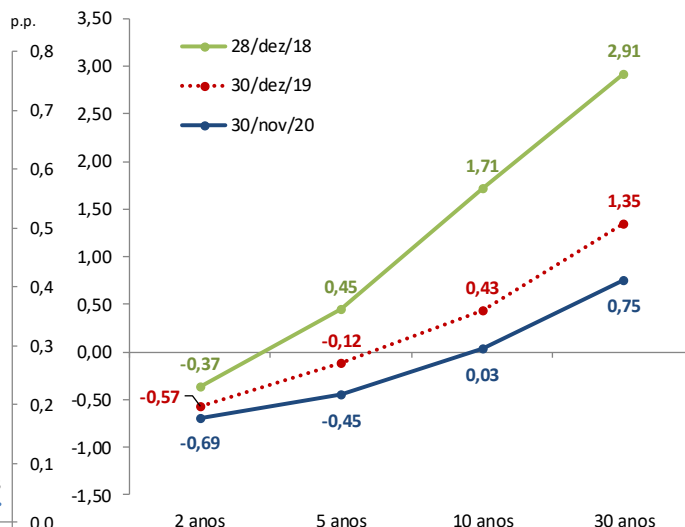
10. No final de novembro de 2020, a curva de rendimentos da dívida pública portuguesa apresentava-se abaixo da do início do ano embora com um declive aproximado, mas menos inclinado do que no final de 2018. Face ao final de 2018, a alteração na posição da curva (Gráfico 3) reflete uma redução nas taxas de rendibilidade da dívida portuguesa que foi tanto mais expressiva quanto mais longa a maturidade. No período compreendido entre janeiro e novembro de 2020, a curva de rendimentos da dívida soberana portuguesa também se deslocou para baixo, mas em níveis mais aproximados entre as várias maturidades. Merecem realce a manutenção em território negativo das rendibilidades mais curtas (2 e 5 anos); nas maturidades mais longas, as taxas de rendibilidade da dívida portuguesa permanecem positivas, mas registaram uma diminuição significativa face ao início do ano.

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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

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

11. As decisões de política monetária mais recentes tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) ocorreram a 10 de setembro, 29 de outubro e 10 de dezembro de 2020. Delas resultaram as seguintes medidas:

- (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 permanecem inalteradas em 0,00%, 0,25% e - 0,50%, respetivamente;

- (ii) O Conselho do BCE prosseguirá as aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP*). Na reunião de 10 de dezembro, foi decidido aumentar a dotação total afeta a este programa, em mais 500 mil M€ (de 1350 mil M€ para 1850 mil M€); por outro lado, decidiu alargar o horizonte de aquisições líquidas ao abrigo do PEPP, até, pelo menos, ao final de março de 2022, bem como prolongar, até final de 2023 (mais um ano do que anteriormente), o plano de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do PEPP;
- (iii) As aquisições líquidas no âmbito 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 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 enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária;
- (iv) O Conselho do BCE reafirmou que continuará a proporcionar ampla liquidez através das suas operações de refinanciamento, estando preparado para ajustar todos os seus instrumentos, conforme apropriado, para garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu compromisso de simetria.

12. Este outros aspetos, estas medidas de política monetária do BCE visam manter condições de liquidez favoráveis a uma política monetária acomodatória. Face às consequências económicas da intensificação da pandemia, o Conselho do BCE, na reunião de 10 de dezembro, recalibrou os seus instrumentos de política monetária. Além das decisões mencionadas no parágrafo anterior, no que respeita a taxas de juro, aquisições líquidas no âmbito do programa APP e aumento da dotação do programa PEPP, o Conselho do BCE decidiu ainda o seguinte:

- Recalibrar as condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA Direcionadas III), através dos seguintes meios:
 - Prolongamento do período de aplicação de condições consideravelmente mais favoráveis por 12 meses, ou seja, até junho de 2022;
 - Realização de três operações adicionais entre junho e dezembro de 2021;
 - Aumento do montante total que as contrapartes poderão solicitar em empréstimos no âmbito das ORPA Direcionadas III, de 50% para 55% dos respetivos empréstimos elegíveis. Como incentivo para que os bancos mantenham o atual nível de concessão de crédito, as condições dos empréstimos no contexto das ORPA Direcionadas III recalibradas só serão acessíveis a bancos que atinjam um novo objetivo de desempenho em termos de disponibilização de crédito.
- Prorrogar até junho de 2022 a duração do conjunto de medidas de flexibilização dos ativos de garantia que adotou em 7 e 22 de abril de 2020;
- Disponibilizar quatro operações adicionais de refinanciamento de prazo alargado, em 2021, devido à emergência pandémica, para proporcionar um mecanismo de apoio à liquidez eficaz;
- Prolongar até março de 2022 a facilidade de operações de reporte do Eurosystem com bancos centrais (*Eurosystem Repo Facility for Central Banks — EUREP*) e todas as linhas de swap e de operações de reporte temporárias com bancos centrais de países não pertencentes à área do euro;
- Continuar a conduzir as operações regulares de refinanciamento como procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total sob as condições prevalecentes, enquanto for necessário.

13. As medidas de política monetária adotadas pelo BCE deverão contribuir para manter condições de financiamento favoráveis durante o período da pandemia, apoiando o fluxo de crédito para todos os sectores da economia, reforçando a atividade económica e salvaguardando a estabilidade de preços no médio prazo. Contudo, a incerteza permanece elevada, nomeadamente quanto à dinâmica da pandemia e ao período de difusão dos benefícios da vacinação.

3 Evolução da dívida pública

14. Neste capítulo é analisada a restrição de tesouraria do Estado, bem como a dívida pública em várias das suas 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. Nesta edição foram atualizados os referenciais anuais para refletir as alterações orçamentais introduzidas pela segunda alteração ao OE/2020. 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 secção seguinte (3.3) analisa a dívida pública na definição de *Maastricht* e procede à sua desagregação por subsectores para conhecer os desenvolvimentos consolidados na Administração Central, bem como nas Administrações Regional e Local. Por fim, na Secção 3.4 apresenta-se a evolução da dívida não financeira até setembro de 2020.

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

15. 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 outubro), em termos mensais e acumulados, a previsão para o ano completo de 2020 (2.º AOE/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 3.¹

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 equação (2), 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

¹ 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, esta linha 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.

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

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

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.

A primeira linha da Tabela 3 exhibe 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.

16. No período compreendido entre janeiro e outubro de 2020, as emissões de dívida efetuadas pelo Estado, líquidas de amortizações (na ótica de tesouraria) excederam as do período homólogo de 2019.

Efetivamente, nos primeiros dez meses de 2020 o Estado garantiu uma receita líquida proveniente de passivos financeiros de 11 884 M€, um valor que se situa acima do registado entre janeiro e outubro de 2019 em 3258 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 4977 M€, o valor da diferença entre o saldo global em outubro de 2020 (-8805 M€) e o de outubro de 2019 (-3828 M€) — linha 2 da Tabela 3. Em sentido oposto, a despesa líquida em ativos financeiros do subsector Estado (linha 5) diminuiu nos primeiros dez meses de 2020, face ao período homólogo de 2019, situando-se em 3079 M€, menos 1719 M€ do que no período janeiro a outubro de 2019, libertando, desta forma, recursos financeiros para financiar o défice global.

17. A despesa (bruta) em ativos financeiros executada entre janeiro e outubro de 2020 foi menor do que no período homólogo, exigindo do Estado o dispêndio de 3141 M€, montante que foi inferior, em 2119 M€, ao despendido nos primeiros dez meses de 2019.

No período compreendido entre janeiro e outubro de 2020 estas verbas foram destinadas, sobretudo, a Entidades Públicas Reclassificadas (EPR), sob a forma da concessão de empréstimos de médio e longo prazos (1778 M€), mas também como dotações de capital (1211 M€) e empréstimos a curto prazo (97 M€). Em todos os casos, a execução ente janeiro e outubro de 2020 exigiu do Estado um menor esforço financeiro face ao período homólogo de 2019: - 1774 M€ para dotações de capital, - 187 M€ para empréstimos a médio/longo prazo e - 74 M€ para empréstimos a curto prazo (valor englobado na parcela "3.3 Outros") — (Tabela 3). No parágrafo seguinte, apresenta-se maior detalhe do investimento (bruto) em ativos financeiros efetuado pelo Estado entre janeiro e outubro 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 em 2020 janeiro - outubro			Referenciais anuais		
			Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	2019	2020	Δ 2019/20	OE 2020	OE 2020 2.ª Alter.	Δ 2019/20 (2.ª Alt.)
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	837	-1 570	370	2 554	8 626	11 884	3 258	9 925	20 591	11 092
2. Saldo global	-3 666	-3 940	-137	-529	-881	-1 851	-1 348	-3 194	-542	1 989	-57	-2 254	-3 828	-8 805	-4 977	-5 889	-14 842	-10 903
3. Despesa em ativos financeiros (3.1+3.2+3.3)	4 778	6 357	0	14	750	15	889	136	298	427	314	300	5 260	3 141	-2 119	4 943	6 655	298
<i>3.1 Empréstimos média/longo prazo</i>	<i>2 679</i>	<i>3 020</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>76</i>	<i>15</i>	<i>858</i>	<i>77</i>	<i>291</i>	<i>231</i>	<i>207</i>	<i>23</i>	<i>1 966</i>	<i>1 778</i>	<i>-187</i>	<i>3 208</i>	<i>4 683</i>	<i>1 663</i>
<i>3.2 Dotações de Capital</i>	<i>1 537</i>	<i>3 276</i>	<i>0</i>	<i>14</i>	<i>611</i>	<i>0</i>	<i>31</i>	<i>57</i>	<i>6</i>	<i>195</i>	<i>107</i>	<i>189</i>	<i>2 985</i>	<i>1 211</i>	<i>-1 774</i>	<i>1 579</i>	<i>1 836</i>	<i>-1 440</i>
<i>3.3 Outros</i>	<i>562</i>	<i>62</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>62</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>2</i>	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>0</i>	<i>87</i>	<i>310</i>	<i>152</i>	<i>-157</i>	<i>156</i>	<i>136</i>	<i>74</i>
4. Receita de ativos financeiros	1 105	798	38	8	0,4	0,0	4	2	2	8	0,1	0,4	462	62	-400	907	907	109
5. Despesa líquida em ativos financeiros (3-4)	3 673	5 559	-38	6	749	15	885	134	296	419	313	299	4 798	3 079	-1 719	4 036	5 748	189
6. Saldo da gerência anterior	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2	0	-2	-2	0	30	30
7. Saldo Total	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2	0	-2	-2	0	30	30

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.

18. Nos primeiros dez meses 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 outubro de 2020, a despesa bruta em ativos financeiros ascendeu a 3141 M€ distribuídos, maioritariamente, por empréstimos a médio e longo prazos (1778 M€) e dotações de capital (1211 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** (1211 M€), 1191 M€ destinaram-se a EPR, designadamente para as seguintes entidades:²

- Infraestruturas de Portugal, S.A. 813 M€;
- Hospitais E.P.E. 256 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 100 M€;
- EDIA — Emp. de Desenv. Infraest. Alqueva, S.A. 22 M€.

Dos 1778 M€ concedidos pelo Estado sob a forma de **empréstimos a médio e longo prazos**, cerca de 1114 M€ teve como destino as seguintes EPR:³

- Fundo de Resolução 850 M€;
- Metropolitano de Lisboa, E.P.E. 146 M€;
- Metro do Porto, S.A. 118 M€;
- Transtejo, S.A. 0,6 M€.

Foram ainda concedidos, pelo Estado, 97 M€ de **empréstimos a curto prazo**, à Parque Escolar, E.P.E. (65 M€) e à CP — Comboios de Portugal, E.P.E. (32 M€).

19. Por fim, importa ainda referir que, no período em análise, a TAP, S.A. recebeu financiamento do Estado no montante global de 578,6 M€, sob a forma de empréstimos a médio e longo prazos.

20. No tocante à receita de ativos financeiros, o total arrecadado no período de janeiro a outubro de 2020 foi 62 M€. A grande maioria desta receita resultou da amortização de empréstimos de médio e longo prazos, num total de 52,5 M€, da qual: 30,6 M€ pela Região Autónoma da Madeira (RAM) ao

² Além das dotações de capital destinadas a EPR, foram também aplicados, sob a forma de dotações de capital, 13,5 M€ na Sociedade de Transportes Coletivos do Porto, S.A. e 6,1 M€ noutras entidades públicas.

³ Além dos empréstimos a médio e longo prazos destinadas a EPR e à TAP, S.A., foram também concedidos empréstimos no valor de 31 M€ à NAV Portugal, E.P.E, 11,6 M€ à Sociedade de Transportes Coletivos do Porto, S.A. e 42,7 M€ a outras entidades públicas.

abrigo do respetivo Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF-RAM) e 15 M€ pela Região Autónoma dos Açores (RAA) no âmbito do Acordo de Assistência Financeira.

21. Face aos valores orçamentados na segunda alteração ao OE/2020 (2.ªAOE/2020), e numa ótica de tesouraria, nos primeiros dez meses de 2020 o Estado teve de se financiar num valor que ascende a 57,7% do previsto para o total do ano. Com efeito, entre janeiro e outubro de 2020 a receita líquida proveniente de passivos financeiros situou-se em 11 884 M€, 8707 M€ aquém do previsto na segunda alteração orçamental ao OE/2020 (2.ªAOE/2020) para o conjunto do ano 2020 (grau de execução de 57,7%). Este resultado decorreu, por um lado, do facto de ter alcançado, até outubro, um défice de 8805 M€, que se situa aquém do previsto na 2.ªAOE/2020 para o total do ano, em cerca de 6037 M€. Por outro lado, a despesa líquida em ativos financeiros executada até outubro de 2020 ascendeu a 3079 M€, situando-se 2669 M€ abaixo do previsto para o conjunto do ano (grau de execução de 53,6%) — linha 5 da Tabela 3.

22. Para o conjunto de 2020, a segunda alteração ao OE prevê emissões líquidas (receita líquida proveniente de passivos financeiros), na ótica de caixa, muito acima da execução de 2019, prevendo-se uma degradação muito significativa do saldo orçamental do subsector Estado, em contabilidade pública, e uma despesa líquida em ativos financeiros ligeiramente superior. De acordo com os valores constantes da 2.ªAOE/2020, a receita líquida proveniente de passivos financeiros deverá ascender a 20 591 M€, mais 11 092 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 – 14 842 M€ (10 903 M€ abaixo do défice do subsector Estado registado em 2019), e um aumento da despesa líquida em ativos financeiros para 5748 M€ (189 M€ acima da execução de 2019). Como se depreende dos números executados mostrados na Tabela 3, a situação acumulada a dois meses do fim do ano está ainda distante das previsões orçamentais.

3.2 Dívida direta do Estado

23. O valor da dívida direta do subsector Estado registada no final de outubro de 2020 foi superior ao observado no final do mês homólogo de 2019, maioritariamente em resultado do aumento no stock de dívida titulada de médio e longo prazos. Este aumento foi parcialmente compensado pela redução da dívida titulada a curto prazo e das contas margem. No final de outubro de 2020, o valor da dívida direta do subsector Estado fixou-se em 263 908 M€ (Tabela 4), refletindo um aumento de 997 M€ em cadeia mensal resultante do crescimento da dívida titulada a médio e longo prazos (+ 1008 M€), uma vez que a dívida titulada a curto prazo se manteve praticamente inalterada na cadeia mensal (– 8 M€). O acréscimo mensal da dívida titulada a médio e longo prazos ficou a dever-se, sobretudo, ao aumento do saldo de Obrigações do Tesouro (OT), em resultado de novas emissões, nomeadamente da OT 2,125% OUT2028 (no valor nominal de 654 M€) e da OT 4,1% ABR2037 (no valor nominal de 346 M€), cujos leilões ocorreram a 14 de setembro. Tendo por referência o final do mês homólogo de 2019, registou-se um aumento no stock da dívida direta no valor de 17 250 M€, em resultado do aumento na dívida titulada de médio e longo prazos (+ 18 190 M€), em parte compensado pela diminuição da dívida titulada de curto prazo (– 1463 M€), sobretudo de Bilhetes do Tesouro e das contas margem (– 108 M€). O crescimento homólogo da dívida titulada a médio e longo prazos resulta do incremento de 14,1% (+18 377 M€) no stock de Obrigações do Tesouro. No tocante à dívida não titulada, é de referir o aumento homólogo dos stocks de Certificados de Aforro (+1,6%) e Certificados do Tesouro (+2,7%).

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

	out/19	set/20	out/20	Variação (M€)		Variação (%)		Estrutura da dívida (%)	
				Mensal	Homóloga	Mensal	Homóloga	out/19	out/20
Titulada	163 744	179 471	180 472	1 001	16 728	0,6	10,2	66,4	68,4
Curto prazo	19 311	17 856	17 848	- 8	-1 463	0,0	-7,6	7,8	6,8
Médio e longo prazo	144 433	161 615	162 624	1 008	18 190	0,6	12,6	58,6	61,6
Não titulada	32 653	33 179	33 284	104	631	0,3	1,9	13,2	12,6
Cert. Aforro	11 999	12 173	12 189	16	190	0,1	1,6	4,9	4,6
Cert. do Tesouro	16 977	17 367	17 439	72	462	0,4	2,7	6,9	6,6
Outra - ML prazo	3 676	3 639	3 655	16	- 21	0,4	-0,6	1,5	1,4
Contas margem	633	633	525	- 108	- 108	-17,1	-17,1	0,3	0,2
Assist. Financeira	49 628	49 628	49 628	0	0	0,0	0,0	20,1	18,8
Total	246 658	262 912	263 908	997	17 250	0,4	7,0	100,0	100,0

Por memória:

Transaccionável	157 862	174 274	175 282	1 008	17 421	0,6	11,0	64,0	66,4
Não Transaccionável	89 429	89 271	89 151	- 120	- 278	-0,1	-0,3	36,3	33,8
Euro	242 369	258 817	259 806	988	17 437	0,4	7,2	98,3	98,4
Não euro	4 289	4 094	4 103	8	- 186	0,2	-4,3	1,7	1,6
Contas margem	633	633	525	-108	-108	-17,1	-17,1	0,3	0,2

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.

24. Entre janeiro e outubro de 2020, registou-se uma redução na despesa com juros da dívida direta pública. Nos primeiros dez meses de 2020, a despesa com juros e outros encargos ascendeu a 6698 M€ (penúltima linha a negrito da Tabela 5), refletindo uma redução de 3,5% (- 244 M€) quando comparado com igual período do ano anterior, sendo esta redução mais acentuada do que a prevista na 2.ºAOE/2020 para o conjunto do ano (- 0,8%; - 61 M€). Esta contração foi determinada, em grande medida, pela diminuição homóloga em 3,0%, da despesa com juros das Obrigações do Tesouro (OT), que passou de 4845 M€ para 4697 M€ (- 148 M€). No mesmo sentido, é de referir também a diminuição de 5,9% na despesa com juros no âmbito do PAEF, de 980 M€ para 922 M€, para o que contribuiu a amortização antecipada efetuada pelo Estado Português ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira (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 período compreendido entre janeiro e outubro de 2020 (- 47 M€), registando um valor menor (i.e., mais negativo) do que 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. Relativamente aos juros pagos pelo Estado sobre títulos de dívida pública detidos pelo sector institucional Famílias, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro, no período compreendido entre janeiro e outubro de 2020, foi de 615 M€, refletindo uma redução de 47 M€ (- 7,0%) face ao período homólogo do ano anterior. Pese embora, no decurso dos primeiros dez meses de 2020, a dívida pública financiada através destes dois produtos tenha registado um crescimento homólogo de 652 M€, as subscrições mais recentes destes títulos apresentam uma menor taxa fixa de remuneração.⁴

⁴ 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).

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 - outubro (M€)			2.ª AOE/2020 (M€)	Grau de execução Jan.-Out. (%)	
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	2019	2020	Tvh (%)		2019	2020
		Juros da dívida pública	7 108	188	1 225	306	1 367	169	834	457	144	198	1 729	6 871	6 617	-3,7	7 009
Bilhetes do Tesouro	-45	-10	0	-9	0	-8	0	-10	0	-10	0	-40	-47	15,5	-49	96,5	95,6
Obrigações do Tesouro	4 858	29	1 087	2	1 214	0	575	285	0	0	1 506	4 845	4 697	-3,0	4 759	98,3	98,7
Empréstimos PAEF	1 058	22	10	261	16	125	181	45	60	143	59	980	922	-5,9	1 030	84,3	89,4
Certif. Aforro e Tesouro	780	140	47	58	55	54	44	56	58	44	58	662	615	-7,0	785	84,1	78,3
CEDIC / CEDIM	13	0	0	0	12	0	1	2	0	1	4	13	21	60,7	22	155,2	93,9
Outros	444	7	81	-6	71	-2	33	80	26	18	102	412	410	-0,6	461	96,9	88,9
Comissões	61	26	3	1	9	10	0	10	2	2	17	71	81	14,0	100	70,8	80,7
Empréstimos PAEF	15	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15	14	-1,4	14	56,1	100,0
Outros	47	11	3	1	9	10	0	10	2	2	17	56	66	18,1	86	76,1	77,5
Juros e outros encargos pagos	7 169	214	1 229	307	1 376	179	835	467	146	200	1 746	6 942	6 698	-3,5	7 109	94,2	94,2
Tvh (%)	0,3	10,0	-0,3	-7,0	-2,1	-14,9	-22,2	7,6	-24,1	-6,4	5,5	-	-	-	-0,8	-	-

Por memória:

Juros recebidos de aplicações	-2	-3,4	0,0	0,0	0,7	0,9	0,7	0,1	1,0	0,8	2,7	-1,9	3,4	-	6	-	-
Juros e outros enc. líquidos	7 168	210	1 229	307	1 377	180	835	467	147	200	1 749	6 940	6 702	-3,4	7 115	94	94,2
Tvh (%)	0,3	9,8	-0,3	-7,0	-2,0	-14,5	-22,2	7,6	-23,7	-6,1	5,6	-	-	-	-0,7	-	-

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

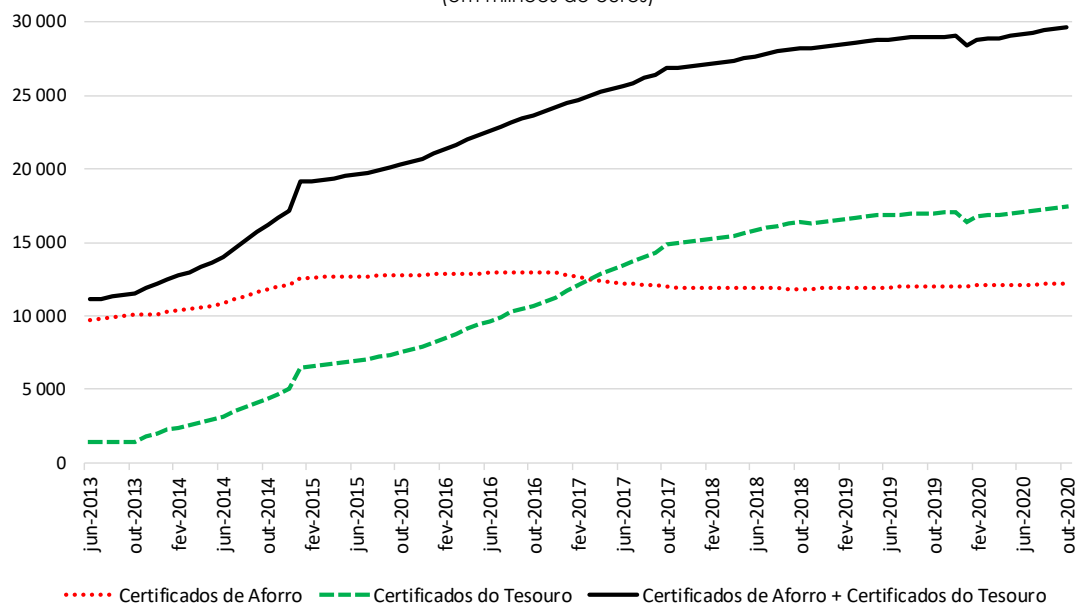
25. O stock de dívida pública portuguesa detido pelas famílias continuou a aumentar, alcançando um novo máximo no final de outubro de 2020. Após uma queda no início de 2020, o stock de dívida pública detida sob a forma de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro manteve uma tendência de crescimento nos meses seguintes, para valores que superam largamente o anterior máximo registado no final de 2019. No final de outubro de 2020, a soma dos stocks de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro alcançou o valor de 29 629 M€, atingindo um novo máximo para esta série. Este valor reflete uma quebra de 661 M€ em janeiro de 2020, a que se seguiu um movimento de recuperação entre fevereiro e outubro no total de 1220 M€. Desta forma, o valor registado no final de outubro situou-se 560 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 outubro para um valor acima do registado no final de 2019. Com efeito, no final de outubro, o montante de Certificados do Tesouro (CT) ascendeu a 17 439 M€, um valor 391 M€ acima do máximo alcançado no final de 2019 (17 049 M€) — Gráfico 4. 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: novembro de 2018 (variação mensal de -69 M€) e janeiro de 2020 (variação mensal de -691 M€) — Gráfico 6. Em janeiro de 2020 ocorreram dois movimentos particulares que importa referir. Por um lado, registou-se um aumento brusco das amortizações, para 1423 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 (1474 M€) porque os subscritores perceberam que a remuneração iria baixar para as emissões a realizar a partir do mês seguinte. Por outro lado, as subscrições (Gráfico 5) de CT em janeiro de 2020 também registaram um movimento atípico de subida, tendo ascendido a 732,0 M€, um aumento de 335,3 M€ face ao mês anterior. 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 outra, movimento que se terá mantido, em menor escala, no mês de fevereiro, com um volume de subscrições de 468,2 M€. Nos meses seguintes, entre março e outubro de 2020, o volume médio mensal de subscrições de CT situou-se em 250 M€.

26. O stock de Certificados de Aforro (CA) situou-se em 12 189 M€ no final de outubro de 2020, refletindo uma subida homóloga de 190 M€ (Gráfico 4 e Gráfico 6). 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 pareceu refletir um movimento pontual e de expressão relativamente reduzida, uma vez que em março o valor nominal de

amortizações superou o de emissões em 8,3 M€, retomando uma tendência de recuperação nos meses seguintes, que se manteve até outubro de 2020.

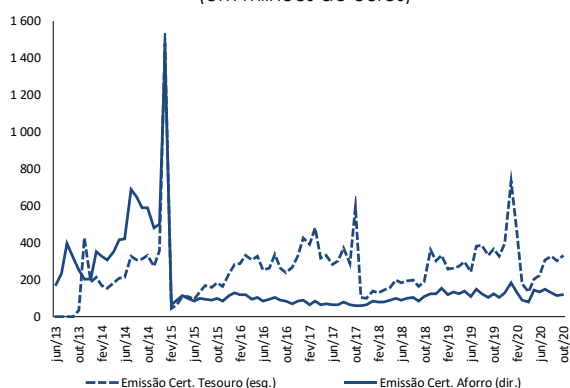
Gráfico 4 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro

(em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

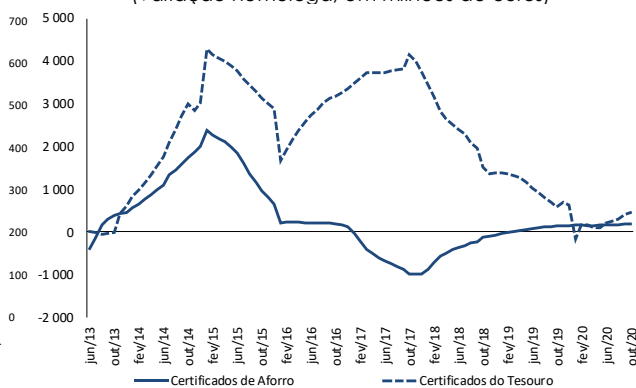
Gráfico 5 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 6 – Variação do stock de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

(variação homóloga, em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

27. O aumento persistente no montante de dívida pública portuguesa devido pelas famílias é o reflexo das taxas de juro mais atrativas que estes instrumentos apresentam, face a outros produtos de poupança existentes no mercado com nível de risco semelhante — Gráfico 4. Com efeito, os produtos de depósito a prazo existentes no mercado oferecem taxas de remuneração nominal próximas de 0%, para um nível de risco que se pode considerar idêntico. Apesar da pandemia COVID-19 (ou por causa dela), as famílias têm vindo a aumentar o volume de poupanças aplicadas sob a forma de CA e CT.

28. As emissões de Obrigações do Tesouro efetuadas em setembro e outubro de 2020 registaram uma diminuição da taxa de juro nas maturidades a 10, 25 e 17 anos. As emissões de Bilhetes do Tesouro, efetuadas em agosto e setembro de 2020, foram asseguradas a taxas de juro inferiores às registadas para a mesma maturidade em leilão anterior. No dia 14 de outubro, foram realizados dois leilões no mercado de dívida soberana com maturidades a oito anos e 17 anos (Obrigações do Tesouro) no montante conjunto de 1000 M€ (Tabela 6). Destes leilões, resultaram as colocações OT 4,1% 15Apr2037, com taxa de rentabilidade de 0,472%, e OT 2,125% 17Oct2028, com taxa de rentabilidade de -0,085%. Tendo por referência o leilão anterior ocorrido em 10 de abril de 2019, observou-se uma descida de 1,424 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 17 anos. Foram ainda realizados dois leilões de OT no dia 9 de setembro de 2020 com maturidades a 10 anos e 25 anos, no montante conjunto de

1211 M€ (Tabela 6). Destes leilões resultaram as colocações OT 4,1% 15Fev2045, com taxa de rentabilidade de 1,045%, e OT 0,475% 18Out2030, com taxa de rentabilidade de 0,329%. Tendo em linha de conta os leilões anteriores, ocorridos a 10 de julho de 2019 e 22 de julho de 2020, observou-se uma descida de -0,023 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 10 anos e de -0,381 p.p. na taxa de rentabilidade para a maturidade a 25 anos. Relativamente às emissões de BT efetuadas a 16 de setembro e 19 de agosto, foram asseguradas com taxas de juro inferiores às verificadas em leilões anteriores para as mesmas maturidades. A 19 de agosto foram leiloados BT com maturidades a três e 11 meses num total colocado de 1250 M€, com taxas médias ponderadas de -0,501% e -0,473%, respetivamente. Estes leilões registaram uma ligeira descida nas taxas de juro para estas maturidades, -0,021 p.p. e -0,035 p.p., respetivamente, que se mantiveram em terreno negativo nas emissões seguintes a seis e 12 meses, conforme mostra a Tabela 6. Com efeito, o Estado voltou ao mercado monetário a 16 de setembro, tendo sido realizados leilões com maturidades de seis e 12 meses, num total colocado de 1750 M€, com taxas médias ponderadas de -0,520% e -0,497%, respetivamente.

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

Instrumento	Obrigações do Tesouro				Bilhetes do Tesouro			
	18-out-2030	15-fev-2045	17-out-2028	15-abr-2037	20-nov-2020	16-jul-2021	19-mar-2021	17-set-2021
Maturidade								
Data do leilão	9-set-2020	9-set-2020	14-out-2020	14-out-2020	19-ago-2020	19-ago-2020	16-set-2020	16-set-2020
Prazo	10 anos	25 anos	8 anos	17 anos	3 meses	11 meses	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	964	247	654	346	300	950	500	1 250
Montante de Procura (M€)	2 110	843	1 546	793	1 178	1 948	1 178	2 325
Taxa média (%)	0,329	1,045	-0,085	0,472	-0,501	-0,473	-0,520	-0,497

Por memória:

Emissão anterior com maturidades iguais (data e taxa média em %)	22-jul-2020	10-jul-2019	n.d.	10-abr-2019	17-jun-2020	17-jun-2020	15-jul-2020	15-jul-2020
	0,352	1,426	n.d.	1,896	-0,480	-0,438	-0,467	-0,452

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

29. O volume de reembolsos de títulos de dívida pública de 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 10 de dezembro de 2020 e o período até 2045, os maiores volumes de amortização concentram-se, essencialmente, nos anos 2021 a 2030 (Gráfico 7 e Gráfico 8). A 10 de dezembro de 2020, o stock total de títulos de dívida de médio e longo prazos com reembolso entre 2021 e 2030 ascendia a cerca de 153 mil M€, um valor acima do registado em 23 de julho de 2020 para o mesmo período (150 mil M€). De acordo com o calendário de amortizações de dívida de médio e longo prazos, atualizado a 10 de dezembro de 2020, será necessário amortizar títulos de dívida a médio e longo prazos no valor de: 11,6 mil M€ em 2021, 14,4 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, 20,4 mil M€ em 2027, 14,9 mil M€ em 2028, 14,1 mil M€ em 2029 e 15,6 mil M€ em 2030.⁵ 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, 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 dia 2 de dezembro de 2020 foi realizada uma [operação de gestão da dívida pública designada por oferta de troca de OT](#), com o seguinte resultado:

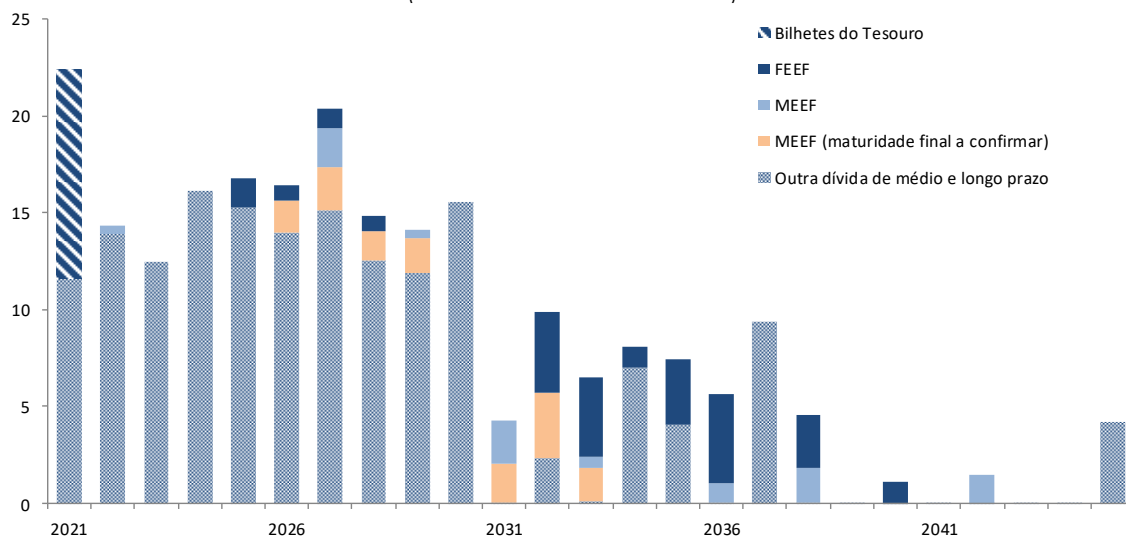
- IGCP, E.P.E. comprou 692 M€ da OT 3,85 abril 2021 a 101,647%;

⁵ A estes montantes acresce ainda a necessidade de amortizar dívida de curto prazo, Bilhetes de Tesouro, no montante de 10,8 mil M€ em 2021.

- IGCP, E.P.E. comprou 684,2 M€ da OT 2,2 outubro 2022 a 105,45%;
- IGCP, E.P.E. vendeu 592 M€ da OT 2,125 outubro 2028 ao preço médio de 117,87%.
- IGCP, E.P.E. vendeu 784,2 M€ da OT 1,95 junho 2029 ao preço médio de 117,24%.

Gráfico 7 – Perfis anuais de amortização, em 10 de dezembro de 2020

(em milhares de milhões de euros)

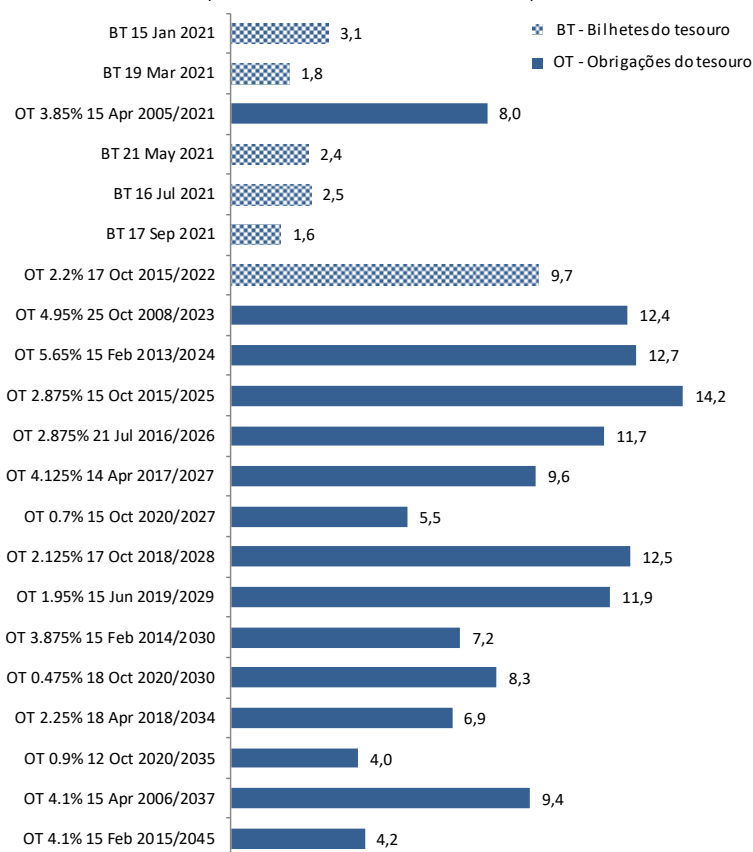


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: significado da legenda: FEEF — Fundo Europeu de Estabilização Financeira; MEEF — Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira. (ii) "Outra dívida de médio e longo prazos" — as emissões de Obrigações do Tesouro (de taxa fixa) dominam este agregado, que inclui ainda os demais passivos transacionáveis — Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), Notas de Médio Prazo e Obrigações de Retalho.

30. O IGCP anunciou a não realização do Leilão de Bilhetes do Tesouro programado para o dia 18 de novembro de 2020. Em 13 de novembro de 2020, o IGCP comunicou que decidiu não realizar o leilão de BT referentes às linhas a 6 e 12 meses, que se encontrava previsto para 18 de novembro. Não se encontrando mercado qualquer leilão de BT até ao final do ano 2020, pode concluir-se que os leilões cancelados não foram reagendados para o corrente ano.

Gráfico 8 – Perfis de amortização por emissões vivas de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, em 10 de dezembro 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 Maastricht⁶

31. Na presente secção foi utilizada a informação mais recente publicada pelo Banco de Portugal. A dívida pública é uma variável *stock* observada no final de um mês, trimestre ou ano. No entanto, esta análise teve de usar três momentos distintos devido à disponibilidade dos dados nas fontes: rácio da dívida pública em percentagem do PIB (setembro de 2020), valor nominal da dívida pública desagregado por instrumento (outubro de 2020) e valor nominal desagregado por subsector (setembro de 2020).

32. O rácio da dívida pública na ótica de Maastricht atingiu 130,6% do PIB no final do 3.º trimestre de 2020, o que corresponde a uma subida face ao final do trimestre anterior e face ao trimestre homólogo. Em relação ao final do 2.º trimestre de 2020, o rácio da dívida pública subiu 4,5 p.p. do PIB, devido, essencialmente, ao contributo do *stock* de ativos em depósitos das Administrações Públicas que cresceu 4,1 p.p. do PIB. Tendo por referência o trimestre homólogo, o rácio da dívida pública aumentou 11,0 p.p. do PIB%, tendo o acréscimo do *stock* de ativos em depósitos contribuído com 2,8 p.p. do PIB para essa variação.

⁶ 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. Entretanto, após este suplemento ter sido publicado, o Eurostat efetuou em agosto de 2019 uma alteração metodológica nas estatísticas da dívida pública. Incidiu sobre o tratamento a dar aos juros dos Certificados de Aforro (instrumento de dívida pública detido pelo sector institucional Famílias). O valor capitalizado dos juros passou então a integrar o *stock* de dívida pública de Maastricht, enquanto no passado os juros deste instrumento não eram contabilizados como dívida, mas sim como encargos da dívida. A título de exemplo, o *stock* nominal de dívida pública no final do ano de 2018 foi revisto em alta em 4258 M€. Mais detalhes em [Relatório UTAO n.º 14/2019 Condições dos mercados, dívida pública e dívida externa: janeiro a julho de 2019](#).

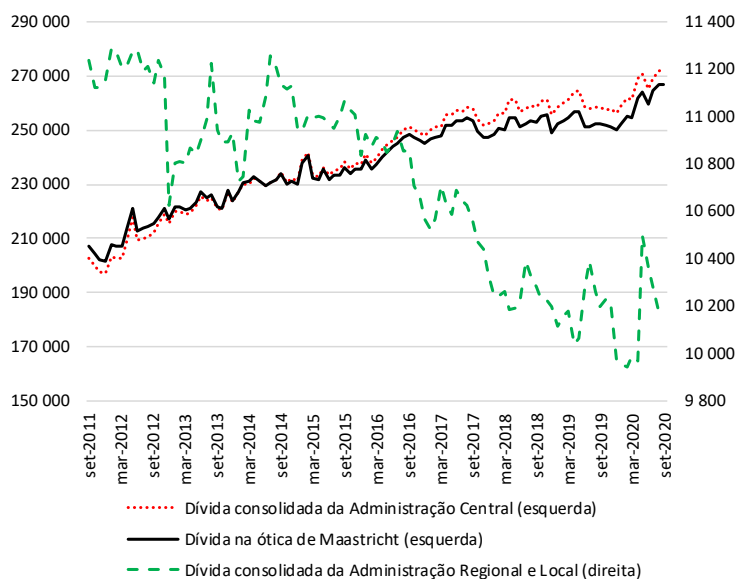
33. No final de outubro de 2020, o montante nominal da dívida pública bruta na ótica de *Maastricht* situou-se em 268,1 mil M€, sendo superior em cerca de 16,4 mil M€ relativamente ao final do mês homólogo. Esta evolução anual foi determinada por uma descida dos empréstimos de longo prazo e dos títulos de curto prazo, o que foi mais do que compensada pelo forte acréscimo dos títulos de longo prazo, contribuindo para o aumento da maturidade média da dívida pública portuguesa. Da comparação da variação homóloga em percentagem do PIB (parágrafo anterior) com a variação homóloga em valores nominais, deduz-se que a subida da dívida em proporção do PIB advém tanto do aumento do *stock* nominal como da queda do PIB, com variações expressivas nos dois casos. Relativamente à dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas, registou-se um acréscimo homólogo de 9,2 mil M€, passando de 234,6 mil M€ para 243,8 mil M€. Com efeito, o valor total de ativos em depósitos das Administrações Públicas, os quais se encontram incluídos na definição de dívida pública de *Maastricht*, subiu 7,2 mil M€ em termos homólogos, de 17,1 mil M€ para 24,4 mil M€. Para este aumento do *stock* de depósitos contribuiu a necessidade de assegurar recursos financeiros para enfrentar uma possível baixa execução da receita fiscal ou aumento da despesa pública decorrente dos efeitos económicos e orçamentais da pandemia COVID-19 e das medidas de política para lhes fazer face.

34. No lado dos passivos, os títulos emitidos são o instrumento que evidencia o peso mais elevado na dívida bruta de *Maastricht*, valendo 63,5% no final de outubro de 2020, o que reflete o peso mais elevado desde setembro de 2011. No final de outubro de 2020, o valor da dívida pública sob a forma de títulos situou-se em 170,2 mil M€, correspondendo-lhe peso de 63,5% no agregado total da dívida pública de *Maastricht* e a um aumento homólogo de 17,2 mil M€. Em sentido contrário, a dívida pública sob a forma de empréstimos contraídos pelas Administrações Públicas representava 24,4% no final de outubro de 2020, situando-se em 65,4 mil M€, o que corresponde ao valor nominal mais baixo desde janeiro de 2012. Este instrumento de dívida "empréstimos" inclui o financiamento obtido no âmbito do PAEF. Relativamente à dívida pública sob a forma de numerário e depósitos, o montante no final de outubro de 2020 situou-se em 32,5 mil M€, o que reflete um aumento homólogo de 544 M€.

35. Por subsectores, a dívida pública de *Maastricht* no final de setembro de 2020 registou um crescimento homólogo determinado pelo contributo da Administração Central, sendo que o conjunto da Administração Regional e Local registou uma descida marginal.⁷ No final de setembro de 2020, o *stock* da dívida consolidada dentro da Administração Central na ótica de *Maastricht* situou-se em 272,5 mil M€ (Gráfico 9), o que corresponde a um aumento homólogo de 13,8 mil M€. Quanto ao conjunto Administração Regional e Local, o valor da dívida de *Maastricht* no final de setembro de 2020 (10,2 mil M€) foi ligeiramente inferior (27 M€) face ao final do mês homólogo. Tendo por referência um horizonte mais alargado, desde 2011 que se regista uma diminuição da dívida de *Maastricht* no conjunto da Administração Regional e Local (Gráfico 9). Além disso, de referir que o *stock* da consolidação entre subsectores, os quais são objeto de consolidação no âmbito do universo das Administrações Públicas, desceu de 16,4 mil M€ no final de setembro de 2019 para 15,7 mil M€ no final de setembro de 2020. A Administração Central é tipicamente credora em relação à Administração Local e à Administração Regional.

⁷ Neste relatório, o parágrafo relativo à dívida por subsector refere-se à definição de *Maastricht*, sendo que excluiu créditos comerciais. A Secção 3.4 mostra a decomposição subsectorial da dívida não financeira.

Gráfico 9 – Desagregação subsectorial da dívida de Maastricht
(em milhões de euros)

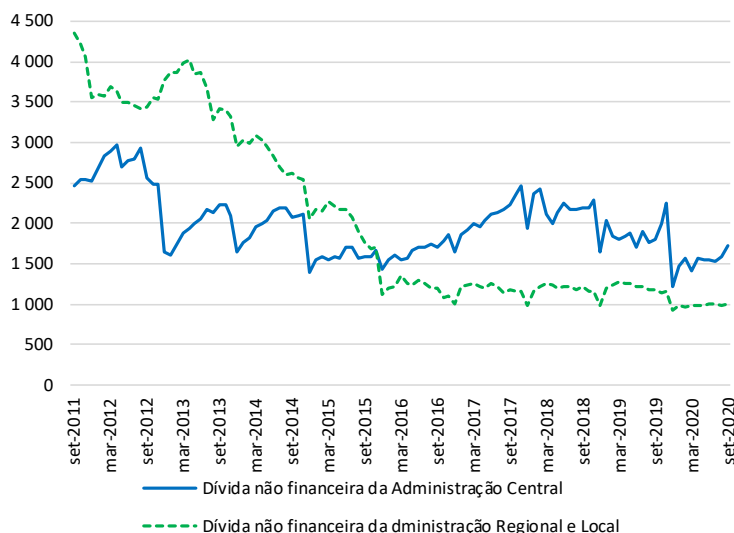


Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: a designação “dívida consolidada” refere-se apenas à consolidação dentro do respetivo subsector.

3.4 Dívida não financeira

36. O montante da dívida comercial das Administrações Públicas no final de setembro de 2020 ficou abaixo do registado no final do mês homólogo. Nesta 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 acréscimo do stock de passivos comerciais num determinado ano é incluído no saldo orçamental desse ano, visto que aqueles correspondem a compromissos assumidos. No entanto, este endividamento não é incluído na definição de *Maastricht* de dívida pública. Consequentemente, na transição do saldo em contabilidade nacional para a dívida de *Maastricht*, as contas a pagar a fornecedores dão origem a um ajustamento défice-dívida. No final de setembro de 2020, as Administrações Públicas apresentaram um stock de dívida comercial de 2714 M€ (Gráfico 10), o que corresponde a uma descida homóloga de 258 M€. A dívida comercial no final de setembro de 2020 representava cerca de 1,0% da dívida bruta de *Maastricht*. Por subsectores, verificou-se uma diminuição homóloga (85 M€) deste stock na Administração Central para 1714 M€, sendo acompanhada pela descida (173 M€) no conjunto da Administração Regional e Local (para 1000 M€ no final de setembro de 2020).

Gráfico 10 – Passivos não financeiros das Administrações Públicas
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

4 Financiamento da economia portuguesa e dívida externa

37. Os dados da dívida pública, da dívida privada e da dívida externa são indicadores interligadas. 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 parte mais relevante da dívida externa de Portugal foi contraída pelo sector das Administrações Públicas. A Caixa 2 explica os conceitos utilizados neste capítulo. O elevado rácio de dívida pública portuguesa no PIB representa, assim, um condicionamento no financiamento da economia como um todo.

38. Os fluxos acumulados, ano após ano, na capacidade/necessidade de financiamento, aferida pela soma da balança corrente e da balança de capital, são o principal fator explicativo da evolução da Posição de Investimento Internacional (PII) de um país. Os detalhes estão na Caixa 2. Posteriormente, o *stock* da PII pode ser desagregado de diversas formas: por categoria funcional, por tipo de instrumento, por sector institucional ou por moeda de denominação. O saldo para cada categoria funcional, instrumento, sector ou moeda é obtido pela diferença entre ativos e passivos. No caso dos instrumentos, estes podem ser desagregados entre instrumentos de capital e instrumentos de dívida. Nos instrumentos de capital, incluem-se, por exemplo, os títulos representativos da propriedade de empresas (ações), enquanto nos instrumentos de dívida se incluem os empréstimos entre o sector financeiro, os títulos de obrigações emitidos pelas empresas e as obrigações soberanas. Assim, a dívida externa bruta da economia portuguesa encontra-se nos instrumentos de dívida e é obtida pela soma de passivos incluídos nas seguintes três categorias funcionais: investimento direto, investimento de carteira e outro investimento. Consequentemente, a dívida externa líquida é obtida através do saldo (diferença entre ativos e passivos) dos instrumentos de dívida incluídos nessas três categorias funcionais.

39. O peso da dívida externa líquida dentro da PII é elevado no caso da economia portuguesa. A dívida externa é a principal componente da PII; o financiamento externo de Portugal é obtido através de instrumentos de dívida. Por definição, a PII inclui instrumentos de dívida e capital. A sua composição entre instrumentos pode ser alterada ao longo de cada período pelas transações entre detentores destes instrumentos. No limite, pode acontecer aumentar (diminuir) o peso dos instrumentos de dívida na PII por contrapartida da diminuição (aumento) do peso dos instrumentos de capital na PII.

40. Os instrumentos de capital são considerados mais benéficos para o país que se financia do que os instrumentos de dívida, já que são pró-cíclicos com a atividade económica e as perdas num contexto de recessão são partilhadas com os credores. Genericamente, os instrumentos de capital são as ações detidas pelos acionistas das empresas, enquanto os instrumentos de dívida são as obrigações emitidas pelas empresas, 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,⁸ 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".

41. 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.

⁸ Esta afirmação deve ser lida com cautela, pois o universo dos instrumentos de capital é heterogéneo e há fatores de valorização ou depreciação específicos de alguns capazes de os fazer mover em sentido contracíclico. Basta recordar que há segmentos de atividade económica a prosperar em plena pandemia (indústrias dos equipamentos de proteção individual, das entregas ao domicílio e parte do segmento ligado à produção de vacinas), com reflexos na valorização das suas ações.

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”).

4.1 Capacidade/necessidade de financiamento (fluxo)

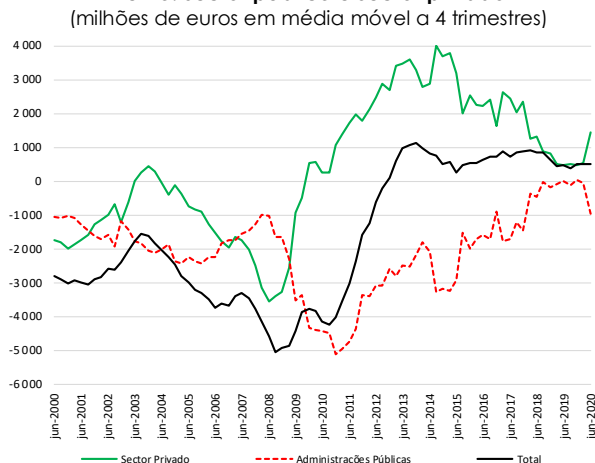
42. Esta secção utiliza como fonte de informação estatística os dados publicados pelo INE no dia 23 de setembro de 2020 relativos às contas nacionais trimestrais por sector institucional. Os dados encontram-se na ótica das contas nacionais. Com efeito, estes dados podem apresentar divergências face à publicação do Banco de Portugal relativa às balanças corrente e de capital, as quais encontram-se medidas na ótica da balança de pagamentos.

43. No ano terminado no 2.º trimestre de 2020 a economia portuguesa apresentou uma capacidade de financiamento medida em 1,0% do PIB. Neste período de quatro trimestres, o sector institucional das Administrações Públicas registou uma necessidade de financiamento (1,9% do PIB), enquanto o sector privado apresentou uma capacidade de financiamento (2,8%). O saldo orçamental das Administrações Públicas reflete a necessidade/capacidade de financiamento deste subsector, o qual também tem efeitos no financiamento da economia nacional como um todo. No ano terminado no 2.º trimestre de 2020, Portugal apresentou capacidade de financiamento de 1986 M€, desagregando-se entre – 3842 M€ no sector institucional das Administrações Públicas e 5827 M€ no sector privado (Gráfico 11). Face ao ano terminado no 2.º trimestre de 2019, verifica-se um resultado próximo para a economia nacional como um todo, mas reflete evoluções opostas entre sectores institucionais: as Administrações Públicas apresentaram uma deterioração, enquanto as Famílias registaram uma melhoria expressiva. Esta evolução oposta entre sectores é determinada pela reação aos impactos e à incerteza decorrentes da pandemia atual COVID-19, *i.e.*, as Administrações Públicas registam genericamente perdas de receita fiscal e aumentos dos apoios às famílias e empresas, enquanto o sector institucional Famílias aumentou a poupança, presumivelmente por motivo de precaução face à elevada incerteza em 2020.⁹ Nesta análise, o sector privado corresponde aos sectores institucionais Famílias, Sociedades Financeiras e Sociedades Não Financeiras.

44. Quanto à decomposição institucional do sector privado, os sectores institucionais Sociedades Financeiras e Famílias registam capacidade de financiamento, sendo que no caso das Famílias verifica-se o valor mais elevado desde o 4.º trimestre de 2013. Em sentido contrário, o sector institucional Sociedades Não Financeiras continua a registar necessidade de financiamento. O sector institucional Famílias apresentou no ano terminado no 2.º trimestre de 2020 capacidade de financiamento (Gráfico 12) no montante de 8280 M€, o que representa uma subida de 5131 M€ face ao ano homólogo. Relativamente às Sociedades Não Financeiras, este sector institucional evidenciou uma necessidade de financiamento no ano terminado no 2.º trimestre de 2020 no valor de 6478 M€, o que reflete uma deterioração homóloga de 113 M€. Quanto à capacidade de financiamento das Sociedades Financeiras, esta situou-se em 4026 M€ no ano terminado no 2.º trimestre de 2020, inferior ao registado no período homólogo em 1077 M€.

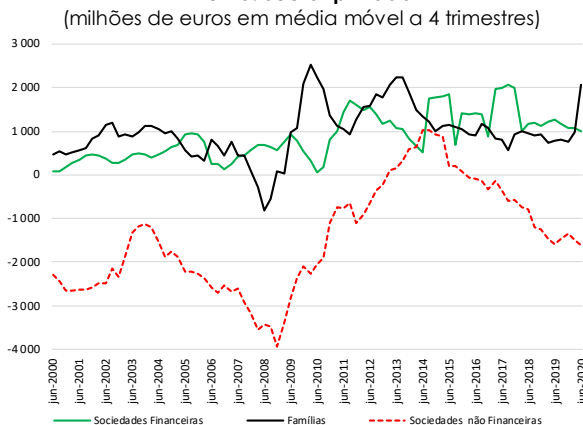
⁹ De referir que o aumento da capacidade de financiamento e da poupança do sector institucional Famílias reflete bastante heterogeneidade entre agregados familiares: uma parte das famílias manteve os rendimentos do trabalho, enquanto outras famílias enfrentaram descida dos rendimentos.

Gráfico 11 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector público e sector privado



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

Gráfico 12 – Capacidade/necessidade de financiamento: sector privado



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

4.2 Posição de Investimento Internacional e dívida externa (stock)

45. Entre o final do 3.º trimestre de 2019 e o final do 3.º trimestre de 2020, verificou-se uma descida da dívida externa em valor nominal, o que contribuiu para uma melhoria da Posição de Investimento Internacional (PII). Contudo, em percentagem do PIB, a evolução foi desfavorável devido à recessão económica em 2020, originando um aumento do rácio da dívida externa e uma deterioração do da PII.

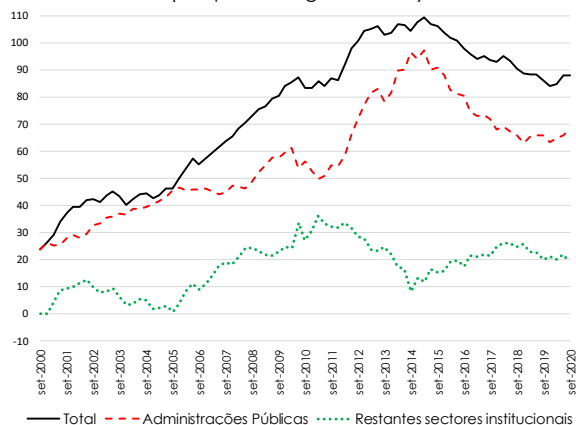
A dívida externa líquida é a principal componente da PII, e os seus instrumentos (todos de dívida) encontram-se dentro das categorias funcionais "investimento de carteira", "investimento direto" e "outro investimento".¹⁰ O rácio entre a dívida externa líquida de Portugal e o PIB aumentou de 86,2% do PIB no final do 3.º trimestre de 2019 para 87,9% no final do 3.º trimestre de 2020 (Gráfico 13). A dívida externa do sector institucional Administrações Públicas aumentou 2,4 p.p. do PIB, situando-se em 68,5% do PIB no 3.º trimestre de 2020.¹¹ Em montante nominal, o valor líquido da dívida externa de Portugal passou de 182,1 mil M€ para 179,7 mil M€ no período em análise. Contudo, observou-se um acréscimo na dívida externa das Administrações Públicas (361 M€), o que foi mais do que compensado pela descida nos restantes sectores institucionais (2,7 mil M€). Com efeito, verificou-se uma evolução negativa da PII em percentagem do PIB, permanecendo fortemente negativa, passando de - 101,2% do PIB no final do 3.º trimestre de 2019 para - 101,8% no final do 3.º trimestre de 2020 (Gráfico 14).¹² De salientar que o sector das Administrações Públicas, que detém a posição negativa mais significativa, manteve o valor nominal praticamente inalterado (- 129,7 M€), pelo que a evolução da PII de Portugal foi determinada pelos restantes sectores institucionais (de 84,2 M€ para 78,3 mil M€). De referir que as fontes de dados utilizadas foram os dados da dívida externa e PII divulgados pelo Banco de Portugal (numerador do rácio) e a série do PIB nominal mais recente divulgada pelo INE (denominador do rácio).

¹⁰ 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".

¹¹ Contudo, de salientar que as instituições financeiras residentes podem obter financiamento externo que, por sua vez, é direcionado para o financiamento do sector institucional Administrações Públicas.

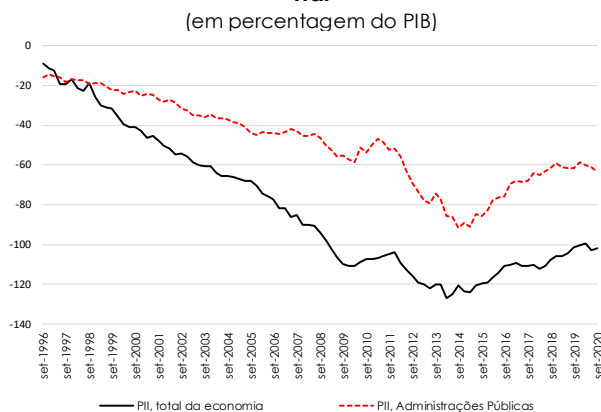
¹² De referir que os valores da PII e da dívida externa líquida incluem títulos de dívida a preços de mercado, enquanto na data de amortização os títulos de dívida terão de ser reembolsados ao valor nominal.

Gráfico 13 – Dívida externa líquida
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Gráfico 14 – 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 de bens e serviços, de rendimentos primários e de rendimentos secundários do mesmo ano — equação (2).

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

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

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 ocorridos 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>