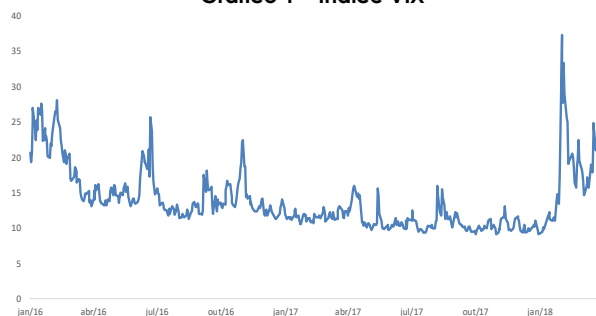


### Condições de mercado

**1 Em março os mercados financeiros mantiveram-se com um nível de volatilidade elevado, após o pico registado no início de fevereiro (Gráfico 1).** Para a persistência dos movimentos de maior aversão ao risco, os participantes de mercado indicaram os receios de uma guerra comercial entre os EUA e os seus parceiros comerciais. Alguns fatores agravaram este sentimento, nomeadamente: i) as notícias de que as autoridades americanas fizeram um conjunto de exigências às autoridades chinesas para reduzir as tarifas cobradas aos produtos americanos e facilitar o acesso ao setor financeiro chinês pelas empresas americanas; ii) a incerteza sobre a eventual inclusão do Canadá e do México na imposição das tarifas alfandegárias à importação de aço e alumínio, caso não exista acordo entre estes países sobre a reformulação da NAFTA.

**2 No mercado acionista, observou-se a queda generalizada das bolsas, em particular devido ao desempenho negativo do setor tecnológico.** Nos EUA, o setor tecnológico foi penalizado pela desvalorização das ações do Facebook, após a denúncia de recolha não autorizada de dados pessoais por parte da Cambridge Analytica, uma empresa contratada durante a campanha presidencial de Donald Trump. Os principais índices acionistas reduziram-se, face ao final de fevereiro, na generalidade dos mercados: Eurostoxx50 -3,1%, S&P500 -2,7%, Footsie100 -2,4% e Nikkei -4,1%.

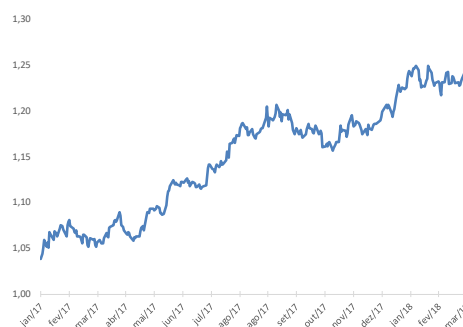
Gráfico 1 – Índice VIX<sup>1</sup>



Fonte: CBOE

**3 No mercado cambial, o euro apreciou-se relativamente à generalidade das moedas, exceto face à libra esterlina.** A libra esterlina apreciou-se, beneficiando do fortalecimento da expectativa de que seja atingido um acordo entre o Reino Unido e os responsáveis da UE para um entendimento sobre a relação futura do país com a UE. O euro apreciou-se 0,9% em relação ao dólar (Gráfico 2). Para este movimento do euro contribuiu o resultado da reunião do BCE.

Gráfico 2 – Cotação do euro-dólar  
(1 euro = x dólares)



Fonte: BCE

**4 Na reunião de política monetária, o Conselho de Governadores do BCE manteve inalteradas as taxas de juro de referência.** Contudo, na sua comunicação, o Presidente do BCE retirou a referência à continuação do enviesamento acomodatório do programa de compras de ativos. Esta alteração deu algum suporte ao euro, embora os ganhos iniciais tenham sido parcialmente revertidos após ter sido mencionado que a inflação permanece ainda baixa e após referências a riscos descendentes devido ao protecionismo e a guerras comerciais. O BCE reviu em alta as previsões para o crescimento da área do euro em 2018 e ligeiramente em baixa a inflação para 2019 (Tabela 1). As restantes projeções mantiveram-se inalteradas.

Tabela 1 – Projeções macroeconómicas para a área do euro  
(taxa de variação anual)

	Projeção do BCE (mar. 2018)			Projeção do Eurosistema (dez. 2017)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Área do euro						
PIB	2,4	1,9	1,7	2,3	1,9	1,7
Inflação	1,4	1,4	1,7	1,4	1,5	1,7

Fonte: BCE.

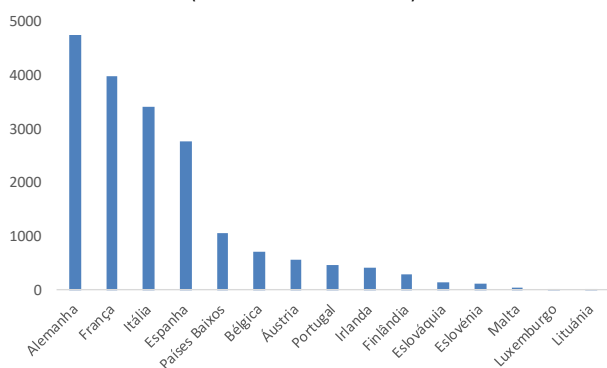
**5 Em março de 2018, as compras de títulos pelo BCE no âmbito do programa alargado de compras de ativos situaram-se em cerca de 30,89 mil M€, em linha com o valor do mês anterior.** Durante o mês de março, as compras líquidas do BCE no âmbito do programa alargado de compra de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*) foram cerca de 30,89 mil M€, o que se encontra em linha com a decisão de política monetária e com o montante de compras do mês anterior. Relativamente ao principal instrumento, o programa de compras do setor público (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*), o montante de compras líquido situou-se em 20,77 mil M€ relativos a títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. O valor de março continua a refletir a decisão de política monetária de 26 de outubro de 2016, que definiu a redução do montante mensal de compras líquidas a partir de janeiro de 2018 de 60 mil M€

<sup>1</sup> O índice VIX mede a volatilidade das opções transacionadas sobre o índice S&P500 e é publicado pelo *Chicago Board Options Exchange*

(CBOE). É um índice utilizado como *proxy* para a aversão ao risco nos mercados financeiros.

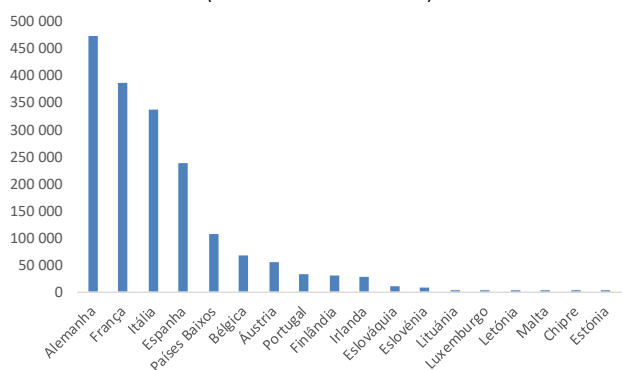
para 30 mil M€. Em termos mensais, as compras no âmbito do PSPP concentraram-se em obrigações de dívida pública da Alemanha, França, Itália e Espanha (Gráfico 3 e Gráfico 4), em linha com os montantes acumulados desde o início do programa em março de 2015. Quanto aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras efetuado pelo BCE situou-se em 462 M€, e o montante acumulado desde o início do programa situou-se em 32 476 M€, sendo a maturidade média dos títulos de 8,14 anos.

**Gráfico 3 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em março de 2018**  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

**Gráfico 4 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início em março de 2015**  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

**6 O Comité de Política Monetária da Reserva Federal dos EUA (FOMC) decidiu, como antecipado, efetuar uma subida de 25 p.b do intervalo da taxa de juro de referência (para 1,5% a 1,75%).** Esta decisão foi tomada de forma unânime, tendo sido justificada com o fortalecimento das perspetivas para a economia nos últimos meses, que deverá continuar a registar um ritmo moderado de expansão. Neste contexto, o FOMC apresentou uma revisão em alta das perspetivas para o crescimento em 2018 e 2019 (para 2,7% e 2,4%, respetivamente).

**7 Nos mercados obrigacionistas da área do euro observou-se uma descida generalizada das taxas de**

**rendibilidade, tendo-se também observado uma redução dos diferenciais relativamente aos títulos alemães (Tabela 2 e Tabela 3).** O sentimento de maior aversão ao risco contribuiu para a descida das taxas de rendibilidade na generalidade dos mercados da área do euro. Algumas decisões das agências de *rating* contribuíram para a diminuição da segmentação deste mercado. A Fitch reafirmou a notação de crédito de Itália em BBB, com perspetiva estável. Em Espanha, as obrigações soberanas beneficiaram da revisão em alta do *rating* soberano de BBB+ para A-, com *outlook* positivo, por parte da S&P. A agência de notação financeira justificou a decisão com a continuidade de um forte desempenho económico, acompanhado por um excedente corrente e consolidação orçamental.

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

	30/dez/15	30/dez/16	30/jun/17	29/set/17	29/dez/17	28/fev/18	29/mar/18	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,5	3,7	3,0	2,4	1,9	2,0	1,6	-0,4	-0,3
Itália	1,6	1,8	2,2	2,1	2,0	2,0	1,8	-0,2	-0,2
Espanha	1,8	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5	1,2	-0,4	-0,4
Irlanda	1,1	0,7	0,9	0,7	0,7	1,1	0,9	-0,2	0,2
França	1,0	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9	0,7	-0,2	-0,1
Bélgica	1,0	0,5	0,8	0,7	0,6	0,9	0,8	-0,2	0,1
Alemanha	0,6	0,2	0,5	0,5	0,4	0,7	0,5	-0,2	0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Tabela 3 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos** (em pontos base)

	30/dez/15	30/dez/16	30/jun/17	29/set/17	29/dez/17	28/fev/18	29/mar/18	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	188	354	255	190	149	132	110	-22	-38
Irlanda	52	54	40	27	24	42	41	-1	17
França	36	48	35	28	36	26	22	-4	-13
Bélgica	34	32	33	26	20	28	27	-2	6
Itália	97	161	169	164	158	132	129	-3	-30
Espanha	114	118	106	114	113	88	66	-22	-47

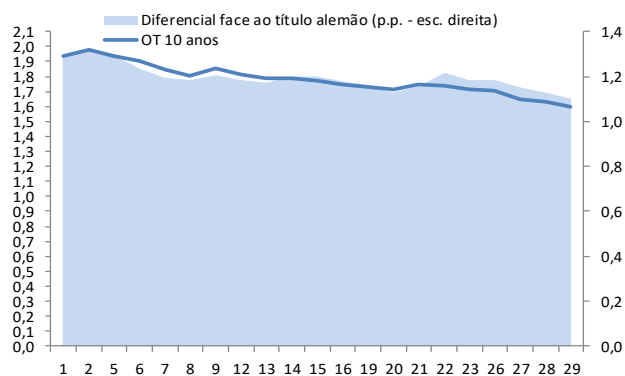
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

**8 Em Portugal, a Standard & Poor's reafirmou a notação de crédito em BBB, com perspetiva estável, não alterando o *rating* atribuído em setembro de 2017.** Neste contexto as taxas de rendibilidade desceram ao longo de toda a curva de rendimentos (Gráfico 5 e Gráfico 6).<sup>2</sup> O Tesouro colocou 975 M€ em títulos com maturidade a 10 anos, tendo obtido uma taxa de rendibilidade média de 1,778% e 292 M€ em títulos com maturidade a 27 anos, à taxa média de 2,8%. Estas taxas situam-se em mínimos históricos nas colocações a estes prazos. Foram ainda colocados bilhetes do tesouro a 6 e a 12 meses, totalizando 1302 M€, com as taxas médias ponderadas a situarem-se em linha com as anteriores colocações.

restantes países, por razões técnicas de montantes transacionados, liquidez e maturidade residual divergente. Adicionalmente, em fevereiro ocorreu uma venda significativa no mercado secundário por parte de um *primary dealer*, o que também afeta de forma pontual o comportamento das taxas de rendibilidade.

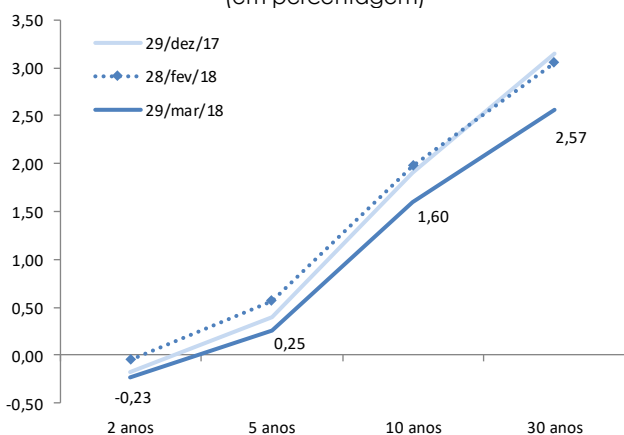
<sup>2</sup>No dia 17 de janeiro registou-se um aumento da taxa de rentabilidade influenciado pela alteração do título de referência com maturidade dez anos (alterado de OT 4,125% 14Abr2027 para OT 2,125% 17Out2028). A alteração do título *benchmark* provoca alguma dificuldade na comparação face aos meses anteriores e aos

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



Fonte: IGCP

**Gráfico 6 – Curva de rendimentos da dívida pública**  
(em percentagem)

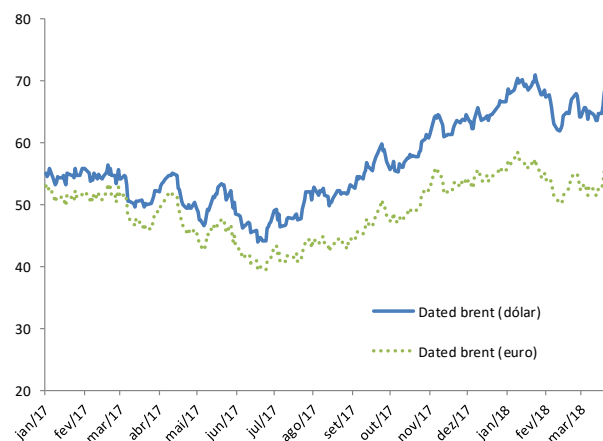


Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rentabilidade dos títulos de dívida benchmark.

**9 A OCDE reviu em alta o crescimento mundial para 3,9%, tanto em 2018 como em 2019.** As anteriores previsões, de novembro de 2017, eram de 3,7% e 3,6%, respetivamente. A organização justifica esta alteração, em parte, com o impulso proporcionado pela reforma fiscal dos EUA, mas, simultaneamente, identifica a possibilidade de uma guerra comercial como um fator de risco descendente destas projeções.

**10 Em março, o preço do petróleo (dated Brent) aumentou, num contexto de notícias de maior restrição da oferta, apesar dos receios de uma menor procura mundial.** Em dólares, a subida do preço do petróleo entre o final de fevereiro e o final de março foi de 4,4%, e de 3,5% em euros (Gráfico 7). As notícias sobre a redução da oferta, nomeadamente a redução da produção da OPEP e a queda inesperada das existências de crude nos EUA contribuíram para a subida do preço do Brent. Por outro lado, a Agência Internacional de Energia considerou que as tarifas propostas pelo governo dos EUA sobre as importações poderão gerar uma guerra comercial com consequências negativas para a procura mundial de petróleo.

**Gráfico 7 – Preço do petróleo (dated Brent)**  
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

## Dívida direta do Estado

**11 Verificou-se um acréscimo das necessidades líquidas de financiamento do Estado justificado, em parte, pela injeção de capital na Infraestruturas de Portugal, S.A..** As necessidades líquidas de financiamento do Estado até fevereiro atingiram os 1440 M€, um valor superior ao registado no período homólogo (977 M€). Este valor reflete a maior despesa líquida com ativos financeiros (718 M€ até fevereiro de 2018, o que compara com -159 M€ no período homólogo), pois o défice orçamental do subsector Estado diminuiu em termos homólogos (de 1135 M€ em fevereiro de 2017 para 722 M€ até fevereiro de 2018).<sup>3</sup> A despesa com ativos financeiros até fevereiro é justificada, sobretudo, pela injeção de capital atribuída à Infraestruturas de Portugal, S.A. (450 M€) e pelo empréstimo a médio e longo prazo concedido ao Metropolitano de Lisboa, E.P.E. (270 M€).

**Tabela 4 – Necessidades líquidas de financiamento**  
(em milhões de euros)

	Jan	Fev	Jan-Fev 2017	2018	Exec. 2017	OE 2018
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>480</b>	<b>960</b>	<b>977</b>	<b>1440</b>	<b>9978</b>	<b>11546</b>
<b>Défice orçamental (sub-setor Estado)</b>	<b>236</b>	<b>486</b>	<b>1135</b>	<b>722</b>	<b>4823</b>	<b>5532</b>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	306	499	596	805	6448	6777
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	306		11	306	1193	4191
<i>Dotações de Capital</i>		497	583	497	5178	2467
<i>Outros</i>		2	1	2	77	119
<i>Receita com ativos financeiros</i>	63	24	754	87	1292	763
<b>Despesa líquida com ativos financeiros</b>	<b>243</b>	<b>475</b>	<b>-159</b>	<b>718</b>	<b>5156</b>	<b>6014</b>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

**12 A emissão de Obrigações do Tesouro a 4 e a 10 anos contribuiu para o aumento da dívida direta do Estado em fevereiro.** No final de fevereiro de 2018, a dívida direta do Estado situou-se em 240,5 mil M€, o que representa um decréscimo de 88 M€ em termos homólogos, o segundo mês consecutivo de queda. Em termos mensais, verificou-se um aumento de 1701 M€ face a janeiro (Tabela 5). O acréscimo mensal deve-se, em parte, à emissão das Obrigações do Tesouro a 4 e a 10 anos no valor de 490 M€ e de 821 M€, respetivamente. Ainda, registou-se um aumento do stock de Bilhetes do Tesouro, resultado da emissão a 3 e a 11 meses no valor de 300 M€ e 800 M€, bem como de Certificados do Tesouro (aumento de 102 M€).

<sup>3</sup> A beneficiar o ano de 2017 encontra-se o reembolso das obrigações de capital contingente por parte do BCP em 700M€.

No sentido contrário, observou-se um decréscimo do stock de CEDIC (866 M€) e dos certificados de aforro (13 M€). A dívida direta do Estado após cobertura cambial atingiu 239,9 mil M€.

**Tabela 5 – Dívida Direta do Estado**  
(stock em final de período, em milhões de euros)

	fev/17	jan/18	fev/18	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	146 287	151 760	153 280	1,0	4,8	63,7	1 520	6 993
Curto prazo	22 556	17 894	18 131	1,3	-19,6	7,5	238	-4 424
Médio e longo prazo	123 731	133 867	135 149	1,0	9,2	56,2	1 282	11 418
Não titulada	27 978	30 853	30 979	0,4	10,7	12,9	127	3 001
Cert. Aforro	12 635	11 930	11 917	-0,1	-5,7	5,0	-13	-718
Cert. do Tesouro	12 066	15 140	15 242	0,7	26,3	6,3	102	3 176
Outra	3 277	3 783	3 820	1,0	16,6	1,6	38	543
Assist. Financeira	66 284	56 147	56 201	0,1	-15,2	23,4	54	-10 083
<b>Total</b>	<b>240 549</b>	<b>238 760</b>	<b>240 460</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>100,0</b>	<b>1 701</b>	<b>-88</b>
Por memória:								
Transaccionável	139 785	147 635	150 020	1,6	7,3	62,4	2 385	10 236
Não Transaccionável	100 764	91 124	90 440	-0,8	-10,2	37,6	-684	-10 324
Euro	221 550	230 539	232 114	0,7	4,8	96,5	1 575	10 564
Não euro	18 999	8 221	8 346	1,5	-56,1	3,5	126	-10 653
Contas margem	2 035	244	282				38	-1 753

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período.

**13 Registou-se uma redução da despesa com juros da dívida pública devido, em parte, ao reembolso antecipado do empréstimo do FMI.** A despesa com juros e outros encargos da dívida pública atingiu até fevereiro 1350 M€, um decréscimo de 3,0% em termos homólogos, o que contrasta com a previsão de crescimento inscrita no OE/2018 (1,4%). Esta diminuição resulta, essencialmente, da despesa com juros provenientes dos empréstimos no âmbito do PAEF que diminuíram de 186 M€ nos dois primeiros meses de 2017 para 77 M€ no período janeiro-fevereiro de 2018, sendo que para tal contribuiu o reembolso antecipado do empréstimo do FMI nos últimos 12 meses no valor de 10 mil M€. Relativamente aos outros instrumentos de dívida, a despesa com juros referentes a OT cifrou-se em 1044 M€ (variação homóloga de 22 M€), tendo atingido 160 M€ nos certificados de Aforro e do Tesouro (decréscimo homólogo de 5 M€).

**Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida**  
(em milhões de euros)

	2017		Execução Jan-Fev		Tvh (%)	execução 2017	objectivo OE/2018
	jan	fev	2017	2018			
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>146</b>	<b>1 167</b>	<b>1 369</b>	<b>1 312</b>	<b>-4,1</b>	<b>7 034</b>	<b>7 129</b>
Bilhetes do Tesouro	-3	0	1	-3	-530,8	2	-36
Obrigações do Tesouro	0	1 044	1 012	1 044	3,1	4 599	4 833
Empréstimos PAEF	26	51	186	77	-58,7	1 567	1 270
Certif. de Aforro e do Tesouro	116	44	165	160	-2,6	669	761
CEDIC/ CEDIM	1	0	3	1	-62,5	18	5
Outros	6	28	3	34	1 142,0	179	296
<b>Comissões</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	<b>37</b>	<b>64,0</b>	<b>93</b>	<b>100</b>
Empréstimos PAEF	0	26	11	26	-	11	26
Outros	9	2	12	11	-6,0	82	74
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>154</b>	<b>1 195</b>	<b>1 391</b>	<b>1 350</b>	<b>-3,0</b>	<b>7 127</b>	<b>7 229</b>
Tvh (%)	-14,7	-1,2		-3,0			1,4
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	0	-3	-1	-3		163	39
Juros e outros encargos líquidos	154	1 192	1 390	1 346	-3,1	7 123	7 268
Tvh (%)	-13,7	-1,6		-3,1			2,0

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**14 Já em março, observou-se a uma nova redução das taxas de juro da dívida pública portuguesa de médio e longo prazo no mercado primário.** No dia 21 de março, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 6 e a 12 meses (Tabela 8). O BT a 6 meses, no valor de 350 M€, registou uma procura que atingiu os 1045 M€, apresentou uma taxa média de colocação de -0,424%. O BT a 12 meses, registou uma procura de 1912 M€, tendo sido colocado 952 M€ a uma taxa média de -0,394%. Em ambos

os casos, a taxa média de colocação foi similar à registada na última emissão de igual maturidade. Relativamente às Obrigações do Tesouro, registou-se dia 14 de março a emissão das OT a 10 e 27 anos, nas linhas OT 2,125% 17out2028 e OT 4,1% 15fev2045, respetivamente (Tabela 7). Na emissão a 10 anos, a procura atingiu 1661 M€, tendo sido colocados 975 M€ a uma taxa média de 1,778%, sendo que na OT a 27 anos, a procura situou-se nos 771 M€, tendo sido emitidos 292 M€ a uma taxa de 2,8%. De salientar que a taxa de colocação da OT a 10 anos foi inferior à da última OT emitida de igual maturidade (2,046%).

**Tabela 7 – Obrigações do Tesouro**  
(em milhares de milhões de euros)

Instrumento	Obrigações de Tesouro	
	out/28	fev/45
Maturidade		
Data da Transacção	14/mar	14/mar
Prazo	10 anos	27 anos
Montante Colocado (M€)	975	292
Montante de Procura (M€)	1 661	771
<b>Taxa média (%)</b>	<b>1,778</b>	<b>2,800</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	fev/18	:
	2,046	:

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Tabela 8 – Bilhetes do Tesouro**  
(em milhares de milhões de euros)

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	set/18	mar/19
Maturidade		
Data da Transacção	21/mar	21/mar
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	350	952
Montante de Procura (M€)	1 045	1 912
<b>Taxa média (%)</b>	<b>-0,424</b>	<b>-0,394</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	jan/18	jan/18
	-0,425	-0,398

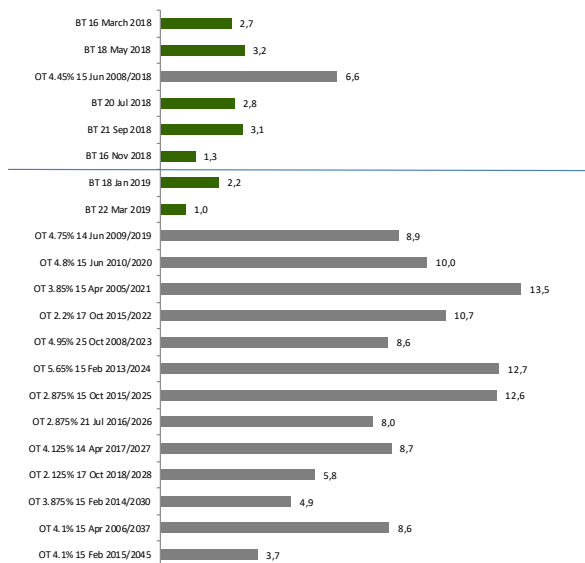
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**15 A República Portuguesa apresentou o programa de financiamento para o 2.º trimestre de 2018.** Para o 2.º trimestre de 2018 encontra-se previsto a emissão de OTs no valor de 1000 M€-1250 M€ por colocação, através de emissões sindicadas ou via leilão, cuja data de emissão depende das condições de mercado. Por outro lado, está previsto a emissão de BT a 3 e 11 meses a 18 de abril (1000 M€-1250 M€), a 6 e a 12 meses no dia 16 de maio (1500 M€-1750 M€) e a 3 e 11 meses a 20 de junho (1000 M€-1250 M€).

**16 Encontra-se previsto a amortização de aproximadamente 25,6 mil M€ em títulos de dívida de médio e longo prazo no período 2018-2020.** Do stock total nominal de dívida pública devido em 31 de março, será necessário amortizar durante o período 2018-2020 um montante aproximado de 25,6 mil M€ em títulos de médio e longo prazo, dos quais 6,6 mil M€ já no mês de junho. Adicionalmente, estão previstas amortizações de Bilhetes

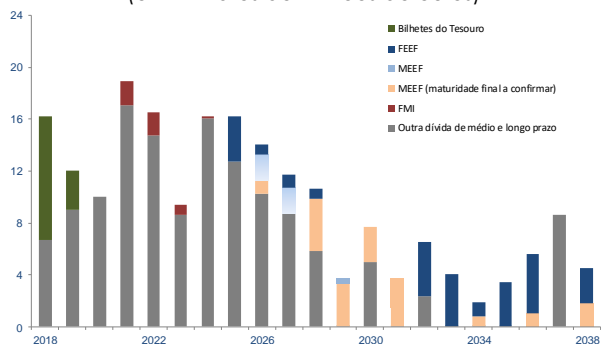
do Tesouro no valor de 13,0 mil M€ em 2018 e de 3,2 mil M€ em 2019 (Gráfico 9 e Gráfico 8).<sup>4</sup>

**Gráfico 8 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro a 31 de março de 2018**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os dados estão ordenados por ordem crescente de maturidade.

**Gráfico 9 – Perfil de amortização**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

<sup>4</sup> De referir que novas emissões de Bilhetes do Tesouro durante 2018 e com maturidade no próprio ano contribuem para o aumento das amortizações deste instrumento de dívida em 2018.