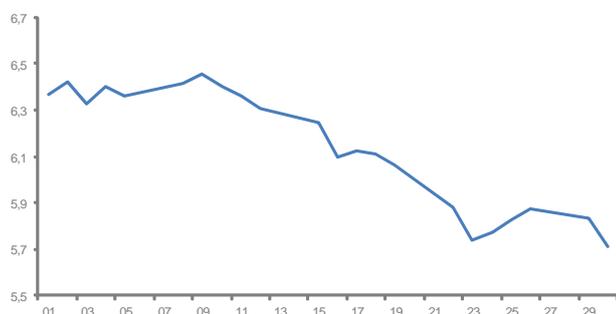


**Condições de mercado**

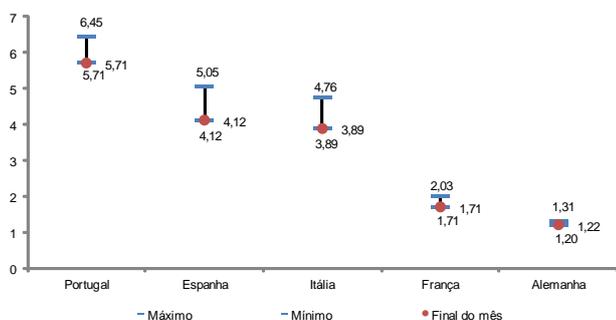
**1 No mês de abril registou-se uma tendência de decréscimo das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa.** A taxa de juro da dívida pública portuguesa a 10 anos fixou-se em 5,7% no fim do mês de abril, uma redução de 0,65 p.p. face ao início do mês (Gráfico 1 e 2). Em termos de spread face à Alemanha, o decréscimo cifrou-se nos 0,6 p.p. (Tabela 1). Relativamente aos juros da dívida portuguesa a 2 anos estes recuaram para mínimos de outubro de 2010. A queda observada nas taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública portuguesa segue a tendência observada nos vários países da periferia da Área Euro.

**Gráfico 1 – Evolução mensal das yields da dívida pública portuguesa no mês de Abril**  
(em pontos percentuais)



Fonte: Bloomberg (online). | Nota: Para títulos de dívida com maturidade a 10 anos.

**Gráfico 2 – Intervalo de variação das yields no mês de março**  
(em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online). | Nota: Para títulos de dívida com maturidade a 10 anos.

**Tabela 1 – Spread de títulos de dívida a 10 anos face à Alemanha**  
(em pontos percentuais)

	31 dez 2009	31 dez 2010	30 dez 2011	30 mar 2012	29 jun 2012	28 set 2012	31 dez 2012	31 jan 2013	28 fev 2013	30 mar 2013	30 abr 2013	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,5	4,7	4,5	3,9	3,5	3,6	3,8	2,9	-0,9	-1,0
França	0,2	0,4	1,3	1,1	1,1	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,5	-0,2	-0,2
Portugal	0,7	3,6	11,5	9,7	8,6	7,6	5,6	4,4	4,9	5,1	4,5	-0,6	-1,1
Irlanda	1,2	5,9	6,6	5,1	4,9	3,7	3,2	n.d.	n.d.	2,9	2,3	-0,6	n.d.
Itália	0,8	1,9	5,3	3,3	4,2	3,7	3,2	2,6	3,3	3,5	2,7	-0,8	-0,5
Grécia	2,4	9,5	29,8	18,8	23,8	17,8	10,4	8,9	9,4	11,0	9,7	-1,3	-0,7

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: O spread refere-se ao diferencial face à Alemanha para títulos de dívida com maturidade a 10 anos. No caso irlandês, foram utilizadas as taxas de rendibilidade da obrigação benchmark a 9 anos dada a inexistência de dívida a 10 anos, excetuando os dados a partir do mês março, no qual foi emitido um novo benchmark de dívida pública irlandesa a 10 anos.

**2 Registou-se uma relativa volatilidade no mercado de dívida pública portuguesa no início do mês.** A decisão do Tribunal Constitucional de considerar inconstitucional um conjunto de normas do OE/2013, num valor aproximado de 1300 M€ em termos líquidos, promoveu, inicialmente, um sentimento de aversão ao risco e uma consequente volatilidade. Após um período inicial de perda de valor, e consequente aumento da taxa de juro, observou-se uma inversão dessa tendência de subida da taxa de juro. Para tal, para além de outros fatores de ordem externa, também poderá ter contribuído o reafirmar por parte das autoridades portuguesas da meta de 5,5% para o défice orçamental em 2013.

**3 A extensão da maturidade média dos empréstimos europeus em 7 anos contribuiu para o bom desempenho da dívida pública portuguesa.** A 12 de abril, o Eurogrupo e o Ecofin acordaram a prorrogação, em 7 anos, das maturidades médias dos empréstimos da U.E. à Irlanda e a Portugal, neste último caso condicional à aprovação da 7.ª avaliação regular do PAEF. Após esta alteração os empréstimos europeus a Portugal passam a ter uma maturidade máxima de 19,5 anos no caso do MEEF e de 22 anos, no caso do FEEF. Segundo o IGCP, a extensão será focada no período 2016-2022 dada a concentração destes empréstimos nesse período (que totaliza um valor aproximado de 22,7 mil M€).

**4 As expetativas quanto à permanência, ou inclusive um aumento, dos estímulos monetários por parte dos vários bancos centrais (FED, BCE, BoJ e BoE)<sup>1</sup> contribuíram para a queda das taxas de rendibilidade.** Os dados menos positivos referentes à economia global conduziram a expetativas de aumento dos estímulos monetários por parte dos diversos bancos centrais. Estas expetativas foram ampliadas aquando da reunião do G20 em 18 de abril. Como resultado, registou-se uma queda da curva de rendimentos nos principais mercados obrigacionistas, tendo no caso da dívida alemã a 2 anos atingido, inclusive, valores negativos. As taxas de rendibilidade da dívida soberana portuguesa também acabaram por beneficiar da descida.

**5 O sucesso das emissões de títulos de dívida pública espanhóis e italianos de médio e longo prazo contribuiu para uma melhoria do sentimento económico.** A emissão de títulos de dívida soberana espanhola e italiana, a taxas de juro inferiores às de emissões anteriores, conduziu a um sentimento positivo referente à crise de dívida pública da zona euro. Para o mesmo sentimento também terá contribuído a nomeação de um governo de coligação em Itália que veio pôr fim a dois meses de impasse político. Por efeito contágio, ter-se-á registado uma redução de aversão ao risco face à dívida pública portuguesa.

**6 O governo espanhol apresentou o Plano de Estabilidade e Crescimento 2013-16, o qual reviu em alta os objetivos do défice orçamental para 2013.** O PEC 13/16 apresentado pelo governo espanhol à Comissão Europeia projeta uma contração do PIB espanhol em 1,3% para 2013 e um défice

<sup>1</sup> Os Bancos Centrais em causa resumem-se, sobretudo, à Reserva Federal norte-americana (FED), ao Banco Central Europeu (BCE), ao Banco da Inglaterra (BoE) e Banco do Japão (BoJ).

orçamental de 6,3% do PIB, uma revisão em alta face aos 4,5% do PIB anteriormente designado como objetivo. Apesar disso, não se registaram alterações substanciais na tendência de decréscimo da taxa de rendibilidade da dívida pública espanhola. Concretamente, abril foi o oitavo mês consecutivo de queda, alcançando a taxa de rendibilidade a 10 anos um nível de 4,12% no final do mês, o valor mais baixo desde outubro de 2010.

**7 Ainda em março, decisores de política económica, defenderam a adoção de um Programa Cautelar por parte de Portugal, após o PAEF.** Este Programa, não sendo um programa de assistência financeira, é um programa condicional de acompanhamento das políticas económicas que visa garantir o cumprimento do Pacto Orçamental, que inclui a regra de equilíbrio de saldo orçamental e a regra de redução da dívida pública. A este programa vem associado uma linha de crédito de reserva, que pode ser utilizada para superar perturbações temporárias no financiamento do mercado de dívida de forma a atenuar as fragilidades que decorrem de um acesso isolado ao mercado.

#### Movimento da dívida direta do Estado<sup>2</sup>

**8 O stock da dívida direta do Estado aumentou no 1.º trimestre face aos três meses anteriores.** A dívida direta do Estado fixou-se no final do 1.º trimestre nos 199 676 M€ (Tabela 2), um aumento de 5128 M€ (2,7%) face a dezembro de 2012, permanecendo a tendência de subida observada na última década (Gráfico 3). Para tal contribuíram as verbas recebidas no âmbito da 7.ª *tranche* do PAEF, nomeadamente 800 M€ provenientes do FEEF e 835 M€ do FMI, a emissão de 2,5 mil M€ em Obrigações de Tesouro a 5 anos, através de uma operação sindicada, no dia 23 de janeiro, e o acréscimo de 779 M€ em Bilhetes de Tesouro.

**Tabela 2 – Dívida Direta do Estado<sup>3</sup>**  
(stock em final de período, em milhões de euros)

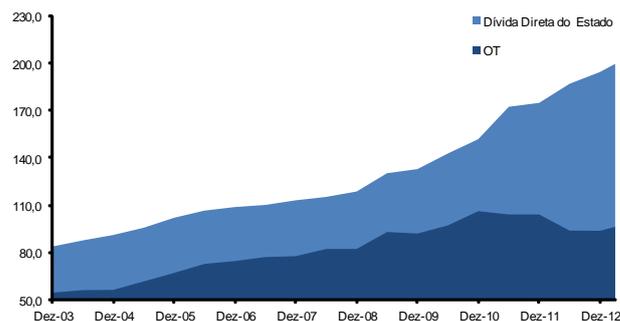
	Mar-12	Dez-13	Mar-13	Variação (%)		
				trimestral	homóloga	peso (%)
<b>Titulada</b>	126 233	119 840	123 259	2,9	-2,4	61,7
Curto prazo	18 911	24 360	25 312	3,9	33,8	12,7
Médio e longo prazo	107 322	95 479	97 947	2,6	-8,7	49,1
<b>Não titulada</b>	14 026	11 665	11 664	0,0	-16,8	5,8
Cert. Aforro	10 705	9 669	9 693	0,2	-9,5	4,9
Cert. do Tesouro	1 346	1 416	1 407	-0,6	4,5	0,7
Outra	1 975	580	564	-2,7	-71,4	0,3
Assist. Financeira	39 812	63 013	64 753	2,8	62,6	32,4
<b>Total</b>	<b>180 071</b>	<b>194 519</b>	<b>199 676</b>	<b>2,7</b>	<b>10,9</b>	<b>100,0</b>
Por memória:						
Transaccionável	121 749	115 280	117 867	2,2	-3,2	59,0
Não Transaccionável	58 322	79 239	81 810	3,2	40,3	41,0
Euro	162 648	171 444	175 704	2,5	8,0	88,0
Não euro	17 423	23 075	23 972	3,9	37,6	12,0

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os stocks (incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF), encontram-se valorizados em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

<sup>2</sup> A informação mais recente sobre a dívida pública respeita ao mês de março e corresponde apenas à dívida direta do Estado, a qual constitui um subconjunto do universo da dívida das administrações públicas na ótica de *Maastricht*.

<sup>3</sup> O montante, em valor nominal, recebido no âmbito do PAEF representa 32,4% do total da Dívida Direta do Estado. O montante em dívida às instituições FMI/U.E. no âmbito do PAEF corresponde a um total de 64,7 mil milhões de euros, valor inferior ao valor de encaixe. Esta diferença deve-se, por um lado, à diferença entre o valor nominal e de encaixe no caso dos empréstimos da UE e por outro à depreciação do euro face à moeda na qual os empréstimos do FMI estão determinados.

**Gráfico 3 – Evolução da Dívida Direta do Estado**  
(em milhares de milhões de euros)

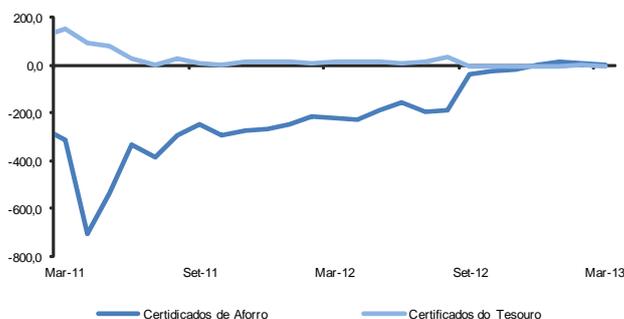


Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**9 Em termos mensais, a posição de dívida direta do Estado diminuiu ligeiramente em março face a fevereiro.** Verificou-se uma queda de 519 M€ em termos mensais. Tal deveu-se, sobretudo, à amortização líquida de Bilhetes de Tesouro (681 M€), apesar do aumento das responsabilidades face ao FMI (307 M€) fruto da depreciação do euro (os empréstimos do FMI no âmbito do PAEF estão denominados em DSE - direitos de saque especiais).

**10 No mês de março, registou-se um decréscimo líquido da posição quer de Certificados de Aforro, quer dos Certificados de Tesouro.** A posição de Certificados de Aforro no final de março situou-se nos 9 693 M€, uma redução ligeira face ao mês anterior (1,7 M€), interrompendo o ligeiro aumento registado nos últimos três meses. Também o stock de Certificados de Tesouro diminuiu, fixando-se nos 1 407 M€ (Gráfico 4 e Gráfico 5), queda que se observa desde setembro último, na sequência da suspensão das subscrições desde outubro de 2012.

**Gráfico 4 – Subscrição líquida de Certificados de Aforro e de Tesouro** (em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**11 Foi pago em março o primeiro cupão relativo a três empréstimos provenientes do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira.** De acordo com a Síntese de Execução Orçamental de março DGO, a despesa do Estado com "juros e outros encargos" da dívida pública perfaz 684 M€ nos primeiros três meses do ano (Tabela 3). Em março registou-se um aumento de 248 M€ face ao mês de fevereiro. Este acréscimo deveu-se, sobretudo, ao pagamento de juros relacionado com os empréstimos do PAEF (194 M€) e com Bilhetes de Tesouro (72 M€).

**Tabela 3 – Encargos da Dívida Direta do Estado por instrumento**  
(em milhões de euros)

	Jan-13 a	
	Mar-13	Por memória: Total 2012
<b>1. Juros da dívida pública</b>	<b>671</b>	<b>6 735</b>
Bilhetes do Tesouro	179	572
Obrigações do Tesouro	225	4 657
Empréstimos PAEF	370	1 081
Certificados de Aforro e Tesouro	83	303
CEDIC/CEDIM	9	58
Juros recebidos de aplicações	-46	-285
Outros	-148	350
<b>2. Comissões</b>	<b>13</b>	<b>114</b>
Empréstimos PAEF	6	89
Outros	7	25
<b>Total (1+2)</b>	<b>684</b>	<b>6 849</b>

Fonte: IGCP. | Nota: Valores relativos ao subsector Estado.

**12 Os empréstimos recebidos desde o início do Programa de Assistência Económica e Financeira totalizaram 63,3 mil M€ (ao valor de encaixe) no fim do mês de abril.** Durante o mês de abril não se registou nenhum desembolso adicional ao abrigo do PAEF. Neste sentido, foram recebidos 63,3 mil M€ (ao valor de encaixe) dos quais 44,1 mil M€ provenientes da U.E. (22,0 do MEEF e 19,1 mil M€ do FEEF) e 22,2 mil M€ proveniente do FMI (Tabela 4). A conclusão da 7.ª avaliação regular efetuada no âmbito do PAEF permitirá o desembolso de aproximadamente 2,0 mil M€ (1,3 mil M€ da U.E. e de cerca de 0,7 mil M€ do FMI).

**Tabela 4 – Desembolsos no âmbito do PAEF**  
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	2011		2012		2013		Total recebido
	Executado	Executado	Até 31-Mar	Previsto*			
<b>TOTAL</b>	<b>34,2</b>	<b>27,5</b>	<b>1,6</b>	<b>10,1</b>			<b>63,3</b>
FMI	13,1	8,2	0,8	3,6			22,2
U.E.	21,1	19,3	0,8	6,5			41,1
MEEF	14,1	7,9	0,0	1,6			22,0
FEEF	7,0	11,3	0,8	4,9			19,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (\*) Previsão que consta no relatório do OE/2013; o montante total já recebido difere do indicado na Tabela 2 porque não inclui a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, as mais/menos valias e variações cambiais.

**13 A emissão de Bilhetes de Tesouro a 12 meses efetuada no mês de abril registou uma taxa de juro ponderada superior à anteriormente efetuada com a mesma maturidade.**<sup>4</sup> No dia 17 de abril efetuaram-se dois leilões de Bilhetes de Tesouro (a 3 e a 12 meses), tendo sido colocado um total de 2 319 M€ (ao valor nominal) (Tabela 5 e Gráfico 5). Na fase competitiva a colocação foi de 1 750 M€, o que iguala o montante máximo indicativo para os respetivos leilões. A emissão a 18 meses (2 013 M€ no total, dos quais 1 500 M€ na fase competitiva) registou uma forte procura, sendo a taxa de juro média ponderada de 1,394%. No entanto, a taxa de juro foi superior à obtida na emissão anteriormente efetuada com a mesma maturidade (1,277%). Ao invés, a taxa de juro da emissão de Bilhetes de Tesouro a 3 meses foi inferior à registada na emissão efetuada em março também a 3 meses. De registar que foi a primeira emissão após o acórdão do Tribunal Constitucional referente ao OE/2013.

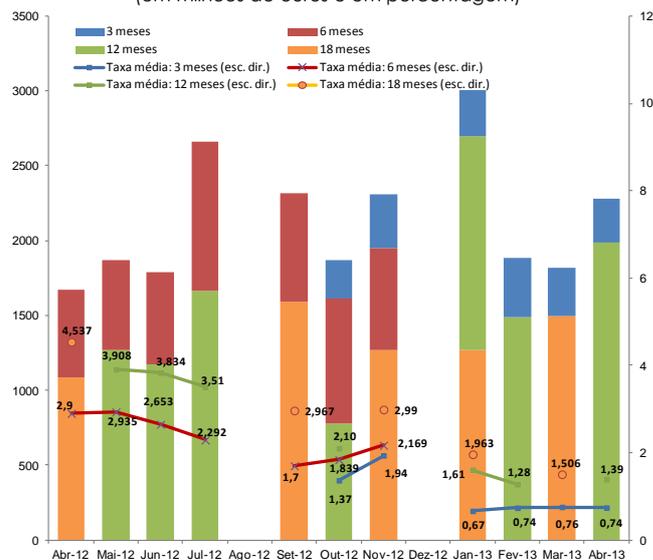
<sup>4</sup> Em maio, realizaram-se duas novas emissões de BT a 6 e a 12 meses, tendo sido colocado na fase competitiva 500M€ e 1,250 M€, respetivamente. A taxa de juro média na emissão a 12 meses foi 1,232% e de 0,811% a 6 meses. Também se registou em maio, a primeira emissão de OT a 10 anos desde janeiro de 2011, num montante de 3,0 mil M€ a uma taxa de 5,7%.

**Tabela 5 – Emissões brutas de dívida pública em abril**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jul-13	Abr-14
Maturidade		
Data da Transacção	17-Abr	17-Abr
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	296	2 013
Montante de Procura (M€)	1.206	3 084
<b>Taxa média (%)</b>	<b>0,743</b>	<b>1,394</b>
Emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Mar-13	Fev-13
	0,757	1,277

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: Os montantes encontram-se ao valor nominal e incluem alocações em fase competitiva e não competitiva.

**Gráfico 5 – Emissões de Bilhetes de Tesouro e respetivas taxas de juro médias nos últimos 12 meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)

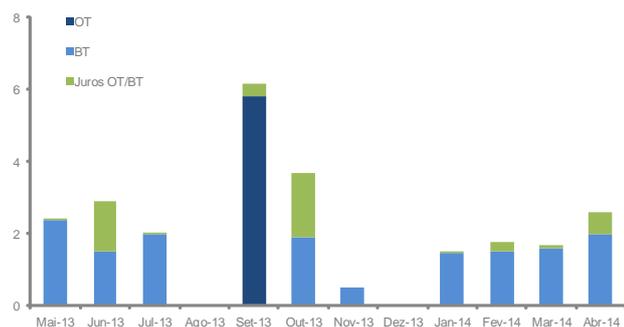


Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os montantes encontram-se ao valor nominal e incluem alocações em fase competitiva e não competitiva; em março de 2012, a barra/linha azul corresponde a uma emissão com maturidade de 4 meses.

**14 Nos próximos doze meses, as necessidades brutas de financiamento decorrentes da amortização da dívida (viva), incluindo juros, deverão ascender a 26,5 mil M€<sup>5</sup>.** Tal é explicado, sobretudo, pela maturação no mês de setembro da Obrigação de Tesouro (OT 5,45% Set 98/2013), cujo montante vivo se encontra nos 5,8 mil M€, e de Bilhetes de Tesouro no valor de 14,7 mil M€. Por outro lado, é previsto o pagamento de 4,6 mil M€ em juros (Gráfico 6). Saliente-se ainda a maturação de 1,3 mil M€ de papel comercial e de 0,2 mil M€ de MTNs (valores mobiliários representativos de dívida de médio prazo de colocação privada).

<sup>5</sup> Este valor seria superior se não tivesse sido realizada uma troca de OT (3,75 mil M€), cuja amortização passou para o ano de 2015. Também se encontra já incluída a emissão de BT a 6 meses de 15 de maio no valor de 500 M€.

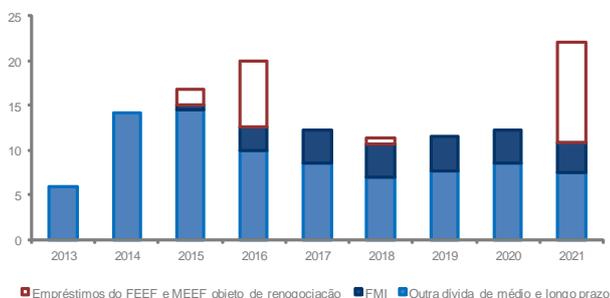
**Gráfico 6 – Amortização da dívida e pagamento de juros nos próximos 12 meses de OTs e BTs**  
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Valores à data de fecho de 31 de março de 2013, atualizados com as emissões de abril; o valor a amortizar em setembro de 2013 já não inclui o montante resultante da oferta de troca de OT (3,75 mil M€); o gráfico não inclui acordos de recompra ("Repos"); consideraram-se apenas as amortizações relativas ao stock da dívida viva (e após swaps).

**15 Até ao final de 2016, a amortização do stock (vivo) de dívida de médio e longo prazo deverá atingir 47,6 mil M€.** No ano corrente, a amortização de dívida de médio e longo prazo ascenderá a 5,9 mil M€ (Gráfico 7). Por sua vez, a dívida a vencer em 2014 atingirá 14,1 mil M€, e, em 2015, 15 mil M€. Por outro lado, entre 2016 e 2021 encontra-se prevista uma elevada concentração de amortizações (70,0 mil M€). A extensão adicional da maturidade dos empréstimos europeus em 7 anos permitirá reduzir o valor de amortizações em 19,2 mil M€ durante este mesmo período (2016 a 2021) (Gráfico 7), possibilitando um alongamento do programa de amortizações.<sup>6</sup>

**Gráfico 7 – Amortização de dívida até 2021**  
(em milhares de milhões de euros)



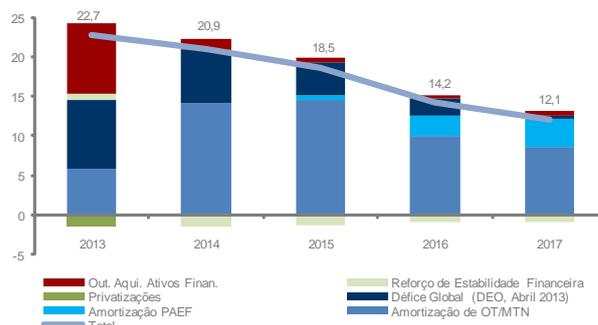
Fonte: IGCP

**16 De acordo com o IGCP, as necessidades de financiamento para 2013 situam-se em 22,7 mil M€ (Gráfico 8).** Estas necessidades encontram-se asseguradas através de pré-financiamento do ano anterior (15 mil M€), bem como por financiamento do ano corrente, concretamente via PAEF (10,1 mil M€), Obrigações de Tesouro (incluindo a oferta de troca) (5,4 mil M€), Bilhetes de Tesouro (2,4 mil M€ em termos líquidos) e Certificados de Tesouro e Aforro (0,1 mil M€ em termos líquidos). Para 2014, dos 20,9 mil M€ esperados de necessidades de financiamento do Estado (Tabela 6), 12,7 mil M€ já se encontram satisfeitas (3,9 mil M€ provenientes de depósitos – pré-financiamento do ano anterior menos

<sup>6</sup> Note-se que os prazos médios dos empréstimos europeus foram inicialmente fixados em 7,5 anos, tendo sido prolongados para o dobro em julho de 2011. Já em abril de 2013 foi aprovado um aumento da maturidade média destes empréstimos em 7 anos por parte do Eurogrupo e Ecofin, condicional à avaliação positiva da 7.ª revisão do PAEF.

depósitos cativos para reforço da estabilidade financeira - e 8,0 mil M€ provenientes do PAEF) (Tabela 6).

**Gráfico 8 – Necessidades de Financiamento do Estado**  
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP. | Nota: Para o cálculo do défice global, utilizaram-se os dados inscritos no DEO 2013-17; as "outras aquisições de ativos financeiros" inclui refinanciamento de outras entidades públicas reclassificadas dentro do perímetro das Administrações Públicas (AP), não se traduzindo por isso num aumento da dívida das AP.

**Tabela 6 – Necessidades de Financiamento do Estado**  
(milhares de milhões de euros)

	2013p	2014p	2015p	2016p
<b>Necessidades de financiamento do Estado</b>	<b>22,7</b>	<b>20,9</b>	<b>18,5</b>	<b>14,2</b>
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>16,9</b>	<b>6,7</b>	<b>3,5</b>	<b>1,6</b>
Défice global *	8,6	6,7	4,3	2,1
Reforço da estabilidade financeira	0,8	-1,5	-1,3	-1,0
Outras aquisições de ativos financeiros **	9,0	1,5	0,5	0,5
Privatizações (-)	-1,5	0,0	0,0	0,0
<b>Amortizações MLP</b>	<b>5,8</b>	<b>14,2</b>	<b>15</b>	<b>12,6</b>
OT/MTN	5,8	14,2	14,5	9,9
PAEF			0,5	2,7
<b>Fontes de financiamento do Estado</b>	<b>33,0</b>	<b>27,3</b>	<b>24,9</b>	<b>20,6</b>
Pré-financiamento do ano anterior	15	10,3	6,4	6,4
<b>Financiamento do ano corrente</b>	<b>18,0</b>	<b>17</b>	<b>18,5</b>	<b>14,2</b>
PAEF	10,1	8,0		
OT (incl oferta de troca)	5,4			
Rollover MTN				
BT (líquido)	2,4			
CA/CT (líquido)	0,1			
Outros (líquido)				
<b>Necessidades por financiar</b>	<b>-</b>	<b>9,0</b>	<b>18,5</b>	<b>14,2</b>
<b>Necessidades por financiar (acumulado)</b>				
<b>Saldo de tesouraria no final do ano</b>	<b>10,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>
dos quais: dep. cativos para reforço da estabil. financ.	6,4	6,4	6,4	6,4

Fonte: IGCP | Nota: (\*) Déficit das Administrações Públicas (AP) em Contas Nacionais no DEO 2013-2017. (\*\*) Inclui refinanciamento de outras entidades públicas reclassificadas dentro do perímetro das AP, não se traduzindo por isso num aumento da dívida das AP. p: previsão