

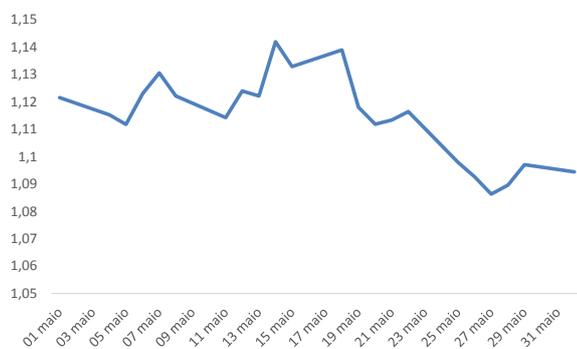
## Condições de mercado

**1 O mês de maio foi caracterizado pela subida dos preços nos principais mercados acionistas, em contraste com descidas de preços nos mercados obrigacionistas.** Estes movimentos foram associados pelos participantes do mercado à redução de posições nos mercados obrigacionistas, tendo em conta os baixos níveis de cupão em diversos mercados, como por exemplo o alemão, e operações de *stop loss* por parte de muitos investidores, que apostavam numa maior descida de *yields* em resultado do programa de compras do BCE. O aumento da volatilidade, num contexto em que a liquidez de alguns títulos se reduziu devido ao aumento da procura na sequência das compras por parte do BCE e de investidores de mais longo prazo (como fundos de pensões e seguradoras), tornou os investidores mais cautelosos, procurando agora maior rendimento para o risco em que incorrem. O movimento de saída dos mercados obrigacionistas estendeu-se aos mercados dos EUA e Japão.

**2 Os dados de final do mês de maio, face ao final do mês anterior,** revelam uma valorização do índice europeu Euro Stoxx50 de 2,8%, uma valorização mais expressiva no mercado nipónico com o Nikkei 225 a subir 5,3% e, em menor dimensão, a valorização do S&P500 e do DJ Industrials em 1%. As taxas de rendibilidade a 10 anos dos títulos de dívida pública aumentaram 12 pontos base (p.b.) na Alemanha, 7 p.b. nos EUA e 5 p.b. no Japão.

**3 Na área do euro, o euro depreciou-se face à generalidade das moedas com a exceção do iene.** Após a apreciação no início do mês, o euro retomou a tendência de depreciação (Gráfico 1), na sequência dos comentários do membro da Comissão Executiva do BCE, B. Coveré, que indicou que o Eurosistema poderá realizar um *frontloading* no programa de compra de ativos durante os meses de maio e junho. Isto é, nestes meses o BCE poderá ultrapassar ligeiramente o objetivo mensal de 60 mil M€ de compras de ativos a realizar, antecipando a menor liquidez tipicamente verificada nos meses de verão (meados de julho e agosto). No sentido da depreciação contribuíram também os receios sobre a situação grega, em particular com a aproximação do final do mês intensificaram-se as preocupações sobre a capacidade de financiamento da economia.

Gráfico 1 – Cotação do euro-dólar



Fonte: BCE.

**4 A Comissão Europeia reviu em alta a previsão de crescimento para 2015 da área do euro de 1,3% para 1,5%, impulsionado pelos estímulos monetários, pela depreciação do euro e pela queda do preço do petróleo.** Destacam-se as revisões em alta do crescimento do PIB na Alemanha e na Espanha para 2015. Na Alemanha a revisão foi de 0,4 p.p. esperando-se um crescimento de 1,9% e, em Espanha a previsão é de um crescimento de 2,8%, aumentando 0,5 p.p. face à anterior projeção. No que respeita à inflação da área do euro, a Comissão reviu a previsão de deflação para um ligeiro aumento dos preços em 2015 (0,1%) e um aumento mais expressivo de 1,5% em 2016.

**5 Nos EUA, a divulgação de dados económicos mais fracos que o esperado veio dar suporte à perspetiva de que a Reserva Federal poderá esperar para iniciar o processo de normalização das taxas de juro.** O *staff* da Reserva Federal de Nova Iorque reviu em baixa as suas previsões de crescimento para a economia americana, esperando que se situe em 2,4% para o resto de 2015 e 2016 (a previsão de maio de 2014 para 2015 era 3,5%). Esta revisão surge após o desempenho fraco no 1º trimestre de 2015 e reflete o impacto de uma maior contenção nas despesas dos consumidores e um menor investimento, em particular no setor energético, dado o baixo preço do petróleo. Também a divulgação dos dados das vendas a retalho, que estagnaram em abril, contrariando expectativas de um crescimento moderado, vieram dar suporte à perspetiva de que a Reserva Federal poderá esperar para iniciar o processo de normalização das taxas de juro. No final do mês de maio, face ao final do mês anterior, não se registam alterações nos futuros dos *fed funds*, pelo que permaneceram sem alterações as expectativas dos investidores sobre a decisão de política monetária.

**6 A divulgação da ata da reunião de 28-29 de abril do FOMC foi de acordo com o esperado.** Os membros do comité consideraram que o crescimento fraco do 1.º trimestre de 2015 foi devido a fatores transitórios – designadamente, as condições climatéricas adversas e a greve dos portos da costa oeste do país – e que subsistem efeitos sazonais nos dados oficiais, que tipicamente implicam taxas de crescimento inferiores no início do ano, compensadas por maiores no restante. No entanto, alguns membros manifestaram-se mais pessimistas em relação à recuperação da economia, contribuindo para descida das taxas de rendibilidade dos *US-Treasuries*. Contudo, o movimento no final do mês foi de subida das taxas de rendibilidade, em grande medida influenciadas pelo movimento ocorrido na Europa.

**7 Nos mercados obrigacionistas europeus verificou-se nova subida das taxas de rendibilidade.** A curva de rendimentos da área do euro registou um aumento acentuado da inclinação, com uma subida das taxas de rendibilidade mais expressiva nos prazos mais longos. Este efeito foi também observado na curva de rendimentos em Portugal (Gráfico 2). As *yields* a 10 anos na Alemanha situaram-se no final do mês em 0,49%, após registarem grande volatilidade ao longo do mês (Tabela 1). O movimento de subida expressiva de *yields* foi atenuado após as declarações de B. Coveré e após comentários de alguns participantes de mercado no sentido de considerarem que a redução de posições que os

investidores estão a efetuar nas carteiras esteja quase completa.

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

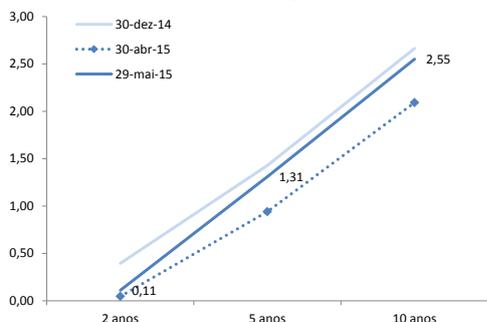
	28-dez-12	31-dez-13	30-dez-14	27-fev-15	31-mar-15	30-abr-15	29-mai-15	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	6,9	6,0	2,7	1,8	1,7	2,1	2,5	0,5	-0,1
Itália	4,5	4,1	1,9	1,3	1,2	1,5	1,8	0,3	0,0
Espanha	5,2	4,1	1,6	1,3	1,2	1,5	1,8	0,4	0,2
Irlanda	-	3,4	1,2	0,9	0,7	0,9	1,2	0,3	-0,1
França	2,0	2,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,8	0,2	0,0
Bélgica	2,0	2,5	0,8	0,6	0,4	0,6	0,8	0,2	0,0
Alemanha	1,3	1,9	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5	0,1	-0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**8 No mercado obrigacionista primário, as emissões foram bem sucedidas, mas registaram-se subidas das taxas de rendibilidade em alguns países.** A Irlanda colocou 750 M€ de títulos a 7 anos, com a taxa de rendibilidade de 0,81%. Com esta emissão, a Irlanda concretizou já cerca de 2/3 do financiamento previsto para 2016, estando o financiamento para 2015 já completo. O governo alemão colocou títulos a 10 anos com a taxa de rendibilidade de colocação a subir pela primeira vez desde janeiro de 2014 (0,65%, face a 0,13% no anterior leilão). A França emitiu 1,36 mil M€ de títulos a 6 anos, com *yield* médio de 0,38%, e Espanha emitiu 1,35 mil M€ a 5 anos com *yield* médio de 0,64%. A Bélgica emitiu títulos com diversos prazos de vencimento, entre os quais se destaca uma emissão a 10 anos com *yield* médio de 0,939%, que compara com 0,343% numa operação similar a 20 de abril.

**9 Em Portugal, o IGCP realizou uma emissão de 1,5 mil M€ em Bilhetes do Tesouro a 6 e 12 meses, tendo obtido pela primeira vez taxa de rendibilidade negativa no prazo de vencimento a 6 meses.** Colocou ainda 1000 M€ de Obrigações do Tesouro com vencimento em 2021, com *yield* inferior ao da emissão anterior com prazo comparável (1,55% face a 1,82%).

**Gráfico 2 – Curva de rendimentos da dívida pública**  
(em percentagem)



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

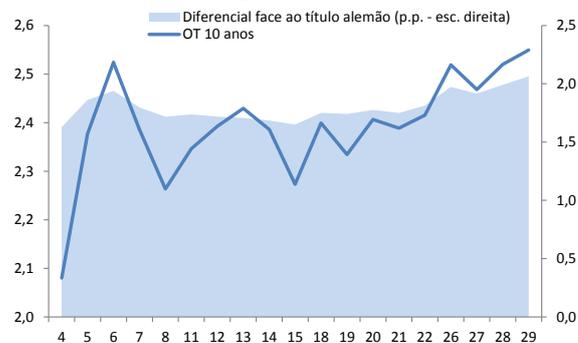
**10 Nos mercados obrigacionistas dos países periféricos da área do euro assistiu-se a um aumento dos spreads nos prazos intermédios e longos, mais pronunciado do que nos prazos mais curtos onde até se reduziram em alguns países.** Nos títulos a 10 anos verificou-se um aumento de spreads, sobretudo em Portugal, Espanha e Itália (Tabela 2). Em Espanha o movimento de subida foi reforçado com os resultados das eleições regionais e municipais. Estes resultados penalizaram também o índice bolsista de referência de Madrid (IBEX). Em Portugal, a maior subida verificou-se na segunda metade do mês, num movimento associado aos receios sobre a situação da Grécia (Gráfico 3).

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

	28-dez-12	31-dez-13	30-dez-14	27-fev-15	31-mar-15	30-abr-15	29-mai-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	5,6	4,1	2,1	1,5	1,5	1,7	2,1	0,3	-0,1
Irlanda	-	1,5	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,1	0,0
França	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Bélgica	0,7	0,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Itália	3,2	2,2	1,3	1,0	1,1	1,1	1,4	0,2	0,0
Espanha	3,9	2,2	1,1	0,9	1,0	1,1	1,3	0,2	0,3

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 3 – Evolução diária em maio da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa**  
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

**11 Durante o mês de maio, a Grécia realizou o pagamento de juros ao FMI no montante de 200 M€ e uma amortização de 750 M€, mas mantiveram-se receios quanto aos pagamentos futuros.** No início do mês, a 7 de maio, num comunicado conjunto, a Comissão Europeia, o BCE e o FMI reiteraram o objetivo de apoiar a Grécia a obter estabilidade financeira e crescimento económico. A 12 de maio foi efetuado o pagamento previsto ao FMI, no montante de 750 M€, mas o país recorreu à utilização da sua conta de reserva junto do FMI. Esta situação, em conjunto com declarações de responsáveis gregos sobre as dificuldades financeiras do país, reforçou os receios de incumprimentos futuros, estando cerca de 1600 M€ a vencer em junho. Neste contexto surgiram ainda rumores de que o Eurogrupo pretende prolongar o atual programa de assistência, caso seja obtido um acordo com os responsáveis gregos.

**12 Relativamente à Grécia, o Conselho de Governadores do BCE aprovou o aumento do limite máximo de provisão de liquidez aos bancos gregos através do programa ELA (Emergency Lending Assistance) para 80,2 mil M€.**<sup>1</sup> Este programa foi, contudo, criticado pelo presidente do Bundesbank, J. Weidmann, afirmando que a cedência de liquidez neste âmbito viola os tratados europeus, uma vez que os fundos obtidos por esta via são utilizados para a compra de títulos do governo que não têm, no momento, acesso aos mercados. Por outro lado, a imprensa alemã noticia que o BCE deverá manter a cedência de liquidez aos bancos gregos, através da ELA, mesmo numa eventual situação de incumprimento da Grécia aos credores internacionais.

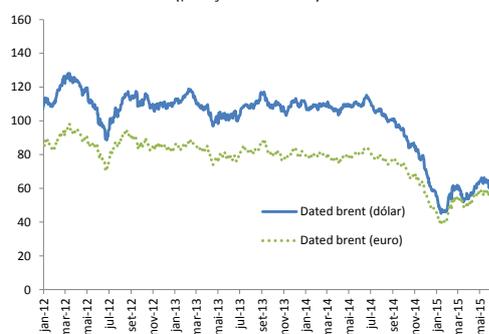
**13 Em Portugal, o índice acionista PSI-20 após se ter valorizado nas primeiras semanas, acabou por perder 4,2% face ao final do mês passado.** O movimento de valorização nas primeiras semanas foi impulsionado pelos resultados financeiros favoráveis apresentados relativos ao 1.º trimestre de 2015, em comparação com os resultados do período

<sup>1</sup> Note-se que em maio, e de acordo com o calendário pré-anunciado pelo BCE, não existiram reuniões de política monetária. Estas decisões foram efetuadas nas reuniões de âmbito não monetário.

homólogo. Neste contexto destaca-se a Sonae e a NOS e, no setor financeiro, o Santander Totta e o BCP. A oferta pública de troca de obrigações subordinadas por capital do BCP foi aprovada por quase unanimidade na assembleia geral, impulsionando as ações do banco. A Comissão Europeia aprovou o projeto de aquisição do Banco BPI pela CaixaBank, considerando que tal operação não suscitaria preocupações em termos de concorrência. Contrariando este movimento, no dia 19 a revisão em baixa das notações de crédito de quatro bancos portugueses pela Fitch motivou uma queda do PSI. Segundo a agência de *rating*, as modificações no enquadramento legal europeu, nomeadamente a entrada em vigor em janeiro deste ano da *Bank Recovery and Resolution Directive*, tornam menos prováveis ajudas estatais aos bancos. Deste modo, os *ratings* de longo prazo dos bancos passam agora a ser guiados pela sua capacidade creditícia independente. Neste enquadramento, a agência reviu em baixa o *rating* de vários bancos europeus e, em Portugal, do BCP, BPI, Montepio-Geral e Banif sendo de realçar que todos apresentam perspectivas futuras estáveis ou positivas. Para além deste impacto, as empresas não financeiras, a Galp Energia e Mota Engil também pressionaram o PSI-20.

**14 Apesar de estar previsto no calendário indicativo para 8 de maio, a Moody's optou por não se pronunciar sobre a dívida portuguesa.** Relativamente à decisão da Moody's, esperava-se que a agência pudesse rever em alta a notação de crédito da dívida portuguesa, mas esta decisão foi adiada para 4 de setembro. A DBRS manteve o *rating* da dívida portuguesa em BBB e o da austríaca em AAA, ambos com perspetiva estável, e cortou o da grega para CCC com perspetiva negativa. A Fitch manteve a Grécia em CCC e a Holanda em AAA com perspetiva estável. A S&P manteve a Itália em BBB com perspetiva estável.

**Gráfico 4 – Preço do petróleo (*dated brent*)**  
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

**15 O preço do petróleo subiu ligeiramente em euros, verificando-se uma descida na cotação do *dated brent* em dólares.** Ao longo do mês o preço do petróleo reagiu a notícias em sentido contrário, mantendo-se relativamente estável (Gráfico 4). Para a subida contribuíram a divulgação da redução das existências de crude nos EUA e as declarações do ministro-adjunto do petróleo iraniano no sentido de não ser expectável uma decisão de alteração das quotas de produção na próxima reunião da OPEP a 5 de junho. Por outro lado, surgiram notícias de que a Arábia Saudita estaria a produzir a níveis historicamente elevados, contribuindo para o aumento da produção por parte da OPEP, com o intuito de evitar uma subida do preço de modo a ganhar quota de mercado aos produtores com custos de produção mais elevados. De acordo com a OPEP, a

produção deverá reduzir-se nos EUA, gerando maior procura nos próximos meses por petróleo da OPEP.

## Conclusões da avaliação da Comissão Europeia ao Programa de Estabilidade

**16 De acordo com a Comissão Europeia, a correção do défice excessivo não deverá ocorrer em 2015, considerando que os esforços orçamentais previstos ficam aquém do recomendado. Adicionalmente, existe risco de desvio significativo do objetivo orçamental para 2016.** A 27 de maio a Comissão Europeia (CE) publicou a sua [avaliação](#) ao Programa de Estabilidade português. Nesta avaliação a CE realça que o défice orçamental alcançado em 2014 representa já um valor mais elevado do que o objetivo recomendado (4,5% face a 4%), indicando adicionalmente um esforço estrutural aquém do desejável. De acordo com as previsões económicas da primavera elaboradas pela CE, a correção do défice excessivo em 2015 não será alcançada, ao contrário da previsão do Ministério das Finanças. Na opinião da CE, o esforço orçamental fica aquém do recomendado pelo Conselho Europeu.<sup>2</sup> De acordo com estas previsões, existe um risco de desvio significativo face ao ajustamento necessário para que o objetivo de médio prazo seja alcançado em 2016.

**17 As projeções da CE apontam para um agravamento do saldo estrutural em 2015, contrariando as projeções do Ministério das Finanças.** Para além de estimarem o incumprimento do limite de 3% para o défice no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos, prevendo 3,1% do PIB, a Comissão Europeia projeta uma deterioração do saldo estrutural de 0,8% do PIB em 2015, o qual fica muito aquém do recomendado: uma melhoria de 0,5%. Relativamente às projeções do Ministério das Finanças, as diferenças resultam de se ter considerado um efeito do ciclo económico mais favorável, tanto para 2015 como para 2014.

**18 A CE considera que os resultados orçamentais projetados para 2016 ficam muito aquém dos objetivos definidos no âmbito da vertente preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento.** Assumindo que existe correção do défice excessivo em 2015 de acordo com o previsto pelo Ministério das Finanças, as finanças públicas portuguesas passaram a estar sob a vertente preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento e, em particular, em 2016 deverão fazer o ajustamento estrutural necessário para cumprir com o critério do défice. A melhoria apresentada no PE/2015-19 para o saldo estrutural é de 0,4% do PIB, mas a CE considera, utilizando as previsões da primavera e os resultados da sua metodologia para o cálculo do saldo estrutural, que o saldo estrutural poderá agravar-se em 0,6% do PIB em 2016, afastando-se significativamente do objetivo pretendido, em 1,2% do PIB. A CE prevê igualmente um desvio para o segundo critério relativo à taxa de crescimento da despesa pública, líquida de medidas extraordinárias, temporárias ou discricionárias do lado da receita, não pode ser superior à taxa de referência de médio prazo de crescimento do PIB potencial. Neste caso o desvio potencial é estimado em 1,5% do PIB. De modo a que os desvios apurados em ambos os critérios (saldo estrutural e despesa pública) não se venham a concretizar, a CE poderá vir a recomendar a adoção de medidas de consolidação adicionais em 2016.

<sup>2</sup> No contexto do Semestre Europeu, o Conselho elaborou recomendações, divulgadas a 8 de julho de 2014, no sentido de implementar as necessárias medidas de consolidação orçamental que permitissem alcançar os objetivos orçamentais e prevenir a acumulação de dívidas.

## Dívida direta do Estado

**19 As necessidades de financiamento do Estado atingiram cerca de 1,5 mil M€ em abril.** As necessidades de financiamento do Estado em abril são resultado, por um lado, do défice orçamental do subsetor no valor de 1,3 mil M€, e, por outro, da despesa líquida com ativos financeiros em 179M€.³ Por último, de salientar que as necessidades líquidas acumuladas desde o início do ano fixaram-se em aproximadamente 4,3 mil M€. Destas 1078 M€ dizem respeito a dotações de capital efetuadas às Estradas de Portugal e à REFER, cuja fusão, em inícios de junho, formou a empresa Infraestruturas Portugal S.A..

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

	Jan	Fev	Mar	Abr	Total
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>474</b>	<b>945</b>	<b>1433</b>	<b>1476</b>	<b>4329</b>
<b>Défice orçamental (sub-setor Estado)</b>	<b>418</b>	<b>552</b>	<b>579</b>	<b>1297</b>	<b>2847</b>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	60	394	862	180	1496
<i>Empréstimos de médio e Longo Prazo</i>	0	98	89	12	198
Metro do Porto			57		57
ParParticipadas		36			36
Região Autónoma da Madeira			75	12	86
Fundo de Apoio Municipal			14		14
Outros		5		0	5
<i>Dotações de Capital</i>	55	293	752	167	1266
Estradas de Portugal	55	252		71	378
Metro de Lisboa			29		29
Carris		12		24	36
REFER				685	15 700
CP - Comboios de Portugal			24	61	85
ParParticipadas				15	15
Outros	0,3		4	20	24
Outros	4	3	22	1	29
<i>Receita com ativos financeiros</i>	-3	-1	9	1	5
<b>Despesa líquida com ativos financeiros</b>	<b>56</b>	<b>393</b>	<b>854</b>	<b>179</b>	<b>1482</b>

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**20 No mês de abril registou-se uma ligeira redução da dívida direta do Estado face ao mês anterior.** Em final de abril, a dívida direta do Estado fixou-se em 220,3 mil M€, um acréscimo de 2,4% face ao mesmo mês do ano anterior e um decréscimo de 0,2% face ao mês anterior. Tal foi resultado da redução do stock de OT em 573 M€, devido à operação de troca das OT com maturidade em 2017 e 2018, num montante global de 4,4 mil M€, em valor nominal, pelas OT com maturidade em 2024 e 2030, num montante total de 3,9 mil M€, em valor nominal. Adicionalmente, foram efetuadas recompras de OT no montante de 58 M€. Relativamente a BT, registaram-se emissões no montante de 1260 M€, valor superior à amortização de 1158 M€. Também em abril se observou uma emissão líquida de Certificados de Aforo (29 M€) e de Certificados do Tesouro (104 M€). Por último as flutuações cambiais contribuíram para uma redução da dívida direta do Estado em 668 M€.<sup>4</sup>

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

	Abr-14	Mar-15	Abr-15	Variação (%)			Variação (M€)		
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	
Titulada	124 421	125 963	125 834	-0,1	1,1	57,1	-129	1 414	
Curto prazo	24 446	20 115	20 726	3,0	-15,2	9,4	611	-3 720	
Médio e longo prazo	99 975	105 848	105 109	-0,7	5,1	47,7	-739	5 134	
Não titulada	13 850	20 383	20 515	0,6	48,1	9,3	131	6 664	
Cert. Aforo	10 561	12 636	12 665	0,2	19,9	5,7	29	2 103	
Cert. do Tesouro	2 735	6 621	6 725	1,6	145,9	3,1	104	3 991	
Outra	554	1 127	1 125	-0,2	102,9	0,5	-2	570	
Assist. Financeira	76 898	74 495	73 993	-0,7	-3,8	33,6	-502	-2 905	
<b>Total</b>	<b>215 170</b>	<b>220 841</b>	<b>220 342</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-499</b>	<b>5 172</b>	
Por memória:									
Transaccionável	118 352	120 278	119 641	-0,5	1,1	54,3	-637	1 289	
Não Transaccionável	96 818	100 563	100 701	0,1	4,0	45,7	138	3 883	
Euro	188 248	193 519	193 688	0,1	2,9	87,9	169	5 439	
Não euro	26 922	27 322	26 655	-2,4	-1,0	12,1	-668	-267	

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. Para o cálculo da dívida direta do Estado os valores de emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe.

<sup>3</sup> Adicionalmente verificaram-se adiantamentos de tesouraria, por parte do Estado, no valor de 175M€ relativos à antecipação de receita de fundos comunitários.

<sup>4</sup> As flutuações cambiais estão cobertas por swaps cambiais, cuja variação no mês de abril foi negativa no valor de 710 M€.

**21 Registou-se no mês de abril uma redução dos depósitos do subsetor Estado.** Se, por um lado, em valor nominal, se verificou um decréscimo de dívida direta do Estado, observou-se ao valor de encaixe um aumento de 774 M€ devido a um nível de emissões (8061 M€) superior ao valor amortizado (7287 M€). A diferença da variação da dívida direta do Estado a valor nominal (decréscimo) quando comparada com a variação a valor de encaixe (aumento) é justificada pelas mais-valias e pelas flutuações cambiais. Por outro lado, como referido atrás, as necessidades líquidas do Estado (incluindo adiantamentos de tesouraria) atingiram um valor superior a 1,5 mil M€. Consequentemente, registou-se uma utilização de depósitos do subsetor Estado no mês de abril.

**22 Em abril, o acréscimo da despesa acumulada com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado foi influenciada pelas Obrigações do Tesouro.** A despesa com juros e outros encargos líquidos, acumulada até abril, da dívida direta do Estado, situou-se em 2226 M€ (299 M€ em março e 863 M€ em abril), o que representa um acréscimo de 35,4% face ao mesmo período de 2014. Este aumento foi afetado pelo facto da maioria das Obrigações do Tesouro emitidas nos últimos doze meses terem previsto o pagamento do cupão em fevereiro, bem como pela recompra efetuada em abril de 2015, o que implicou uma antecipação do pagamento dos juros associados. Adicionalmente verifica-se um acréscimo da OT com maturidade em abril 2021 face ao registado no ano anterior, o que levou a um pagamento de cupão mais elevado. Por outro lado, o aumento registado em março resulta do primeiro pagamento de juros associado à 10.ª tranche do empréstimo do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira no âmbito do PAEF. Em sentido oposto, encontram-se os juros a pagar no instrumento BT, em resultado da tendência de decréscimo das taxas de juro.

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

	2015				jan-abr		Objectivo OE-2015	Grau de Exceção (%)
	jan	fev	mar	abr	2 014	2 015		
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>112</b>	<b>927</b>	<b>300</b>	<b>863</b>	<b>1 655</b>	<b>2 201</b>	<b>7 440</b>	<b>29,6</b>
Bilhetes do Tesouro	14	10	38	6	145	69	99	69,7
Obrigações do Tesouro	23	646	2	724	964	1 995	4 257	32,8
Empréstimos PAEF	30	257	226	22	406	535	2 212	24,2
Certif. de Aforo e do Tesouro	40	34	39	43	116	156	560	27,8
CEDIC / CEDIM	3	5	1	1	10	9	62	15,0
Outros	2	-26	-5	67	15	37	250	15,0
<b>Comissões</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>60</b>	<b>54,2</b>
Empréstimos PAEF	0	0	0	0	18	0	2	0,0
Outros	13	15	2	2	19	33	58	56,2
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>125</b>	<b>942</b>	<b>302</b>	<b>865</b>	<b>1 692</b>	<b>2 234</b>	<b>7 500</b>	<b>29,8</b>
Tvh (%)	22,7	55,1	-6,7	31,2		32,0%		5,7
Por memória:								
Juros recebidos de aplicações	-1,8	-1,2	-3,5	-1,4	-47,7	-7,9	-36	
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>123</b>	<b>940</b>	<b>299</b>	<b>863</b>	<b>1 644</b>	<b>2 226</b>	<b>7 464</b>	<b>29,8%</b>
Tvh (%)	34,5	57,1	-3,0	33,6		35,4%		7,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

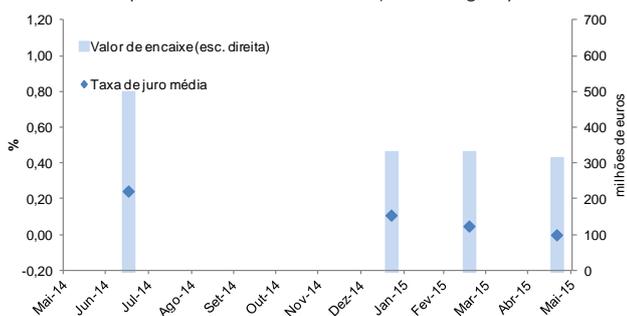
**23 Em maio, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 6 e a 12 meses.** No dia 20 de maio, foram emitidos dois BT a 6 e a 12 anos, tendo sido colocado 300 M€ e 1251 M€, respetivamente, a uma taxa média ponderada negativa de -0,004% a 6 meses e de 0,026% a 12 anos. A taxa de juro de colocação, no caso da BT a 6 meses, foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 6, Gráfico 5 e Gráfico 6).

**Tabela 6 – Emissão de Bilhetes de Tesouro**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Nov-15	Mai-16
Maturidade	Nov-15	Mai-16
Data da Transacção	20-Mai	20-Mai
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	300	1251
Montante de Procura (M€)	1 382	2 365
<b>Taxa média (%)</b>	<b>-0,002</b>	<b>0,021</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média,	18-Mar-15	15-Abr-15
	0,047	0,015

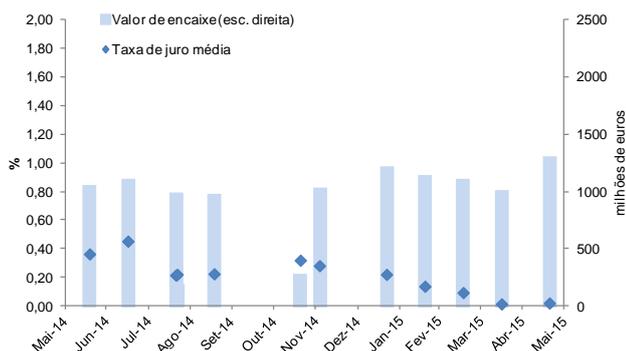
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 5 – Bilhetes do Tesouro a seis meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

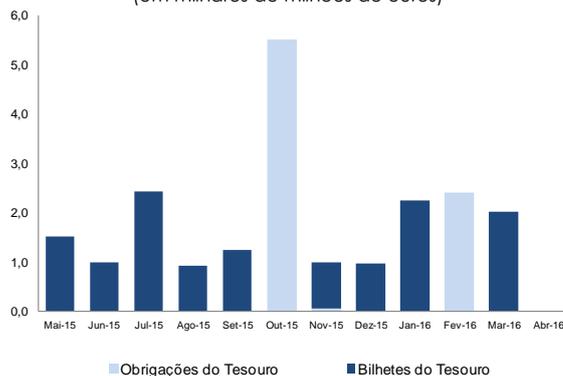
**Gráfico 6 – Bilhetes do Tesouro a doze meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**24 Até ao final de 2015, encontra-se prevista uma amortização de dívida pública num valor superior a 14 mil M€.** Entre junho e dezembro de 2015 está projetada a amortização de 5,6 mil M€ de OT, dos quais 5,5 mil M€ em outubro. Adicionalmente está previsto a amortização de BT no valor de 8,7 mil M€ (desde o início do ano já foram amortizadas BT no valor de 6,9 mil M€).

**Gráfico 7 – Plano de amortização de dívida anual**  
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

### Dívida pública na ótica de Maastricht <sup>5</sup>

**25 De acordo com a informação provisória disponível, a dívida pública na ótica de Maastricht ascendeu a 130% no final do primeiro trimestre.** No final de março, segundo dados do Banco de Portugal, a dívida pública atingiu 226,3 mil M€. Em percentagem do PIB, esta atingiu, de acordo com os dados provisórios do PIB divulgados pelo INE, cerca de 130%, valor inferior ao verificado no final de 2014 em 0,2 p.p. do PIB. Adicionalmente, os depósitos da administração central fixaram-se em aproximadamente 17 mil M€, o que corresponde a 9,8% do PIB.

<sup>5</sup> A dívida na ótica de *Maastricht* difere do conceito dívida direta do Estado devido, aos seguintes aspetos: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto a dívida de *Maastricht* inclui todas as entidades classificadas para fins estatísticos no setor 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, isto é, excluem-se os ativos de entidades das administrações públicas que correspondem a passivos de outras entidades das administrações públicas; iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de *Maastricht*.