

### Condições de mercado

#### 1 Durante o mês de junho verificou-se uma descida das taxas de rentabilidade da dívida pública na área do euro, uma desvalorização do euro face ao dólar norte-americano, bem como o anúncio do BCE sobre o fim das compras líquidas de ativos a partir dezembro de 2018.

Relativamente aos principais índices bolsistas, registou-se uma descida na área euro, no Reino Unido e no Japão, nomeadamente os índices *Eurostoxx50* (-0,3%), *Footsie100* (-0,5%) e *Nikkei* (-0,6%). Nos Estados Unidos, o índice *Dow Jones Industrial* desceu 1,3%, enquanto o *S&P500* subiu 0,5%. As taxas de rentabilidade da dívida pública na área do euro desceram na maioria dos países, reduzindo-se o diferencial face à taxa de rentabilidade do título alemão.

#### 2 Na reunião de política monetária, o BCE manteve as taxas de juro diretoras, mas decidiu que o montante de compras líquidas de ativos irá descer a partir de setembro e deverá terminar no final de dezembro de 2018.

No dia 14 de junho o Conselho de Governadores decidiu que o montante mensal de compras líquidas do programa de compras alargado de ativos (*the expanded asset purchase programme, APP*) irá descer de 30 mil M€ para 15 mil M€ a partir de setembro e até ao final de dezembro de 2018. A partir dessa data, o objetivo será reinvestir os montantes dos títulos de dívida que atingem a maturidade no sentido de manter condições de liquidez favoráveis e um carácter de política monetária acomodaticia. As taxas de juro diretoras, das operações principais de refinanciamento e as taxas relativas à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito mantiveram-se inalteradas em 0%, 0,25% e -0,40%, respetivamente.

#### 3 Na conferência do BCE realizada em Sintra o presidente Mario Draghi salientou a necessidade do BCE ser paciente relativamente ao momento para a primeira subida das taxas de juro diretoras.

Nos dias 18-20 de junho realizou-se a conferência subordinada ao tema preços e fixação de salários nas economias avançadas, onde Mario Draghi salientou que o BCE deve ser paciente relativamente ao momento para o primeiro aumento das taxas de juro das operações principais de refinanciamento, bem como a três fatores de riscos descendentes para a área euro: o aumento do protecionismo, a subida dos preços do petróleo e a persistência de volatilidade nos mercados financeiros. Com efeito, as taxas de juro diretoras deverão permanecer nos níveis atuais até pelo menos ao verão do próximo ano.

#### 4 O euro desvalorizou-se face ao dólar, refletindo a política monetária divergente entre as duas zonas.

No mercado cambial, o euro continuou a sua tendência de depreciação face ao dólar norte-americano, desvalorizando-se 2,8% desde o final do ano 2017 e atingindo o mínimo anual no dia 19 de junho (1,1534 EUR/USD), coincidindo com o anúncio feito por Mario Draghi relativamente à não alteração do nível das taxas de juro diretoras até ao verão do próximo ano. Para esta evolução têm vindo a contribuir as políticas

monetárias divergentes entre a área do euro e os Estados Unidos, tanto no respeitante ao nível das taxas de juro como ao ritmo de retirada das medidas de política monetária não convencional, com a subida mais rápida das taxas de juro diretoras nos EUA a atrair investidores, refletindo-se positivamente na rentabilidade das emissões de dívida pública norte-americanas, particularmente nos prazos mais curtos, e contribuindo para a apreciação do dólar. Relativamente à generalidade das restantes moedas, verificou-se uma apreciação do euro.

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

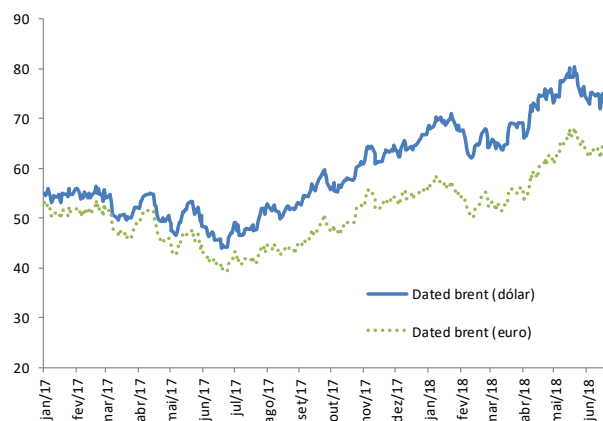


Fonte: BCE.

#### 5 O preço do petróleo (*dated brent*) aumentou entre o final de maio e o final de junho, refletindo tensões geopolíticas em países exportadores de petróleo num contexto de elevada procura.

No final de junho o preço do petróleo situou-se em 77,44 USD/barril e 66,43 EUR/barril (Gráfico 2), refletindo acréscimos de 1,3% e 1,7%, respetivamente. Para esta evolução contribuíram efeitos de sentido contrário, essencialmente a promessa de aumento da produção pela Rússia e pela organização dos países exportadores de petróleo (OPEP), que não foi suficiente para compensar a quebra da produção pela Venezuela e Irão. De referir que eventuais sanções unilaterais aplicadas pelos Estados Unidos ao petróleo proveniente do Irão não deverão ser seguidas por outros países, nomeadamente Índia, Turquia e União Europeia.

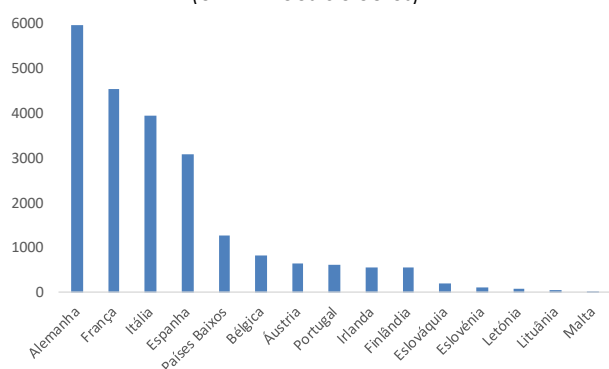
Gráfico 2 – Preço do petróleo (*dated brent*)  
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

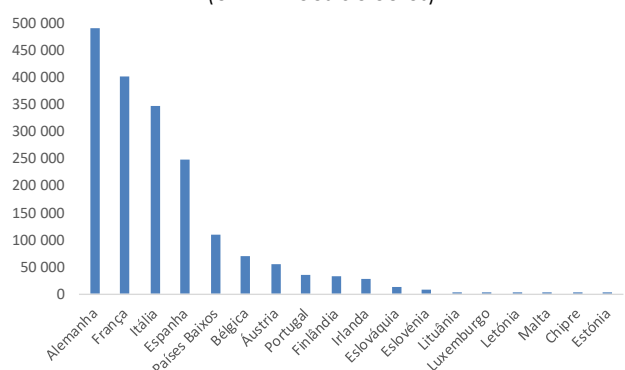
**6 Relativamente à política monetária não convencional do BCE, o montante de aquisições líquidas em junho de títulos no âmbito do programa alargado de compras de ativos (APP) ficou ligeiramente acima do objetivo mensal.** Durante o mês de junho, as compras líquidas no âmbito do programa alargado de compra de ativos situaram-se em 31,2 mil M€, sendo ligeiramente superior ao objetivo de 30 mil M€ previsto na decisão de política monetária do dia 26 de outubro de 2017. De referir que a decisão de política monetária do BCE no passado dia 14 de junho altera o objetivo mensal de compras ao abrigo do APP de 30 mil M€ para 15 mil M€ a partir de setembro, terminando no final de dezembro de 2018. Quanto ao principal instrumento, o programa de compras do setor público (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*), o montante de compras líquidas foi de 25 mil M€ para títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. Em termos acumulados desde o início do programa em março de 2015, o montante de compras líquidas no âmbito do programa PSPP situou-se em 2,012 biliões de € em obrigações de dívida pública e de instituições supranacionais, sendo proporcionais ao peso de cada país, destacando-se Alemanha, França, Itália e Espanha (Gráfico 3 e Gráfico 4). Relativamente aos títulos de dívida pública portuguesa, o valor de compras líquidas efetuado em junho foi de 62 M€, sendo o valor acumulado desde o início do programa de 34 286 M€, com uma maturidade média de 8,13 anos.

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



Fonte: BCE.

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



Fonte: BCE.

**7 O Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) subiu as taxas de juro diretoras nos Estados Unidos, as quais permanecem num nível considerado acomodatório para a política monetária.** Na reunião do dia 13 de junho o FOMC decidiu por unanimidade subir as taxas dos *fed funds* para o intervalo 1,75% – 2,00%, refletindo um aumento de 0,25 pontos percentuais, sendo que para esta decisão contribuiu a evolução do mercado de trabalho e da taxa de inflação em torno do objetivo de 2% para o médio prazo, bem como as expectativas para a expansão sustentada da atividade económica. No referente aos instrumentos de política monetária não convencional, esta autoridade monetária encontra-se a diminuir o seu *stock* de dívida pública líquida ao ritmo mensal de 40 mil M\$, devendo este montante aumentar para 50 mil M\$ a partir de outubro.

**8 O Banco de Inglaterra manteve a taxa de juro diretora, tal como o *stock* de títulos de dívida pública e privada adquirido no âmbito do programa de compras de títulos.**

No dia 20 de junho o Comité de Política Monetária decidiu manter a taxa de juro diretora em 0,5% devido ao menor crescimento mundial e às condições financeiras globais mais restritivas, embora tendo um impacto modesto no financiamento bancário do Reino Unido e no crédito às empresas. Com efeito, face à proposta de manutenção da taxa de juro diretora, registou-se uma votação de seis membros a favor e três membros contra, tendo a maioria salientado a necessidade de verificar a evolução dos indicadores económicos no futuro próximo. Quanto ao programa de compras de ativos, o Banco de Inglaterra decidiu por unanimidade a manutenção do *stock* adquirido de obrigações de empresas não financeiras no montante de 10 mil M€, bem como do *stock* de obrigações de dívida pública do Reino Unido em 435 mil M€.

**9 No mercado de dívida soberana da área do euro verificou-se a uma descida generalizada das taxas de rentabilidade.** Nas obrigações de dívida soberana com maturidade a 10 anos verificou-se uma descida para a generalidade dos países da área do euro, embora mais concentrada em Portugal, Espanha, Itália e Irlanda (Tabela 1). Quanto ao título da dívida da Alemanha, verificou-se uma descida de 4 pontos base, situando-se em 0,30%. Consequentemente, o diferencial face à taxa de rentabilidade do título de dívida soberana da Alemanha desceu essencialmente para Portugal e Espanha (Tabela 2). Relativamente às taxas de rentabilidade da dívida soberana com maturidade a 2 e 5 anos, verificaram-se descidas para Itália, Portugal, Espanha, Irlanda, Bélgica e Alemanha.

**Tabela 1 – Taxas de rentabilidade 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	31/mai/18	29/jun/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	1,8	-0,2	-0,1
Itália	1,6	1,8	2,2	2,1	2,0	2,8	2,7	-0,1	0,7
Espanha	1,8	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5	1,3	-0,2	-0,2
Irlanda	1,1	0,7	0,9	0,7	0,7	0,9	0,8	-0,1	0,1
França	1,0	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,0	-0,1
Bélgica	1,0	0,5	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	0,0	0,1
Alemanha	0,6	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,0	-0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

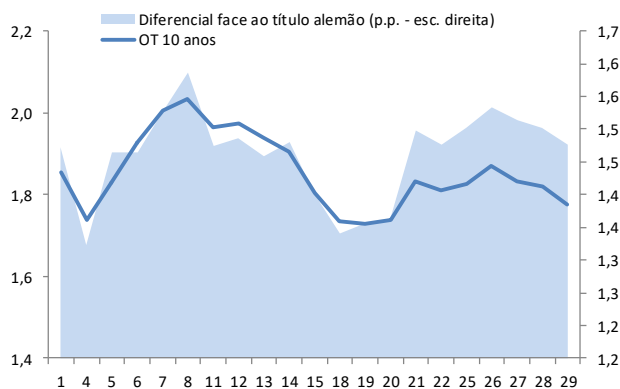
**Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos base)**

	30/dez/15	30/dez/16	30/jun/17	29/set/17	29/dez/17	31/mai/18	29/jun/18	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	188	354	255	190	149	162	148	-14	-1
Irlanda	52	54	40	27	24	60	51	-9	27
França	36	48	35	28	36	33	36	4	1
Bélgica	34	32	33	26	20	40	39	-1	18
Itália	97	161	169	164	158	243	237	-6	79
Espanha	114	118	106	114	113	115	102	-13	-12

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

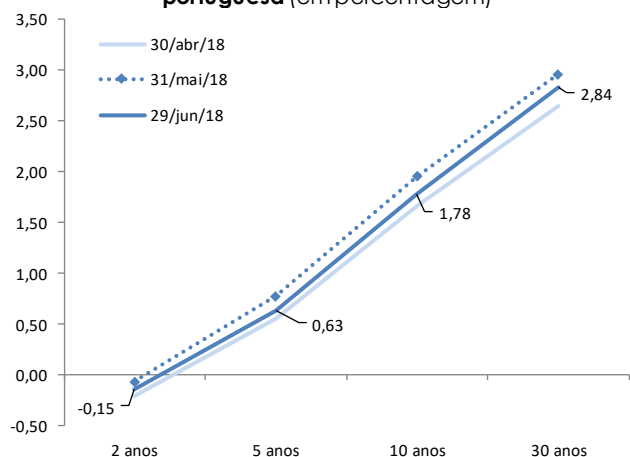
**10 Quanto à dívida pública portuguesa, verificou-se uma descida da taxa de rentabilidade ao longo da curva de rendimentos.** As taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa apresentaram uma descida em junho para as diversas maturidades (Gráfico 6), sendo mais concentrada nos títulos a 5 e 10 anos. Adicionalmente, o diferencial entre a taxa de rentabilidade do título com maturidade 10 anos de Portugal e da Alemanha (Gráfico 5) situou-se em 148 pontos base no final de junho, refletindo uma descida mensal de 14 pontos base.

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



Fonte: IGCP.

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



Fonte: IGCP. | Nota: a curva de rendimentos é baseada na taxa de rentabilidade dos títulos de dívida de referência para cada maturidade.

**11 A agência de notação financeira Fitch manteve o rating atribuído à dívida pública portuguesa,**

**permanecendo em nível considerado investimento.** No dia 1 de junho a agência de *rating* Fitch manteve a notação financeira atribuída a Portugal em BBB com perspetiva estável. Para esta decisão foi considerada a descida do rácio da dívida pública, o crescimento económico próximo do verificado para a área do euro, o saldo orçamental estrutural, a descida do endividamento externo e as condições de financiamento favoráveis do setor público, bem como as vulnerabilidades do sistema financeiro.

**12 As previsões do Banco de Portugal para o horizonte 2018-2020 apontam para uma expansão da atividade económica, embora a um ritmo progressivamente mais baixo.** O Boletim Económico manteve a previsão de crescimento económico para o triénio 2018-2020 em 2,3%, 1,9% e 1,7%, respetivamente. Para esta evolução contribuirá o dinamismo das exportações e do investimento, e o crescimento moderado do consumo privado. Face à projeção de março de 2018, a previsão de crescimento económico mantém-se, embora com pequena alteração dos contributos, com a revisão em baixa nas exportações e investimento, sendo compensado pela revisão em alta do consumo privado.

**13 Em junho de 2018 Portugal emitiu Obrigações do Tesouro (OT) com maturidades 5 e 10 anos.** No dia 13 de junho foram realizados dois leilões de OT, com o montante total de 1000 M€ colocado na fase competitiva. O título OT 4,95% 25Out2023 foi emitido no montante de 412 M€ com uma taxa de rentabilidade de 0,746%, enquanto o título OT 2,125% 17Out2028, foi colocado no valor de 588 M€, a que corresponde uma taxa de rentabilidade de 1,919%. Face à emissão no mês anterior para os mesmos títulos, verificaram-se em maio taxas de rentabilidade superiores: 0,529% e 1,670%, respetivamente.<sup>1</sup>

**Tabela 3 – Emissão de Bilhetes do Tesouro e de Obrigações do Tesouro em maio (em milhões de euros e em percentagem)**

Instrumento	Obrigações do Tesouro (Leilão)		Bilhetes do Tesouro	
	out/23	out/28	set/18	mai/18
Maturidade				
Data da Transação	15/jun	15/jun	20/jun	20/jun
Prazo	5 anos	10 anos	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	412	588	300	982
Montante de Procura (M€)	1112	1338	880	1 980
<b>Taxa média (%)</b>	<b>0,746</b>	<b>1,919</b>	<b>-0,399</b>	<b>-0,290</b>
<i>Por memória:</i>				
Emissão anterior com maturidade equivalente (data e taxa média em %)	mai/18	mai/18	abr/18	mai/18
	0,529	1,670	-0,430	-0,272

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**14 No mercado monetário, Portugal efetuou a emissão de Bilhetes do Tesouro (BT) através da reabertura de duas linhas existentes.** No dia 20 de junho Portugal realizou dois leilões de Bilhetes do Tesouro no montante conjunto de 1250 M€ relativos aos títulos BT21set2018 e BT17mai2019, tendo-se registado uma taxa de juro média ponderada de -0,399% e -0,290%, respetivamente. Tendo por comparação a emissão conjunta em condições semelhantes (maturidade e montante) realizada em abril deste ano, verificou-se uma ligeira subida das

maturidade em abril de 2034 (OT 2,25% 18abr2034), colocando 300 M€ (fase competitiva).

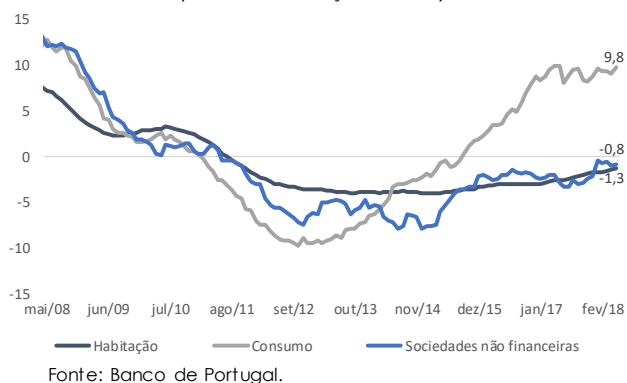
taxas (-0,430% e -0,389% na emissão anterior), mantendo-se as taxas de juro negativas.

**15 Foi anunciada a emissão de uma série de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV Julho 2025)**, com maturidade de 7 anos, cupão semestral indexado à Euribor a 6 meses acrescido de um *spread* de 1% (com uma taxa mínima de 1%), calculado na base atual/360 e com montante mínimo indicativo de 500 M€.<sup>2</sup>

### Setor financeiro

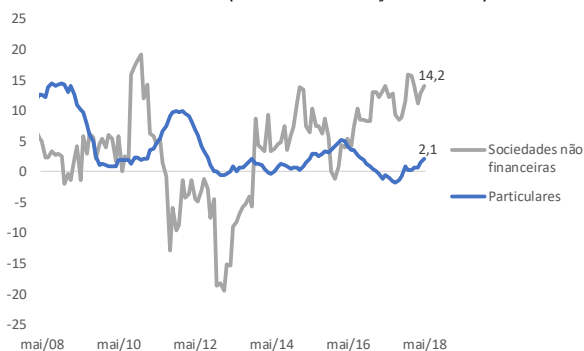
**16 Os empréstimos concedidos a particulares e sociedades não financeiras apresentaram uma queda mantendo-se, no entanto, a tendência de desaceleração de decréscimo.** Em maio os empréstimos concedidos a particulares para habitação registaram um decréscimo, com uma taxa de variação anual de -1,3%, o que compara com a taxa de -1,4% de abril, mantendo-se a tendência de desaceleração da redução verificada desde inícios de 2015. Adicionalmente, os empréstimos ao consumo aumentaram 9,8%. Os empréstimos concedidos às sociedades não financeiras voltaram a decrescer, tendo atingido uma taxa de variação anual de -0,8%. Relativamente aos depósitos, os depósitos das sociedades não financeiras aumentaram 14,2%, o que vai em linha com a tendência de forte crescimento verificada nos últimos dois anos. Por outro lado, os depósitos dos particulares aumentaram 2,1%, o que representa o sétimo mês consecutivo de crescimento.

**Gráfico 7 – Empréstimos a particulares e sociedades não financeiras (taxa de variação anual)**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 8 – Empréstimos a particulares e sociedades não financeiras (taxa de variação anual)**



Fonte: Banco de Portugal.

<sup>2</sup> No dia 10 de julho de 2018 o IGCP anunciou o aumento do valor nominal de 500 M€ para 1000 M€.

**17 A Caixa Geral de Depósitos conclui em junho a última fase do Plano de Recapitalização iniciado em 2017.**<sup>3</sup> Foi realizado em junho uma emissão de fundos próprios de nível 2 (*Tier 2*), no valor de 500 M€, por parte da CGD, tendo sido colocada junto de investidores institucionais, dos quais 33% são do Reino Unido, 26% de Portugal, 8% de Espanha, entre outros. A emissão tem um prazo de 10 anos, com opção de reembolso antecipado pela CGD ao fim de 5 anos, a uma taxa de 5,75% nos primeiros 5 anos. Nesse sentido, foi concluído o plano de recapitalização e que atingiram um valor acumulado de 4944 M€. De lembrar que o Estado assumiu não receber as obrigações de conversão contingente (CoCos) que a Caixa Geral de Depósitos (CGD) tinha subscrito na capitalização de 2012 no valor de 945 M€, dos quais 45 M€ são juros. Adicionalmente, a *Parública* injetou 499 M€ na CGD. Além deste valor, o Estado injetou 2,5 mil M€. Quanto à CGD, tinha já no âmbito deste plano emitido 500 M€ em títulos de dívida representativos de fundos próprios de nível 2 (*Tier 2*).

### Dívida direta do Estado

**18 Nos primeiros cinco meses do ano, as necessidades líquidas de financiamento do Estado permaneceram constantes quando comparadas com o mesmo período do ano anterior.** As necessidades líquidas de financiamento do Estado até maio de 2018 ascenderam a 5630 M€, o que compara com os 5549 M€ do período homólogo, em resultado de um défice do subsector Estado de 4248 M€ e de uma despesa líquida com ativos financeiros no montante de 1382 M€ (Tabela 4). A despesa com ativos financeiros refletiu, por um lado, os empréstimos de médio e longo prazo ao Fundo de Resolução (450 M€), ao Metropolitano de Lisboa (300 M€) e ao Metro do Porto (81 M€) e as injeções de capital atribuídas à Infraestruturas de Portugal (595 M€), ao Metropolitano de Lisboa (42 M€) e à CP - Comboios de Portugal (23 M€).

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

	2018					Jan-Mai		Exec. 2017	OE 2018
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	2017	2018		
<b>Necessidades líquidas financiamento</b>	<b>480</b>	<b>960</b>	<b>629</b>	<b>2069</b>	<b>1493</b>	<b>5549</b>	<b>5630</b>	<b>9978</b>	<b>11546</b>
<i>Défi ce orçamental (sub-setor Estado)</i>	<b>236</b>	<b>486</b>	<b>548</b>	<b>1926</b>	<b>1051</b>	<b>2703</b>	<b>4248</b>	<b>4823</b>	<b>5532</b>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	306	499	95	145	457	3691	1502	6448	6777
<i>Empréstimos médio/longo prazo</i>	306		75		430	403	811	1193	4191
<i>Dotações de Capital</i>		497	18	145	26	3276	686	5178	2467
<i>Outros</i>		2	2	0,3	1	13	5	77	119
<i>Receita de ativos financeiros</i>	63	24	14	3	16	845	120	1292	763
<i>Despesa líquida com ativos financeiros</i>	<b>243</b>	<b>475</b>	<b>81</b>	<b>143</b>	<b>441</b>	<b>2846</b>	<b>1382</b>	<b>5156</b>	<b>6014</b>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

**19 Maio foi o quinto mês consecutivo de aumento da dívida direta do Estado resultado, sobretudo, do acréscimo da dívida titulada de médio e longo prazo.** No final de maio, a dívida direta do Estado situou-se em 246,9 mil M€, o que representa um aumento de 1415 M€ face a abril, mantendo-se a tendência de acréscimo observada desde janeiro. Para tal contribuiu, em parte, a emissão de 1,2 mil M€ de OT a 5 e a 10 anos, de 169 M€ de certificados do Tesouro e o aumento das contas margem em 298 M€, que

<sup>3</sup> Está-se a considerar unicamente o processo de capitalização e não as alterações a nível operacional.

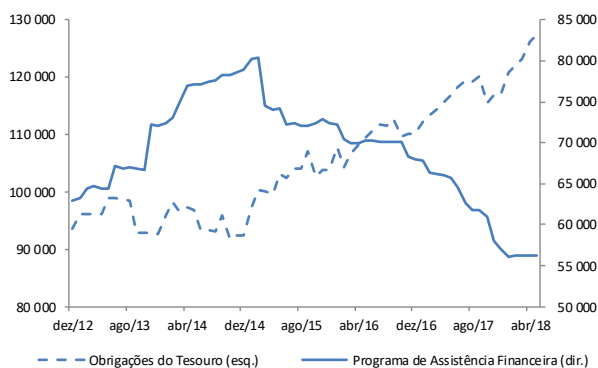
mais do que compensou a redução da posição de Bilhetes do Tesouro 1,3 mil M€ (emissão de 1,9 mil M€ de BT a 6 e 12 meses e amortização de 3,2 mil M€). Quando comparado com maio de 2017 o aumento foi de 3,3 mil M€, para o qual contribuiu sobretudo o aumento do stock de Obrigações do Tesouro em 12,6 mil M€ e o decréscimo do empréstimo no âmbito do PAEF de 9,5 mil M€, tendência que se verifica desde inícios de 2015 (Gráfico 9). De referir ainda que, no final de maio a dívida direta do Estado, após cobertura cambial, atingiu o montante de 245,5 mil M€.

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

	mai/17			abr/18			mai/18			Variação (%)			Variação (M€)		
	mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	peso (%)
<b>Titulada</b>	<b>149 833</b>	<b>157 965</b>	<b>158 134</b>	<b>0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>64,1</b>	<b>169</b>	<b>8 301</b>							
Curto prazo	21 894	18 712	17 552	-6,2	-19,8	7,1	-1 160	-4 342							
Médio e longo prazo	127 939	139 253	140 582	1,0	9,9	56,9	1 329	12 643							
<b>Não titulada</b>	<b>27 984</b>	<b>31 139</b>	<b>31 590</b>	<b>1,4</b>	<b>12,9</b>	<b>12,8</b>	<b>451</b>	<b>3 607</b>							
Cert. Aforro	12 294	11 892	11 878	-0,1	-3,4	4,8	-14	-416							
Cert. do Tesouro	13 145	15 486	15 655	1,1	19,1	6,3	169	2 510							
Outra	2 545	3 762	4 058	7,9	59,4	1,6	296	1 513							
<b>Assist. Financeira</b>	<b>65 780</b>	<b>56 227</b>	<b>56 306</b>	<b>0,1</b>	<b>-14,4</b>	<b>22,8</b>	<b>79</b>	<b>-9 474</b>							
<b>Total</b>	<b>243 597</b>	<b>245 451</b>	<b>246 866</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>100,0</b>	<b>1 415</b>	<b>3 269</b>							
<i>Par memória:</i>															
Transaccionável	143 503	154 151	154 198	0,0	7,5	62,5	47	10 695							
Não Transaccionável	100 094	91 300	92 668	1,5	-7,4	37,5	1 368	-7 426							
Euro	225 344	237 037	237 209	0,1	5,3	96,1	172	11 866							
Não euro	18 253	8 413	8 614	2,4	-52,8	3,5	201	-9 639							
Contas margem	1 311	225	521				296	-790							

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.

**Gráfico 9 – Estrutura do stock da dívida direta do Estado**  
(variação homóloga, em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**20 Registou-se até maio um aumento homólogo da despesa com juros da dívida pública superior ao implícito no OE/2018 para o conjunto do ano.** Até maio a despesa com juros e outros encargos da dívida pública ascendeu a 3172 M€, o que representa um aumento de 6,9% face ao mesmo período do ano anterior, e que compara negativamente com a projeção inscrita no OE/2018 de um aumento de 1,4% para 2018 (Tabela 6). Para o aumento da despesa com juros e encargos da dívida direta do Estado contribuiu, sobretudo, o acréscimo dos juros associados a Obrigações do Tesouro (OT) decorrente do aumento do saldo de OT com pagamento de cupão em abril. Por instrumento, nos primeiros cinco meses, a despesa com juros relativa a OT aumentou de 1849 M€ para 2221 M€, a despesa com Certificados de Aforro e do Tesouro permaneceu constante nos 317 M€, tendo-se registado uma redução da despesa relativa ao

empréstimo do PAEF de 725 M€ para 506 M€, em resultado das amortizações antecipadas dos empréstimos ao FMI.

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

	2018					Execução Jan-Mai		Tvh (%)	Execução 2017	Objectivo OE/2018
	jan	fev	mar	abr	mai	2017	2018			
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>146</b>	<b>1 167</b>	<b>301</b>	<b>1 312</b>	<b>196</b>	<b>2 925</b>	<b>3 121</b>	<b>6,7</b>	<b>7 034</b>	<b>7 129</b>
Bilhetes do Tesouro	-3	0	-3	0	-6	3	-12	-511,0	2	-36
Obrigações do Tesouro	0	1 044	5	1 172	0	1 849	2 221	20,1	4 599	4 833
Empréstimos PAEF	26	51	253	18	157	725	506	-30,2	1 567	1 270
Certif. de Aforro e do Tesouro	116	44	52	51	50	313	314	0,1	669	761
CEDIC / CEDIM	1	0	0	2	0	4	3	-26,5	18	5
Outros	6	28	-6	69	-6	32	90	184,9	179	296
<b>Comissões</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>41</b>	<b>51</b>	<b>22,9</b>	<b>93</b>	<b>100</b>
Empréstimos PAEF	0	26	0	0	0	11	26	138,0	11	26
Outros	9	2	3	8	2	30	24	-19,1	82	74
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>154</b>	<b>1 195</b>	<b>304</b>	<b>1 321</b>	<b>198</b>	<b>2 967</b>	<b>3 172</b>	<b>6,9</b>	<b>7 127</b>	<b>7 229</b>
Tvh (%)	-14,7	-1,3	-3,0	38,5	-35,9	-	6,9	-	-	1,4

*Par memória:*

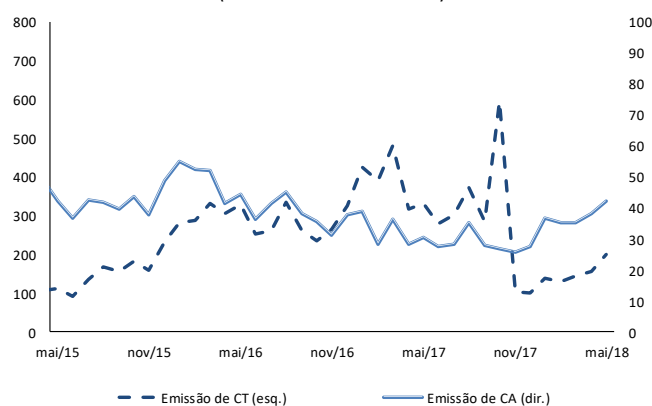
Juros recebidos de aplicações	0	-3	0	0	0	3	-3	-215	-4	39
Juros e outros encargos líquidos	154	1 192	304	1 321	198	2 969	3 169	7	7 123	7 268
Tvh (%)	-13,7	-1,6	-3,3	38,3	-36,1	-	6,7	-	-	2,0

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

## 21 Em maio permaneceu a tendência de aceleração na emissão de certificados de aforro e certificados do tesouro.

No final de maio de 2018, o stock de certificados de tesouro atingiu 15,6 mil M€, refletindo um aumento de 169 M€ face ao mês anterior (acréscimo de 621 M€ nos primeiros cinco meses do ano). Para tal contribuiu uma emissão no montante de 199 M€ que mais do que superou o valor amortizado de 30 M€. Refira-se que após a queda abrupta verificada em novembro de 2017 (evolução que se encontra influenciada pela decisão de suspensão da subscrição de Certificados do Tesouro Poupança Mais desde 30 de outubro 2017, tendo sido criado um novo produto de poupança denominado Certificados do Tesouro Poupança Crescimento<sup>4</sup>) se tem registado uma aceleração na emissão de CT. Adicionalmente, a posição dos certificados de aforro (CA) atingiu um valor de 11877 M€, uma redução face a abril, mantendo a tendência de decréscimo verificada desde meados de 2016. Para tal contribuiu um valor de reembolso (69 M€) superior ao montante emitido e capitalizado (55 M€). Com efeito, o impacto positivo na posição de CA resultante da aceleração na emissão de CA evidenciada desde o início do ano é anulado por uma tendência de igual sentido do montante amortizado (Gráfico 10 e Gráfico 11).

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

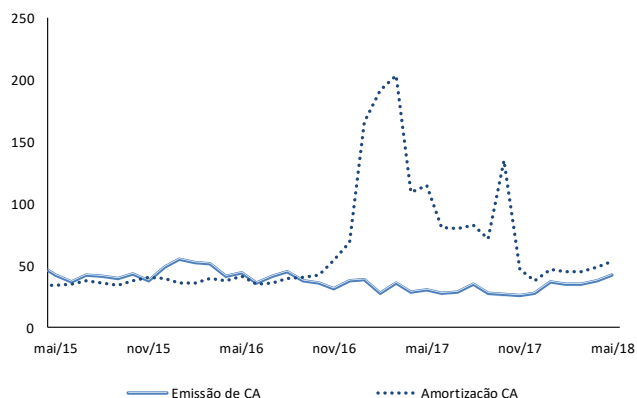


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



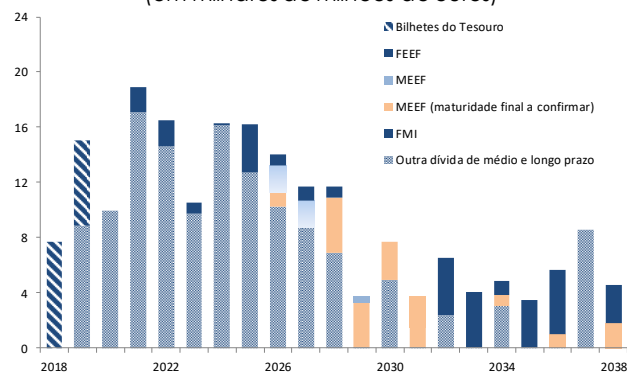
**Gráfico 11 – Emissão e amortização de Certificados de Aforro**  
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

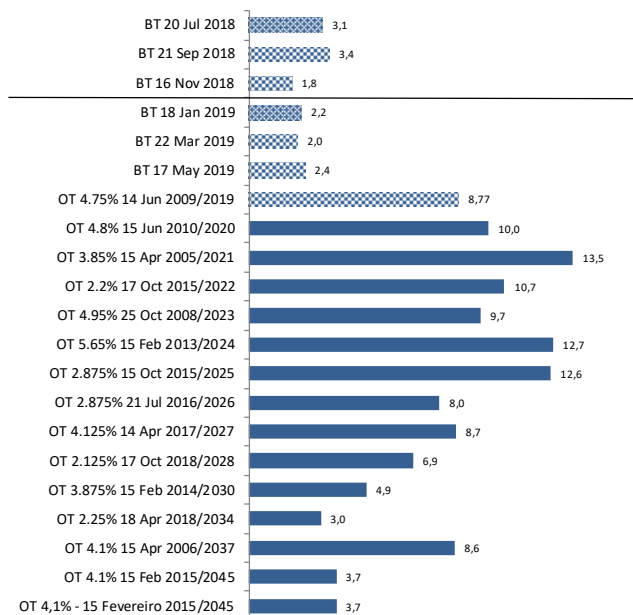
**22 Já no mês de junho a posição de Obrigações do Tesouro apresentou um decréscimo significativo.** Tal como referido no paragrafo 13 verificou-se em junho a emissão bruta de aproximadamente mil M€ em OT. No entanto, a OT 4,45% 15 junho 2008/2018 atingiu a maturidade nesse mesmo mês implicando um reembolso significativo de 6,6 mil M€. Como resultado, a posição de OT deverá ter caído cerca de 5,5 mil M€ no mês de junho o qual deverá resultar num decréscimo da dívida pública em percentagem do PIB no final de 2.º trimestre quando comparado com o valor do final do 1.º trimestre (126,4% do PIB). Ainda relativamente à posição total de dívida, o perfil de amortização de títulos de dívida de médio e longo prazo encontra-se concentrado no período entre 2021 e 2025. Do stock total de títulos de dívida pública de médio e longo prazo detido a 30 de junho, e que totaliza cerca de 142 mil M€, será necessário amortizar durante o período 2021-2025 um montante aproximado de 70 mil M€, dos quais se salientam, pela sua dimensão, os anos 2021 (amortização prevista de 17 mil M€), 2022 (15 mil M€) e 2024 (16 mil M€) (Gráfico 12 e Gráfico 13).

**Gráfico 12 – Perfil de amortização a 30 de junho de 2018**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 13 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro a 30 de junho de 2018**  
(em milhares de milhões de euros)



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

**23 Foi apresentado no dia 3 de julho as linhas de atuação para o 3.º trimestre no âmbito do programa de financiamento de 2018.** O IGCP prevê para o 3.º trimestre emissões de Obrigações do Tesouro através de leilões no valor de 1000 a 1250 M€ por leilão. Adicionalmente, está projetada a emissão de BT a 6 e a 12 meses (montante indicativo de 1500 - 1750 M€) a 18 de julho, BT a 3 e a 11 meses (750 - 1000 M€) a 15 de agosto e BT a 6 e a 12 meses (1500 - 1750 M€) no dia 19 de setembro.

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

**24 Em termos nominais, a dívida pública na ótica de Maastricht permaneceu praticamente constante no mês de maio.** De acordo com os dados publicados pelo Banco de Portugal a dívida pública na ótica de Maastricht no final do mês de maio ascendeu a 250,3 mil M€, o que constitui um ligeiro acréscimo de 262 M€ face ao registado no final de abril. No entanto, registou-se um aumento significativo da dívida líquida de depósitos das administrações públicas no valor de 1,4 mil M€ face ao mês anterior, situando-se em 226,3 mil M€, enquanto os referidos depósitos diminuiram 1,1 mil M€. Em termos homólogos o crescimento da dívida pública foi de 3,1 mil M€.

<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. iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro.