

Condições de mercado

1 Em junho, a situação na Grécia condicionou os movimentos dos mercados de capitais na área do euro, com efeitos sobre os principais países, receando-se o aumento da instabilidade financeira no caso da saída do país da área do euro ("grexit"). Deste modo, os mercados acionistas registaram quedas, mais significativas no caso dos índices europeus. O índice europeu Eurostoxx50 desceu 8% e o índice grego ASE 3%, face ao final do mês de maio. Em Portugal, onde já no mês passado se tinha registado uma descida do índice PSI-20, voltou a observar-se uma queda na ordem dos 5%. Para este desempenho relativamente mais fraco do mercado português (*underperformance*) contribuiu o desempenho do setor financeiro, perante receios de contágio da situação grega aos países europeus periféricos.¹ Esta tendência de descida dos preços no mercado acionista foi também acompanhada pelos índices norte-americanos e japonês, com o S&P500 e o Nikkei a diminuir ambos 2%.

2 Ao longo do mês de junho, a situação da Grécia motivou o aumento da volatilidade nos mercados financeiros, culminando, na última semana, com um elevado risco de incumprimento atribuído ao país e com a marcação de um referendo ao povo grego sobre as propostas dos credores. Em junho, a Grécia tinha agendado o pagamento de 4 prestações ao FMI num montante total de cerca de 1,6 mil M €, a iniciar-se no dia 5 de junho. Neste contexto, tiveram lugar diversas reuniões entre as autoridades gregas e credores internacionais, no sentido de obter financiamento. Entre os principais pontos de discórdia encontravam-se: (i) a Grécia procurou garantir alguma reestruturação da dívida do país, através da compra pelo ESM de títulos de dívida detidos pelo Eurosistema, (ii) os credores consideraram que a proposta da Grécia era centrada em aumentos de impostos quando os credores (sobretudo o FMI) pretendiam a inclusão de mais cortes de despesa, nomeadamente a reforma do sistema de pensões. Ao longo do mês as expectativas de um acordo permitiram a sustentação do euro e a subida das taxas de rendibilidade na área do euro.

3 Contudo, com a aproximação do final do mês, as autoridades gregas anunciaram a recusa da proposta final apresentada pelas instituições internacionais e a intenção de convocar um referendo para 5 de julho, sobre a aceitação ou não destas condições, a par de um pedido de extensão do atual programa de resgate para permitir a realização do referendo. A posição do Governo grego de 26 de junho foi posteriormente aprovada pelo Parlamento da Grécia, embora num contexto em que o Eurogrupo já tinha recusado o pedido da Grécia de prolongamento do programa de assistência. Na sequência destes acontecimentos, o BCE anunciou em comunicado de 28 de junho que tinha decidido manter a cedência de liquidez de emergência (ELA) para os bancos gregos ao nível do dia 26 de junho (de acordo com os mercados deverá situar-se em cerca de 87,8

mil M €). Após a decisão do BCE e perante a saída de fundos do país e forte aumento dos levantamentos em caixas automáticas e pagamentos via cartões de crédito, o governo grego decidiu encerrar o sistema bancário até ao dia 7 de julho e impor o controlo de capitais temporário, restringindo os levantamentos bancários a 60 euros por dia.

4 No dia 30 de junho, momento de vencimento do pagamento das tranches ao FMI, o Governo grego apresentou uma proposta de acordo de última hora em que formulava 3 pedidos: a extensão do 2.º programa de assistência financeira por um mês (vencido no dia anterior), um novo empréstimo de resgate a 2 anos de 29,1 mil M € ao ESM (excluindo o FMI como credor) e uma reestruturação parcial da dívida grega. Numa reunião por teleconferência, os Ministros das Finanças da área do euro rejeitaram o pedido e o Eurogrupo decidiu não se pronunciar sobre as propostas de acordo com a Grécia até ser conhecido o resultado do referendo. Neste contexto, as quatro principais agências de *rating* procederam a descidas da notação de crédito da Grécia e, em alguns casos, também dos principais bancos.

5 No cômputo do mês, para além das descidas dos índices acionistas também nos mercados obrigacionistas se observaram fortes quedas de preços. As taxas de rendibilidade dos principais países da área do euro subiram, sobretudo nas maturidades mais longas, verificando-se ainda algum alargamento dos diferenciais face à Alemanha (Tabela 1 e Tabela 2). Os títulos alemães a 10 anos subiram cerca de 30 p.b., face ao final do mês passado, encontrando algum suporte na divulgação dos dados da inflação para a área do euro que, em maio, aumentou para 0,3% e, em junho, 0,2% e nas projeções macroeconómicas divulgadas pelo BCE revendo em alta a inflação para 2015 (Tabela 3). Para além das expectativas de inflação na área do euro, de acordo com vários analistas, a reduzida liquidez que existe no mercado terá ampliado o movimento. A acompanhar o movimento europeu, os *US-Treasuries* a 10 anos registaram subida das taxas de rendibilidade na ordem de 10 p.b..

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

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

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

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

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

¹ Refira-se ainda que a Moody's concluiu a revisão dos *ratings* de 6 bancos portugueses, relacionada com as alterações metodológicas e com o impacto de alterações legislativas relacionadas com o apoio governamental ao setor bancário. O *rating* da dívida de longo prazo do Montepio subiu, o *rating* do BPI, BCP e Santander Totta manteve-se e o *rating* da CGD desceu. De destacar que no caso do BPI, as ações registaram uma descida significativa, após a desistência por parte do CaixaBank da OPA sobre o banco.

6 Na reunião de política monetária de 4 de junho, o BCE, apesar da revisão em alta da inflação para este ano, não efetuou alterações significativas nas projeções para o crescimento do PIB considerando que os dados económicos recentes apontam para a continuação do ciclo de recuperação. Perante esta comunicação, os participantes de mercado mantêm a perspetiva de implementação integral dos programas de compra de ativos atualmente em vigor (Tabela 3). Existiam algumas expectativas de que fossem dados mais detalhes sobre o programa de compras de ativos, nomeadamente em relação ao *frontloading* anunciado para os meses mais próximos, mas tal não se verificou.

Tabela 3 Projeções macroeconómicas para a área do euro

	Projeção do Eurosistema (Jun. 2015)			Projeção do BCE (Mar. 2015)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1
Inflação	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8

Fonte: BCE.

7 O BCE publicou os resultados do programa de compra de ativos no mês de maio, revelando um reduzido *frontloading*, com o montante total a ascender 63,1 mil M€, apenas 2,2 mil M€ acima do montante de abril. Deste montante total, 51,6 mil M€ correspondem a compras no âmbito do programa de compra de títulos de dívida pública, que compara com 47,7 mil M€ em abril. Este aumento no montante de compras do PSPP foi essencialmente direcionado a títulos da Alemanha, França, Itália e Espanha.

8 Num contexto de descida de preços dos principais mercados de capitais, o euro apreciou-se face ao dólar norte-americano e, em menor dimensão, face ao iene. A libra esterlina continuou a tendência de apreciação face ao euro. A apreciação do euro verificou-se sobretudo no início do mês, reagindo: i) por um lado à subida dos *yields* alemães, uma vez que a subida destas taxas torna as estratégias de *funding* em euros menos atrativas motivando o fecho de posições curtas e, ii) por outro lado, aos dados menos positivos sobre a economia dos Estados Unidos (Gráfico 1). Em particular, no início do mês o crescimento do PIB dos EUA para o 1.º trimestre foi revisto em baixa para valores negativos (para -0,7% face a 0,2% na 1.ª estimativa, em variação em cadeia anualizada), devido essencialmente a um maior contributo negativo das contas externas. Posteriormente, a 3.ª estimativa revelou uma queda de 0,2%. No final do mês, o movimento de depreciação do euro surge associado ao incumprimento do pagamento da Grécia ao FMI e à incerteza quanto às negociações com os credores internacionais.

Gráfico 1 - Cotação do euro-dólar

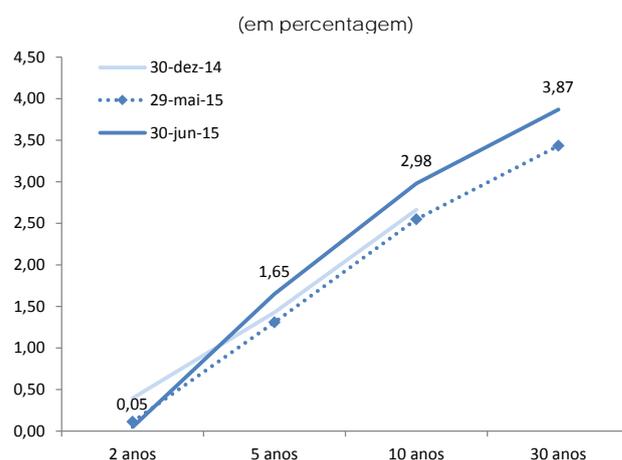


Fonte: BCE.

9 Nos EUA, o comunicado sobre a reunião do Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) revelou uma avaliação ligeiramente mais positiva para a evolução da economia, após a fraqueza registada no início do ano. As projeções para o crescimento do PIB em 2015 foram revistas em baixa para o intervalo de 1,8-2,0% (face a uma previsão em março de 2,3% a 2,7%). A Presidente, J. Yellen, referiu que mais relevante do que a data de início da subida das taxas de juro será a trajetória destas taxas, a qual deverá ser de subida moderada. Neste contexto reduziram-se um pouco as expectativas de subida da taxa de referência dos *Fed funds*.

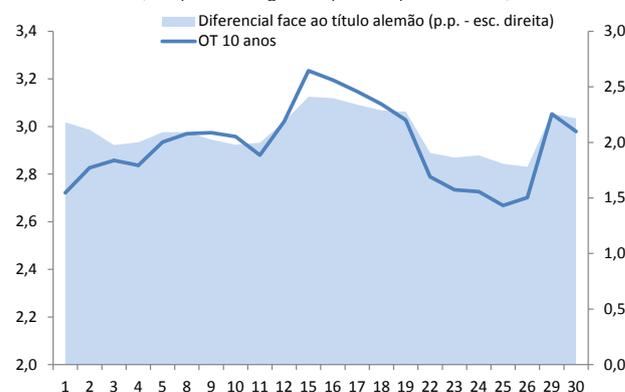
10 Em Portugal, o IGCP emitiu dívida a 3 meses e 1 ano, no total de 750 M€, o mínimo do intervalo proposto, com uma procura sólida e uma ligeira subida dos custos de financiamento. O *yield* médio a 3 meses foi de 0,044% (face a -0,002% em maio) e a 1 ano de 0,159% (face a 0,021%, no leilão anterior). Em mercado secundário, a curva de rendimentos registou um aumento da inclinação num movimento de aumento das taxas de rendibilidade, acompanhando o movimento dos restantes mercados obrigacionistas (Gráfico 2). O título *benchmark* a 10 anos registou um aumento significativo da taxa de rendibilidade na primeira metade do mês e, sobretudo, a partir do dia 26 de junho (Gráfico 3).

Gráfico 2 - Curva de rendimentos da dívida pública



Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rendibilidade dos títulos de dívida *benchmark*. Note-se que, em junho, se verificou alteração do *benchmark* a 2 anos.

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

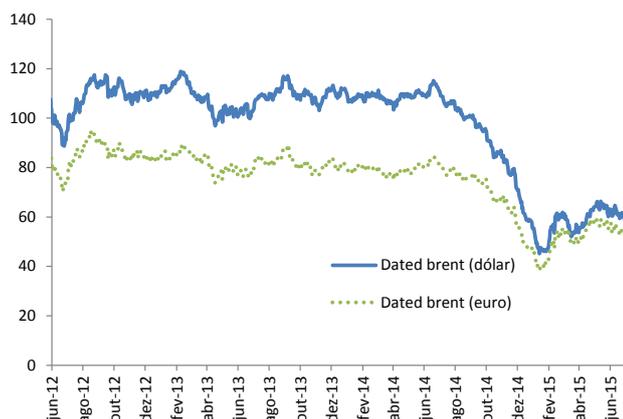


Fonte: IGCP.

11 No relatório *Economic Outlook* divulgado no início de maio, a OCDE reviu em baixa as previsões para o crescimento mundial em 2015 e 2016. O crescimento económico mundial é estimado de 3,1% em 2015 e 3,8% em 2016, ligeiramente revisto em baixa (anterior projeção de, respetivamente, 3,6% e 3,9%). Para a revisão em baixa contribuiu sobretudo a fraqueza registada no 1.º trimestre deste ano. Para o resto de 2015 e ao longo de 2016, a OCDE espera uma aceleração do crescimento mundial baseada nos preços baixos do petróleo, no generalizado carácter acomodaticio das políticas monetárias e no menor impacto negativo da consolidação orçamental nas maiores economias. Para Portugal, a OCDE reviu em alta a previsão de crescimento da economia para 1,6% em 2015 (face a 1,5%) e para 1,8% em 2016, sustentado pela procura externa, beneficiando da depreciação do euro e da descida do preço do petróleo.

12 O preço do petróleo diminuiu em junho, em dólares e em euros (Gráfico 4). Para a descida do preço do petróleo contribuiu o relatório da OPEP que indica que a produção destes países foi acima do objetivo (em cerca de 1 milhão de barris diários), em grande medida devido à produção da Arábia Saudita. Em sentido contrário, o Instituto de Petróleo Americano divulgou um relatório revelando a descida nas existências de crude.

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



Fonte: Thomson Reuters.

Divida direta do Estado

13 As necessidades líquidas de financiamento nos primeiros cinco meses do ano superam as verificadas no mesmo período do ano anterior. As necessidades de financiamento do Estado nos primeiros cinco meses atingiram 4,1 mil M€, um valor superior em 1,7 mil M€ ao registado no período homólogo. Estas são resultado do défice orçamental do subsetor Estado no valor de 2,5 mil M€ e da aquisição líquida com ativos financeiros em 1,5 mil M€. Relativamente à despesa com ativos financeiros, de salientar as injeções de capital efetuadas às Estradas de Portugal e à REFER, cuja fusão, em inícios de junho, formou a empresa Infraestruturas Portugal S.A no valor de 1,1 mil M€. No mês de maio, o Estado português registou uma capacidade líquida de financiamento de 183 M€ devido, sobretudo, ao excedente orçamental de 262 M€ e à amortização do empréstimo concedido à Metro do Porto (176 M€). No entanto, o Estado português efetuou um empréstimo à mesma empresa no valor de 217 M€.

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

	Mai 2014 (ex. acum.)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Total
Necessidades líquidas de financiamento	2366,7	474	945	1433	1476	-183	4146
Défice orçamental (sub-setor Estado)	2369	418	552	579	1297	-262	2585
Despesa com ativos financeiros	1053	60	394	862	180	273	1769
Empréstimos de médio e Longo Prazo		0	98	89	12	217	416
Metro do Porto			57			209	266
ParParticipadas			36				36
Região Autónoma da Madeira				75	12		86
Fundo de Apoio Municipal				14		1	15
Outros			5		0	7	12
Dotações de Capital		55	293	752	167	52	1318
Estradas de Portugal		55	252		71		378
Metro de Lisboa			29			34	63
Carris			12	24		15	51
REFER				685	15		700
CP - Comboios de Portugal				24	61		85
ParParticipadas				15			15
Outros		0,3		4	20	3	27
Outros		4	3	22	1	4	34
Receita com ativos financeiros	1055	-3	-1	9	1	195	200
Despesa líquida com ativos financeiros	-2	56	393	854	179	79	1482

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

14 Em maio registou-se um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior. Em final de maio, a dívida direta do Estado fixou-se em 224,2 mil M€, um acréscimo de 6,4 mil M€ face ao mesmo mês do ano anterior e um acréscimo de 3,5 mil M€ face ao mês anterior. Tal foi resultado, sobretudo, das emissões sindicadas de OT com maturidade em 2025 e 2045 do dia de 29 de abril, cuja data de liquidação foi a 7 de maio, num montante global de 2,5 mil M€, em valor nominal, e da emissão, por leilão, da OT com maturidade em 2021, no valor de mil M€, cuja liquidação foi efetuada em 29 de maio. Adicionalmente, foram efetuadas recompras de OT no montante de 58 M€. Relativamente a BT, registaram-se emissões no montante de 1,6 mil M€, valor igual ao montante amortizado. Também em maio se observou uma emissão líquida de Certificados de Aforro (20 M€) e de Certificados do Tesouro (107 M€). Por último as flutuações cambiais contribuíram para um aumento da dívida direta do Estado em 241 M€.²

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

	Mai-14	Abr-15	Mai-15	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	123 056	125 834	129 280	2,7	5,1	57,7	3 446	6 224
Curto prazo	23 411	20 726	20 648	-0,4	-11,8	9,2	- 78	-2 764
Médio e longo prazo	99 645	105 109	108 632	3,4	9,0	48,5	3 524	8 988
Não titulada	14 176	20 515	20 641	0,6	45,6	9,2	127	6 465
Cert. Aforro	10 706	12 665	12 685	0,2	18,5	5,7	20	1 979
Cert. do Tesouro	2 941	6 725	6 832	1,6	132,3	3,0	107	3 891
Outra	529	1 125	1 125	0,0	112,4	0,5	0	595
Assist. Financeira	77 201	73 993	74 234	0,3	-3,8	33,1	241	-2 967
Total	214 434	220 342	224 155	1,7	4,5	100,0	3 813	9 721
Por memória:								
Transacionável	116 807	119 641	123 194	3,0	5,5	55,0	3 553	6 387
Não Transacionável	97 627	100 701	100 961	0,3	3,4	45,0	260	3 335
Euro	181 963	193 688	197 170	1,8	8,4	88,0	3 483	15 207
Não euro	27 246	26 655	26 985	1,2	-1,0	12,0	330	-261

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.

15 Registou-se no mês de maio um aumento dos depósitos da administração central fruto, sobretudo, do acréscimo dos depósitos do subsetor Estado. Em maio, os depósitos da administração central fixaram-se em 20,2 mil M€, um aumento de 3,3 mil M€ face ao mês anterior. Este aumento foi resultado, sobretudo, do acréscimo dos depósitos do subsetor Estado. Tal foi consequência, por um lado, do acréscimo de dívida direta do Estado de 3,9 mil M€, ao valor de encaixe, devido a um nível de emissões (7,6 mil M€) superior ao valor amortizado (3,7 mil M€), e, por outro, da

² As flutuações cambiais estão cobertas por swaps cambiais. No mês de maio a sua variação contribuiu para uma diminuição da Carteira de Dívida Ajustada do Estado português (conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, com exclusão das promissórias, da dívida de retalho e de CEDIC e CEDIM) no valor de 292 M€.

capacidade líquida de financiamento apresentada em maio no valor de 183 M€ (excluindo adiantamentos de tesouraria).³ Consequentemente registou-se um aumento dos depósitos do subsetor Estado num valor aproximado de 3,3 mil M€.

16 No mês de maio, a despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado aumentou como consequência dos empréstimos no âmbito do PAEF. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado acumulada até maio, situou-se em 2737 M€ (536 M€ em maio), o que representa um aumento de 23,6% face ao mesmo período de 2014 (Tabela 6). Para tal contribuiu o pagamento dos juros referentes às Obrigações do Tesouro emitidas em 2014, ao terem previsto o pagamento do cupão em fevereiro e abril, bem como pela recompra de OT efetuada em abril de 2015, o que implicou uma antecipação do pagamento dos juros associados. Adicionalmente, em março e maio os juros estão influenciados pelo primeiro pagamento de juros associado à 10.^a tranche do empréstimo do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira no âmbito do PAEF e ao empréstimo efetuado pelo FMI, respetivamente. Em sentido oposto, encontram-se os juros a pagar no instrumento BT.

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

	2015			jan-mai		Objectivo OE-2015	Grau de Exceção (%)
	mar	abr	mai	2 014	2 015		
Juros da dívida pública	300	862	536	2 207	2 738	7 440	36,8
Bilhetes do Tesouro	38	6	8	204	77	99	78,0
Obrigações do Tesouro	2	724	7	971	1 402	4 257	32,9
Empréstimos PAEF	226	22	484	858	1 019	2 212	46,1
Certif. de Aforro e do Tesouro	39	43	39	147	194	560	34,7
CEDIC / CEDIM	1	1	1	11	10	62	16,2
Outros	-5	67	-2	16	36	250	14,2
Comissões	2	2	7	40	40	60	66,2
Empréstimos PAEF	0	0	0	18	2	2	100,5
Outros	2	2	7	22	38	58	65,0
Juros e outros encargos pagos	302	865	544	2 246	2 777	7 500	37,0
Tvh (%)	-6,7	31,2	-1,9		23,6%		5,7
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-3,5	-1,4	-1,0	-53,0	-7,9	-36	
Juros e outros encargos líquidos	299	863	543	2 193	2 768	7 464	37,1%
Tvh (%)	-3,0	33,6	-1,2		26,2%		7,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

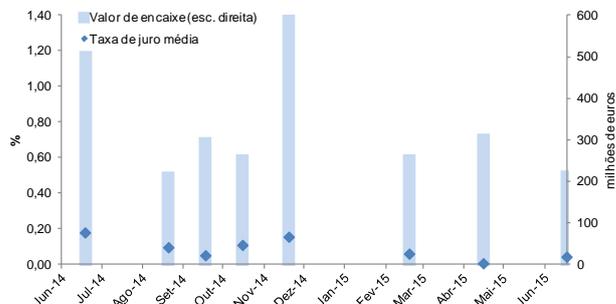
17 Em junho, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses. No dia 17 de junho, foram emitidos dois BT a 3 e a 12 meses, tendo sido colocado 212 M€ e 594 M€, respetivamente, a uma taxa média ponderada de 0,044% a 3 meses e de 0,159% a 12 anos. Em ambos os casos, a taxa de juro de colocação foi superior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 5 e Gráfico 6).

Tabela 7 – Emissão de Bilhetes de Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Set-15	Mai-16
Maturidade	17-Jun	17-Jun
Data da Transacção		
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	212	594
Montante de Procura (M€)	1 020	1 720
Taxa média (%)	0,044	0,159
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média)	15-Abr-15	20-Mar-15
	0,007	0,021

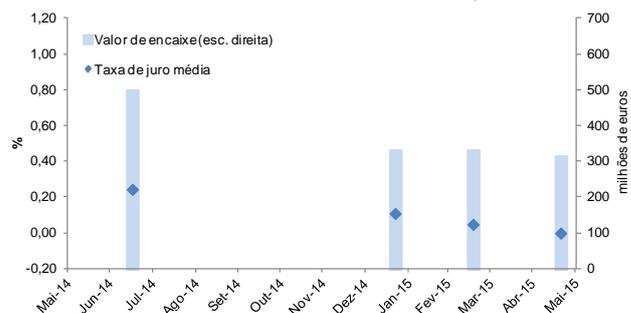
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 5 – Bilhetes do Tesouro a três 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)



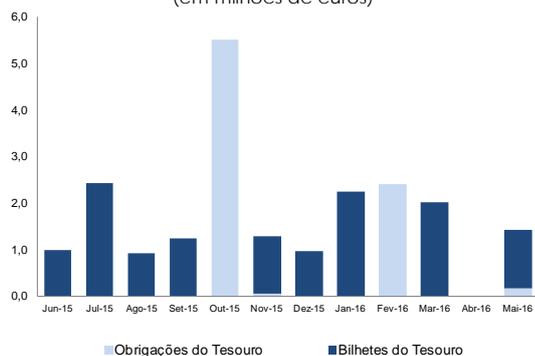
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

18 Já no mês de junho, efetuou-se o segundo reembolso antecipado ao FMI. No dia 18 de junho foi efetuado o segundo reembolso antecipado ao FMI no valor de DSE 1471 milhões (1,8 mil M€).⁴ Nesse sentido, foi amortizado um total de 29% do empréstimo efetuado pelo FMI no âmbito do PAEF (26,5 mil M€). Estes reembolsos dizem respeito às amortizações de capital que seriam devidas entre novembro de 2017 e março de 2018, bem como parte do montante devido em abril de 2018. Relativamente às amortizações a efetuar no ano iniciado em junho de 2015, de referir os 8,1 mil M€ de OT, dos quais se realça a OT com maturidade em outubro (5,5 mil M€) (Gráfico 7). Adicionalmente, está previsto a amortização de 27,3 mil M€ em títulos de médio e longo prazo nos próximos três anos (Gráfico 8).

³ A diferença da variação da dívida direta do Estado a valor nominal quando comparada com a variação a valor de encaixe é justificada pelas mais-valias e pelas flutuações cambiais.

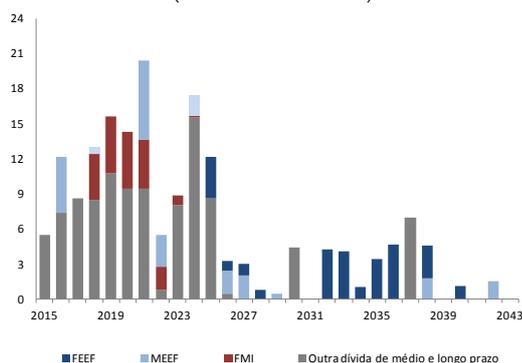
⁴ O Direito de Saque Especial (DSE) consiste na moeda utilizada pelo Fundo Monetário Internacional, sendo composta por um cabaz de moedas que inclui o dólar, o euro, a libra e o iene.

Gráfico 7 – Perfil de amortização
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP.

Gráfico 8 – Perfil de amortização
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

19 As necessidades líquidas de financiamento para 2015 foram revistas em baixa face ao inscrito no OE/2015. A redução da previsão das necessidades líquidas de financiamento para 2015 de 11 mil M€ para 7,3 mil M€ é resultado da revisão em baixa da despesa líquida com ativos financeiros que deverá ascender aos 1,3 mil M€, e não aos 5 mil M€ como anteriormente projetado (Tabela 8). No OE/2015, prevê-se para 2015 a realização de empréstimos a médio e longo prazo, por parte do Estado, no montante de 2,7 mil M€, sendo de salientar os empréstimos ao Metro do Porto (562,3 M€) e à administração regional e local (610,9 M€), dos quais 324,1 M€ são destinados à RAM (Tabela 9). À semelhança do sucedido em anos anteriores, encontram-se previstos empréstimos de médio e longo prazo destinados às sociedades veículo do BPN (*Parvalorem* e *Parups*), no valor de 412,9 M€. Adicionalmente está previsto uma despesa de 2,9 mil M€ para a realização de dotações de capital, da qual 2,6 mil M€ são destinados a empresas públicas não financeiras, nomeadamente a REFER (921,6 M€), a CP (683,6 M€) e as Estradas de Portugal (736,9 M€) (Tabela 9). No entanto, segundo as novas projeções a aquisição líquida de ativos financeiros em 2015 situar-se-á em 1,3 mil M€. Tal é resultado da previsão de amortização do empréstimo de 3,9 mil M€ efetuado ao fundo de resolução no âmbito do processo de resolução do BES. Adicionalmente, o nível de amortizações de médio e longo prazo projetado foi revisto em alta de 8,4 mil M€ para 17,9 mil M€ devido à decisão de reembolso antecipado de parte do empréstimo efetuado pelo FMI no âmbito do PAEF. Por último, de referir que está previsto um nível de depósitos do subsector Estado no final de 2015 de 9,8 mil M€. Para que se atinja este nível será necessário a redução de 4 mil M€ ao stock inicial até ao final do ano.

Tabela 8 – Necessidades de Financiamento do Estado
(mil milhões de euros)

	OE/2015		Maio 2015 (IGCP)	
	2014	2015	2014	2015
Necessidades de Financiamento do Estado	28,4 ¹	19,4 ¹	31,0 ¹	25,2 ¹
Necessidades Líquidas de Financiamento	15,3 ¹	11,0 ¹	14,3 ¹	7,3 ¹
Défice orçamental (sub-setor Estado)	7,4 ¹	6,0 ¹	7,1 ¹	6,0 ¹
Outras aquisições líquidas de ativos financeiros	8,2 ¹	5,0 ¹	7,6 ¹	1,3 ¹
Privatizações	-0,3 ¹	-	-0,4 ¹	-
Amortizações títulos de médio e longo prazo	13,1 ¹	8,4 ¹	16,7 ¹	17,9 ¹
OT+MTN	13,1 ¹	7,0 ¹	16,7 ¹	7,3 ¹
FMI	-	1,4 ¹	-	10,6 ¹
Fontes de financiamento do Estado	28,4 ¹	19,4 ¹	31,0 ¹	25,2 ¹
Uso de depósitos	9,9 ¹	4,7 ¹	2,9 ¹	2,7 ¹
Financiamento do ano	18,5 ¹	14,7 ¹	28,1 ¹	22,5 ¹

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Tabela 9 – Necessidades de Financiamento do Estado OE/2015
(milhões de euros, percentagem)

	Dotação para 2014		Dotação para 2015	
	M€	Estrutura %	M€	Estrutura %
Empréstimos a curto prazo	18,0	0,1	10,0	0,2
EMA	8,0	0,0	-	-
Outros	10,0	0,1	-	-
Empréstimos a médio e longo prazo	11 721,4	71,2	2 733,0	47,7
Administração Regional e Local	562,4	3,4	610,9	10,7
REFER	102,5	0,6	126,0	2,2
Metro do Porto	541,6	3,3	562,3	9,8
Parque Escolar	64,9	0,4	22,5	0,4
PARUPS	191,6	1,2	112,9	2,0
PARVALOREM	346,0	2,1	300,0	5,2
PARPÚBLICA	n.d.	-	312,5	5,5
QREN	630,0	3,8	381,3	6,7
Fundo de Resolução	5 400,0	32,8	-	-
Outros	3 882,4	23,6	304,7	5,3
Ações e outras participações	1 699,7	10,3	2 892,1	50,5
REFER	289,6	1,8	921,6	16,1
CP	-	-	683,6	11,9
Estradas de Portugal	918,8	5,6	726,9	12,7
Metropolitano de Lisboa	241,1	1,5	189,2	3,3
Outras dotações de capital	250,2	1,5	370,8	6,5
Outros ativos financeiros	3 027,2	18,4	89,7	1,6
Iniciativa p/ reforço Estabilidade Financeira	2 500,0	15,2	-	-
Execução de garantias (Ent. Privadas)	5,3	0,0	3,2	0,1
Execução de garantias (Ent. Públicas)	67,1	0,4	43,2	0,8
Dotações para MEE	401,5	2,4	-	-
Outros	53,3	0,3	43,3	0,8
Total de Despesa com Ativos Financeiros	16 466,3		5 724,8	
Por memória: Aquisição líquida de ativos financeiros	8 194,0		4 965,0	

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

20 Verificou-se uma revisão em baixa da dívida pública na ótica de Maastricht. ⁵ A dívida pública em percentagem do PIB do primeiro trimestre foi revista em baixa de 130% do PIB para 129,6% do PIB. Tal foi resultado sobretudo da revisão do nível de dívida pública de 226,3 mil M€ para 225,9 mil M€.

⁵ 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*.