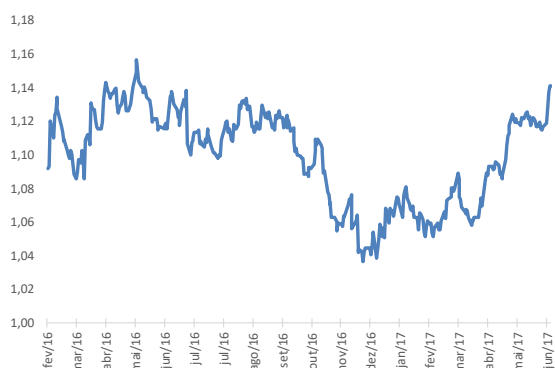


Condições de mercado

1 No mês de junho verificaram-se movimentos de maior apetite pelo risco, sobretudo nos mercados de capitais norte-americanos com subida nos preços dos principais índices acionistas e descidas nos preços dos mercados obrigacionistas. Em contraciclo, os índices acionistas na área do euro e no Reino Unido registaram uma desvalorização.

2 Relativamente aos mercados cambiais, o euro apreciou-se significativamente face à generalidade das moedas, beneficiando da alteração de expectativas quanto à evolução da política monetária ainda este ano, tendo a cotação do euro-dólar voltado a registar um máximo de 1,1413, desde maio de 2016 (Gráfico 1).

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



Fonte: BCE.

3 A libra esterlina depreciou-se, em reação ao resultado das eleições no Reino Unido. A decisão de manutenção da taxa de juro por parte do Banco de Inglaterra não foi consensual no seio do comité de política monetária. O Partido Conservador representado pela Primeira ministra Theresa May venceu com 42,5%, seguindo-se o Partido Trabalhista com 40%, obrigando ao acordo com o Partido Unionista Democrático da Irlanda do Norte (DUP) para formação de governo. A meados do mês, o Banco de Inglaterra manteve a taxa de juro diretora no mínimo histórico de 0,25%. Contudo, a votação surpreendeu o mercado, com 3 dos 8 membros a votarem a favor de uma subida de taxas, num sinal de divisão dentro do comité de política monetária. Adicionalmente, o Banco de Inglaterra aumentou o requisito de capital pedido aos bancos, num contexto em se assume que o Brexit poderá ter implicações negativas sobre a estabilidade financeira.

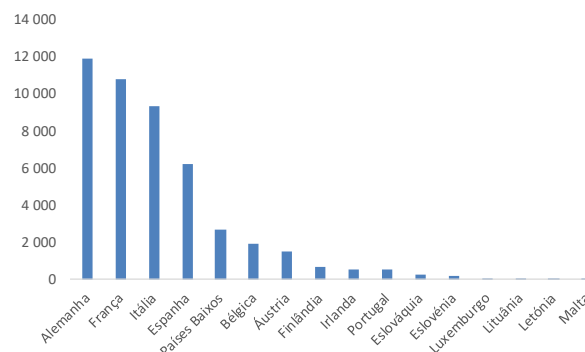
4 Nos EUA, o Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) decidiu a subida da taxa de juro de referência dos Fed funds em 0,25 p.p., para o intervalo entre 1% e 1,25%. A decisão de subida da taxa de juro teve o voto contra do presidente do Fed de Minneapolis. O FOMC divulgou também uma agenda que fornece pormenores em relação à forma como pretende levar a cabo o processo de normalização do balanço do banco central, sem indicação do momento em que se iniciará este processo. A Reserva Federal apresentou os resultados da 2ª parte dos testes de stress efetuados às maiores instituições financeiras a operarem nos EUA. Apenas uma instituição foi assinalada como tendo um projeto de distribuição de dividendos a ser revisto.

5 O FMI reviu, em baixa, as estimativas para o crescimento dos EUA em 2017 de 2,3% para 2,1% e, em 2018, de 2,5% para 2,1%. Para esta revisão contribuiu a revisão das expectativas quanto à existência de estímulos orçamentais adicionais, com efeitos na procura interna.

6 Na área do euro, o BCE não alterou a política monetária, mas reviu em alta as perspetivas para o crescimento da economia. O BCE manteve as taxas de juro inalteradas e o montante de compras no âmbito do programa de compra de ativos em 60 mil M€ mensais, como era esperado. Apesar de ter mantido o enquadramento da política monetária inalterado, introduziu algumas alterações no comunicado. A autoridade monetária alterou a sua avaliação dos riscos sobre o crescimento da área do euro, de "are still tilted to the downside" para "are considered broadly balanced".¹ Também em relação à inflação, o comunicado refletiu o desaparecimento dos riscos de deflação e a maior confiança de que a inflação poderá convergir para o objetivo de política monetária no futuro. Nas previsões divulgadas, o BCE reviu em alta as perspetivas para o crescimento em 2017 e 2018. Pelo contrário, a inflação foi revista em baixa para todo o horizonte de projeção, na medida em que incorpora preços de petróleo mais baixos, mas mantém uma trajetória ascendente. Os valores da primeira estimativa para a inflação revelaram uma desaceleração de 1,4%, em maio, para 1,3%, em junho, inferior à prevista, e o índice excluindo energia, alimentação, álcool e tabaco aumentou mais que o esperado, de 0,9% para 1,1%.

7 Em junho de 2017, o BCE comprou no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP) 51,6 mil M€ de títulos de dívida pública. Durante o mês de junho, as compras concentraram-se essencialmente em títulos de dívida pública da Alemanha, França e Itália (Gráfico 2). Quanto aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras efetuado pelo BCE em junho situou-se em 498 M€, significativamente abaixo da média mensal de 1005 M€ para todo o período do programa e do limite de compras para o país. O montante acumulado de títulos de dívida pública portuguesa comprados no âmbito do PSPP desde o início do programa foi de 28 145 M€, situando-se a maturidade média desses títulos em 8,85 anos. De destacar que o PSPP é o programa que apresenta maior montante no âmbito do programa alargado de compras de ativos (Expanded Asset Purchase Programme) pelo BCE.

Gráfico 2 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em junho
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

¹ A avaliação dos riscos deixou de ter um enviesamento descendente para ser considerada balanceada.

8 Nos mercados obrigacionistas da área do euro, os diferenciais entre as taxas de rendibilidade dos países periféricos e as da Alemanha registaram reduções generalizadas em diversas maturidades. Os diferenciais das taxas de rendibilidade de títulos de dívida soberana nas economias da área do euro face à Alemanha reduziram-se, em grande medida influenciadas pelos movimentos de menor aversão ao risco a partir de meados do mês (Tabela 2), na sequência dos resultados das eleições legislativas em França e autárquicas em Itália. As taxas de rendibilidade a 10 anos na Alemanha aumentaram 0,2 p.p., em maior dimensão do que em França, Bélgica e Irlanda, contribuindo para a redução do diferencial das taxas de rendibilidade (Tabela 1).

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

	30/dez/14	30/dez/15	30/jun/16	30/set/16	30/dez/16	31/mai/17	30/jun/17	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,7	2,5	3,0	3,3	3,7	3,0	3,0	0,0	-0,7
Itália	1,9	1,6	1,3	1,2	1,8	2,2	2,2	0,0	0,3
Espanha	1,6	1,8	1,2	0,9	1,4	1,5	1,5	0,0	0,1
Irlanda	1,2	1,1	0,5	0,3	0,7	0,8	0,9	0,1	0,1
França	0,8	1,0	0,2	0,2	0,7	0,7	0,8	0,1	0,1
Bélgica	0,8	1,0	0,2	0,1	0,5	0,7	0,8	0,1	0,3
Alemanha	0,5	0,6	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,2	0,3

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

	30/dez/14	30/dez/15	30/jun/16	30/set/16	30/dez/16	31/mai/17	30/jun/17	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	212	188	312	343	354	273	255	-19	-99
Irlanda	70	52	64	44	54	46	40	-7	-15
França	28	36	31	31	48	43	35	-8	-13
Bélgica	28	34	36	25	32	35	33	-2	1
Itália	134	97	139	131	161	189	169	-21	8
Espanha	106	114	129	100	118	124	106	-18	-12

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

9 Em Itália, o resultado das eleições autárquicas afastou o partido eurocético da 2.ª volta. No setor financeiro, o Governo liquidou dois bancos. Os resultados das eleições autárquicas contribuíram para a acalmia do clima político, afastando a necessidade de eleições ainda este ano. No setor financeiro, o Governo italiano decidiu efetuar a liquidação do Banca Popolare di Vicenza e do Veneto Banca, após o BCE ter determinado que os bancos estariam em falência ou na eminência de falência. No processo de liquidação será feita uma separação entre banco bom e banco mau, com os ativos de ambos os bancos a serem comprados pelo Intesa Sanpaolo por 1€, por contrapartida o comprador deverá ainda receber cerca de 5 mil M€ de fundos públicos e garantias, até um máximo de 12 mil M€, para cobrir possíveis perdas do crédito em incumprimento. Em reação, a bolsa italiana registou uma outperformance face aos restantes índices da área do euro, perante a expectável redução do risco sistémico do setor bancário. A generalidade dos bancos europeus registou um desempenho positivo, num movimento liderado pelos bancos italianos.

10 Em Espanha, o Banco Popular foi comprado pelo Banco Santander por 1 €. O Banco Popular apresentou, em fevereiro, resultados negativos de 3,5 mil M€ referentes ao ano de 2016, devido a incumprimentos de crédito, custos de reestruturação e diversos abatimentos ao ativo. Apesar dos esforços de aumento de capital, o BCE acabou por obrigar a uma compra que foi efetivada pelo Santander por 1€.

11 No Brasil, a incerteza política na sequência das alegações contra o Presidente M. Temer conduziu a decisões de agências de rating, no final do mês de maio. A agência de notação financeira S&P's colocou o rating da dívida soberana do Brasil em "credit watch", implicando que poderá descer a notação

nos próximos 3 meses, do atual nível BB. A agência Moody's colocou o Outlook do rating em negativo, ao que poderá significar uma descida do nível de Ba2.

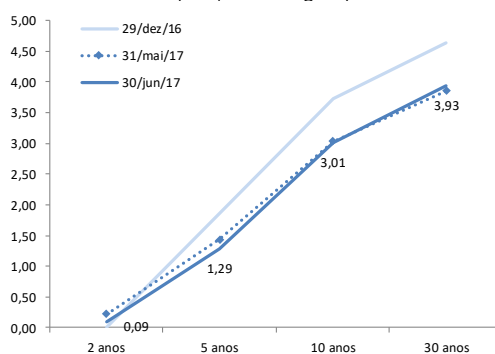
12 Na Grécia, as taxas de rendibilidade obrigacionistas voltaram a atingir mínimos, na maturidade a 10 anos, na sequência da revisão em alta do rating pela agência Moody's.

A Moody's reviu em alta o rating soberano da Grécia, de Caa3 para Caa2, com perspetiva positiva. A agência justificou esta decisão com o facto da conclusão da 2.ª avaliação do atual programa de ajustamento ter aumentado a probabilidade de aprovação de medidas adicionais de alívio de dívida. No entanto, a dívida soberana grega continua a não ser elegível para o PSPP. O Ministro das Finanças, E. Tsakalotos, confirmou que o governo grego tem o objetivo de regressar ao mercado de dívida em breve. As taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos desceram de 6,1% no final de maio para 5,4% no final de junho.

13 Em Portugal observou-se uma ligeira descida das yields nos prazos mais curtos da curva de rendimentos, bem como uma compressão dos spreads face à Alemanha.

No prazo a 2 anos, as taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa desceram 13,4 pontos base, face ao final de maio, ao contrário dos restantes países da área do euro onde se observou uma subida. Na maturidade a 5 anos a descida foi de 14,9 p.b. e na maturidade a 10 anos de 2,4 p.b. A compressão dos spreads face à Alemanha resultou do movimento de descida de taxas de rendibilidade da dívida da República portuguesa e da subida nas taxas de juro da Alemanha. A República portuguesa emitiu 1250 M€ de obrigações a 5 e 10 anos (montante máximo do intervalo indicativo). Esta operação foi considerada bem-sucedida, na medida que, comparativamente ao último leilão em maio, registaram-se uma procura superior e yields médios ponderados inferiores. Na emissão a 5 anos foram colocados 500 M€ a um yield médio de 1,198%, o que compara com 1,828% da emissão anterior e na emissão a 10 anos foram colocados 750 M€ com yield médio de 2,851%, o que compara com 3,386% da emissão anterior. Em relação a Bilhetes do Tesouro, foram emitidos títulos a 3 e a 11 meses, totalizando 1250M€ às taxas de -0,337% e -0,264%, respetivamente, que constituíram mínimos históricos.

Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública
(em percentagem)

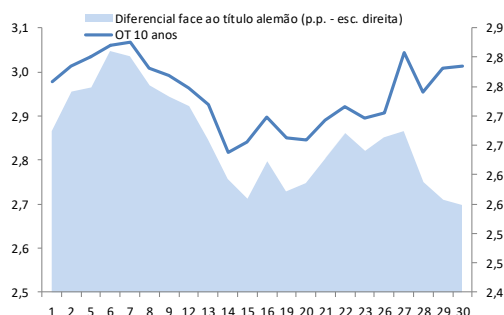


Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rendibilidade dos títulos de dívida benchmark

14 A Fitch reviu, de estável para positiva, a perspetiva para o rating soberano de Portugal (BB+). Esta decisão foi justificada com a redução do défice para 2% e alicerçada na redução dos gastos correntes e crescimento mais forte do PIB que terá permitido a saída do Procedimento por Défice Excessivo. A agência espera que a consolidação orçamental se mantenha, podendo o défice chegar a 1,4% do PIB em 2018, tendo identificado como os maiores riscos para esse cenário custos potenciais ligados ao setor bancário e um crescimento mais

fraco. Em comunicado, o Ministério das Finanças indicou que essa decisão indicia que poderá haver uma subida do rating soberano para a categoria de investimento mais cedo do que está a ser antecipado. A próxima decisão da Fitch está agendada para 15 de dezembro. A S&P's e a Moody's deverão emitir a sua opinião em setembro. Ainda no mês passado, o economista-chefe da agência de notação financeira S&P's defendeu que "ainda é preciso perceber se esta recuperação [económica] é sustentável" antes de uma decisão no sentido de subir o rating da República portuguesa.

Gráfico 4 – Evolução diária em junho da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP

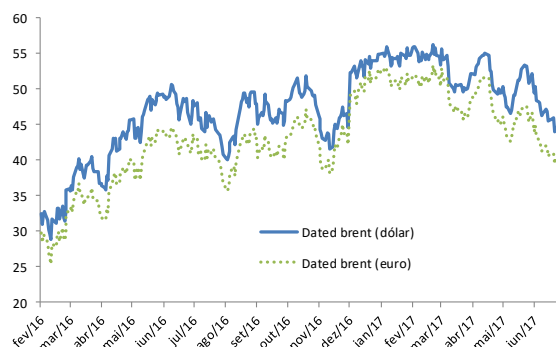
15 Foi aprovado o reembolso antecipado do empréstimo do FMI, num total de 3,6 mil M€. Este reembolso deverá ser feito em duas tranches, uma de 1 mil M€, concretizada no final de junho, e a outra de 2,6 mil M€ a reembolsar até ao final de agosto.² Com este pagamento, Portugal terá já reembolsado 18,1 mil M€ dos 26,3 mil M€ recebidos do FMI. A instituição divulgou, no âmbito do Artigo IV, uma análise favorável à economia portuguesa, referindo a melhoria orçamental, a estabilização do setor financeiro e um crescimento superior ao esperado, tendo revisto em alta o crescimento para 2017, de 1,7% para 2,5%. De acordo com esta análise, o défice deverá, em 2017, situar-se em 1,5% do PIB. Como aspetos negativos são indicados os numerosos desafios para o setor bancário e a necessidade de consolidação orçamental estrutural que beneficie a sustentabilidade das finanças públicas.

16 No mercado acionista português observou-se uma desvalorização, em linha com o movimento do EuroStoxx50. O PSI 20 desvalorizou-se 2,6%, face ao final de maio, e o índice benchmark europeu Euro Stoxx 50 desvalorizou-se 2,3%. No setor financeiro europeu, destaque para a aquisição de 100% do Banco Popular pelo Banco Santander, pelo valor de 1€, no âmbito de uma medida de resolução, após o BCE ter declarado o Banco Popular como em falência ou na eminência de falir. O Banco Santander referiu em comunicado que pretende realizar um aumento de capital de 7 mil M€, que deverá cobrir o capital e as provisões necessárias para reforçar o balanço do Banco Popular. O Banco Popular Portugal será incorporado no Banco Santander Totta, que deverá passar a deter uma quota de mercado na ordem dos 17%, tornando-se o maior banco privado a operar em Portugal, em termos de ativos.

17 O preço do petróleo desceu entre o final de maio e o final de junho, 6,3% em euros e 4,7% em dólares (Gráfico 5). Apesar do anúncio do corte de relações diplomáticas com o Qatar, por parte da Arábia Saudita, dos Emirados Árabes Unidos, do Egito e do Bahrain, o preço do petróleo desceu em virtude de sinais de aumento da oferta. Nos EUA foram divulgados dados

que indicam um aumento inesperado das existências. Por seu turno, a OPEC divulgou o relatório mensal, que indica um aumento da produção conjunta da Nigéria e da Líbia em cerca de 350 mil barris diários, o equivalente a um quarto dos cortes de produção acordados pelos membros do cartel para 2017. Adicionalmente, a Agência Internacional de Energia divulgou novas previsões, indicando que, apesar de prever um aumento da procura superior ao da oferta no 2.º semestre de 2018, as elevadas existências de crude deverão permanecer no decurso de 2018, fruto de maior produção de produtores não pertencentes ao cartel.

Gráfico 5 – Preço do petróleo (dated Brent)
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

18 Verificou-se até maio um aumento das necessidades líquidas de financiamento do Estado devido, sobretudo, às injeções de capital efetuadas nas empresas públicas. As necessidades líquidas de financiamento do Estado até maio atingiram 5,6 mil M€, o que representa um acréscimo de 2,7 mil M€ face ao período homólogo (Tabela 3). Para esta evolução contribuiu, sobretudo, a injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos efetuada em março no valor de 2,5 mil M€, no âmbito do plano de recapitalização, e na Infraestruturas de Portugal de 600 M€. Ao nível da receita de ativos financeiros, durante o período de janeiro a maio, destaca-se o reembolso ao Estado da última tranche das obrigações de capital contingente por parte do BCP (CoCos) no valor de 700 M€. Por último, o défice do subsector Estado atingiu 2778 M€, um valor superior ao observado no período homólogo em 515 M€. Em termos mensais, observou-se uma redução das necessidades de financiamento no montante de -179 M€ face a abril, como resultado da diminuição do défice do subsector Estado em -503 M€, compensado pelo empréstimo de médio e longo prazo efetuado à Metro do Porto (349,5 M€).

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

	Jan-Mai		Exec. 2016	2017 (p)
	2016	2017		
Necessidades líquidas de financiamento	2902	5624	8325	13482
Défice orçamental (sub-setor Estado)	2263	2778	6157	6639
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	709	3691	3112	8065
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	78	403	1104	2677
<i>Dotações de Capital</i>	612	3275	1943	5277
<i>Outros</i>	19	363	65	111
<i>Receita com ativos financeiros</i>	69	845	934	1222
Despesa líquida com ativos financeiros	640	2846	2169	6843

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

² A tranche reembolsada em junho totalizou deverá ser paga por um novo empréstimo a 15 anos junto do Santander, em resultado do acordo judicial obtido

entre o Estado português e esta instituição financeira no âmbito da disputa sobre swaps adquiridos por empresas públicas.

19 Verificou-se uma diminuição da dívida direta do Estado em maio. No final de maio a dívida direta do Estado atingiu 243,6 mil M€, o que representa uma queda de 424 M€ face a abril (-0,2%) e um aumento de 10,8 mil M€ em termos homólogos (4,6%) (Tabela 4).³ A redução do stock da dívida em termos mensais foi resultado, sobretudo, do decréscimo da dívida titulada de curto-prazo, designadamente de BT. Registou-se a amortização de BT no montante de 2,6 mil M€, valor superior ao obtido com os leilões a 6 e a 12 meses (1,75 mil M€). No mesmo mês, verificou-se um acréscimo do stock de OT em consequência do leilão a 5 (695 M€) e a 10 anos (732 M€). Adicionalmente, o saldo de Certificados do Tesouro e de Aforro aumentou em 224 M€. Por último, as contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros caíram 345 M€.⁴ Por último, de referir que a dívida direta do Estado aumentou face ao final de 2016 um total de 8,1 mil M€ (excluindo contas margens), um valor superior às necessidades de financiamento durante o mesmo período o que resultou num aumento dos depósitos do Estado durante esse mesmo período.

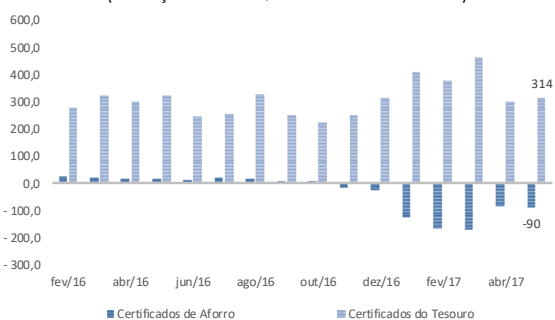
Tabela 4 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	mai/16		abr/17		mai/17		Variação (%)		Variação (M€)	
	mensal	homóloga	mensal	homóloga	mensal	homóloga	mensal	homóloga	mensal	homóloga
Titulada	137 347	149 592	149 833	0,2	9,1	61,5	241	12 486		
Curto prazo	20 265	22 716	21 894	-3,6	8,0	9,0	-822	1 629		
Médio e longo prazo	117 082	126 876	127 939	0,8	9,3	52,5	1 063	10 857		
Não titulada	25 227	28 411	27 984	-1,5	10,9	11,5	-427	2 756		
Cert. Aforro	12 904	12 384	12 294	-0,7	-4,7	5,0	-90	-610		
Cert. do Tesouro	9 420	12 831	13 145	2,4	39,5	5,4	314	3 725		
Outra	2 904	3 196	2 545	-20,4	-12,3	1,0	-651	-359		
Assist. Financeira	70 217	66 017	65 780	-0,4	-6,3	27,0	-237	-4 437		
Total	232 792	244 020	243 597	-0,2	4,6	100,0	-424	10 805		
Por memória:										
Transaccionável	131 248	143 198	143 503	0,2	9,3	58,9	305	12 255		
Não Transaccionável	101 545	100 823	100 094	-0,7	-1,4	41,1	-729	-1 451		
Euro	210 076	225 422	225 344	0,0	7,3	92,5	-78	15 267		
Não euro	22 716	18 598	18 253	-1,9	-19,6	7,5	-345	-4 463		
Contas margem	1 784	1 918	1 311	-	-	-	-607	-473		

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.

20 O mês de maio foi o sétimo mês de queda consecutiva do stock de Certificados de Aforro. O stock de Certificados de Aforro atingiu 12,3 mil M€ em maio, o que representa um decréscimo de 90 M€ face a abril (Gráfico 6), sendo este o sétimo mês consecutivo de queda. Por seu turno, o stock de Certificados do Tesouro fixou-se em 13,1 mil M€, um aumento de 314 M€ em termos mensais e de 3,7 mil M€ em termos homólogos.

Gráfico 6 – Stock de Certificados de Aforro e Tesouro
(variação mensal, em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

21 Verificou-se uma redução da despesa com juros nos primeiros cinco meses do ano. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado atingiu 2 969 M€ nos primeiros cinco meses do ano, o que representa um decréscimo de -2,8% face ao período homólogo, sendo que a

previsão para o ano como um todo é a de um aumento de 2,3% (Tabela 5). O pagamento dos juros referentes às OT atingiu 1 849 M€, um aumento de 4,9% face ao mesmo período do ano anterior, sendo de 725 M€ (-19%) os juros relativos ao empréstimo do PAEF. Por outro lado, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro diminuiu (-15,3%) para um total de 313 M€.⁵

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

	Execução		Tvh (%)	2016	Objectivo OE-2017	Tvh (%) OE/2017	Grau de Execução (%)
	2016	2017					
Juros da dívida pública	3 011	2 925	-2,9	7 282	7 453	2,4	39,2
Bilhetes do Tesouro	7	3	-56,8	9	9	-4,9	33,2
Obrigações do Tesouro	1 763	1 849	4,9	4 544	4 793	5,5	38,6
Empréstimos PAEF	895	725	-19,0	1 846	1 806	-2,1	40,1
Certif. de Aforro e do Tesouro	370	313	-15,3	792	680	-14,1	46,1
CEDIC / CEDIM	10	4	-61,6	24	14	-42,5	27,4
Outros	-33	32	-197,0	67	151	124,6	21,0
Comissões	47	41	-11,9	99	80	-18,9	51,4
Empréstimos PAEF	16	11	-	16	2	-87,4	550,0
Outros	31	30	-2,1	83	78	-5,7	38,6
Juros e outros encargos pagos	3 058	2 967	-3,0	7 380	7 533	2,1	39,4
Tvh (%)		-3,0		3,9	2,0		
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-4	3	-174	-4	-9		
Juros e outros encargos líquidos	3 054	2 969	-2,8	7 376	7 546	2,3	39,3
Tvh (%)		-2,8					

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

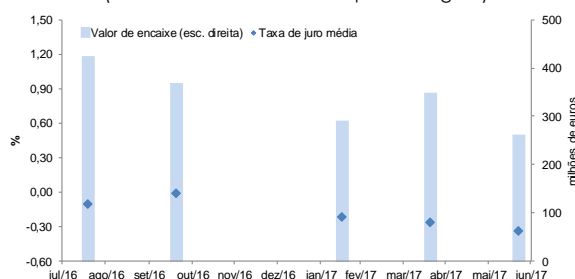
22 Já em junho, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses e OT a 5 e a 10 anos. No dia 21 de junho, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro, no valor de 250 M€ com maturidade a 3 meses, cuja procura superou os 1 140 M€, a uma taxa média de -0,337%, e o segundo, a 12 meses no valor de 1 047 M€, cuja procura se situou nos 1,785 mil M€, a uma taxa de -0,264%. De referir que em ambos os casos a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 6, Gráfico 7 e Gráfico 8). Adicionalmente realizaram-se duas emissões de OT no dia 14 de junho, uma com maturidade em 2022, a uma taxa de 1,198%, no valor de 570 M€ e outra com maturidade em 2027 a uma taxa de 2,851%, no montante de 781 M€.

Tabela 6 – Emissão de Bilhetes do Tesouro e Obrigações de Tesouro em junho

Instrumento	Bilhetes do Tesouro		OT	
	set/17	mai/18	out/22	abr/27
Maturidade				
Data da Transacção	21/jun	21/jun	14/jun	14/jun
Prazo	6 meses	12 meses	5 anos	10 anos
Montante Colocado (M€)	250	1 047	570	781
Montante de Procura (M€)	1 140	1 785	1 507	1 456
Taxa média (%)	-0,337	-0,264	1,198	2,851
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)				
	abr/17	mai/17	mai/17	mai/17
	-0,266	-0,153	1,828	3,386

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 7 – Bilhetes do Tesouro a três meses
(em milhões de euros e em percentagem)



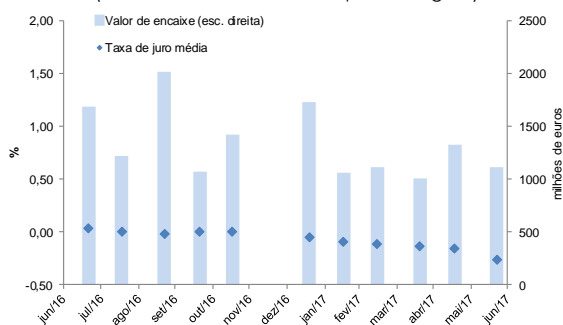
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

³ Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.

⁴ A dívida após coberturas cambiais ascendeu a 242,1 mil M€.

⁵ Os juros pagos referentes a Bilhetes do Tesouro e a outros instrumentos de dívida, nomeadamente Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável foram pouco significativos.

Gráfico 8 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)

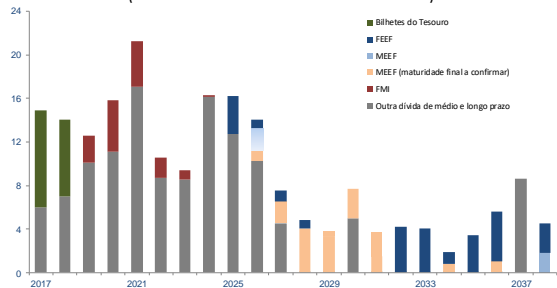


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

23 Para o terceiro trimestre, encontra-se prevista a emissão de Obrigações do Tesouro através de sindicatos e leilões.

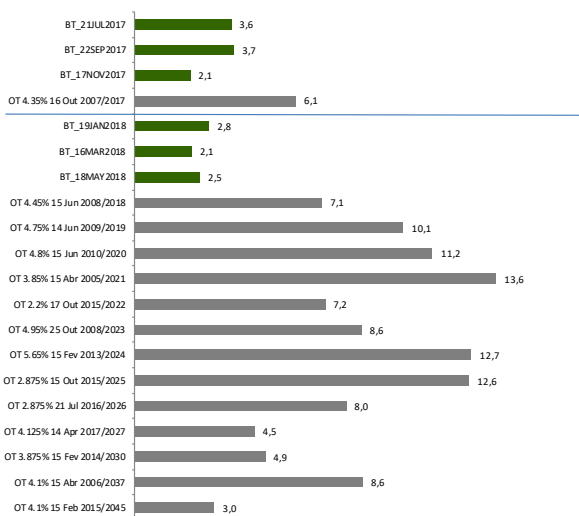
O IGCP apresentou no dia 30 de junho o programa de financiamento do 3.º trimestre. O IGCP projeta a emissão de OT através da combinação de sindicatos e leilões, sendo esperadas colocações de mil M€ a 1,25 mil M€ por leilão, não sendo definido nem o número de leilões, nem a data de emissão. Relativamente a BT, encontra-se prevista a emissão de 6 leilões, cujas datas indicativas são 19 de julho (a 6 e a 12 meses no valor entre 1,5 mil M€ e 1,75 mil M€), 16 de agosto (a 3 e a 11 meses no valor entre 750 M€ e mil M€) e a 20 de setembro (a 6 e a 12 meses no valor de 1,5 mil M€ e 1,75 mil M€).

Gráfico 9 – Perfil de amortização no final de junho de 2017
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: considera a maturidade original do empréstimo do FMI e assume a extensão de maturidades de empréstimos do MEEF a vencer até 2022 (ainda a operacionalizar).

Gráfico 10 – Perfil de amortização no final de junho de 2017
(em mil milhões de euros)

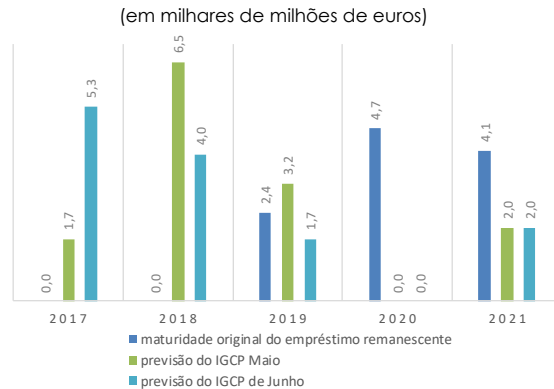


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os dados estão ordenados por ordem crescente de maturidade.

24 Encontra-se projetada a amortização de títulos de dívida no valor superior a 15,3 mil M€ durante o segundo semestre de 2017. Relativamente ao 2.º semestre de 2017, encontra-se previsto a amortização da OT com maturidade em outubro no valor de 6,1 mil M€. Adicionalmente, está projetada a amortização de aproximadamente 9,2 mil M€ em BT (em valor nominal, incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública) em julho, setembro e novembro (Gráfico 9 e Gráfico 10). Por outro lado, é de referir que está prevista para agosto a abertura da linha do BT com maturidade em novembro de 2017.

25 Registou-se uma revisão do reembolso antecipado do empréstimo do FMI a efetuar em 2017/2018. De acordo com a última apresentação aos investidores do IGCP, encontra-se previsto um reembolso do empréstimo do FMI no valor de 5,3 mil M€ em 2017 (dos quais 1,7 mil M€ já foram executados), 4,0 mil M€ em 2018, 1,7 mil M€ em 2019 e 2 mil M€ em 2021, totalizando 13 mil M€ em cinco anos (Gráfico 11). Esta constitui uma revisão face a inícios de junho no qual se projetava uma amortização do mesmo empréstimo em 1,7 mil M€ em 2017 (já efetuados), 6,5 mil M€ em 2018 e de 3,2 mil M€ em 2019.⁶ Segundo o governo, o reembolso antecipado do empréstimo do FMI tem duas finalidades: (i) a redução do custo com juros; e (ii) visa alisar o perfil da dívida e da amortização da dívida ao longo dos próximos anos.

Gráfico 11 – Perfil de amortização do empréstimo do FMI durante 2017 e 2021
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

Dívida pública na ótica de Maastricht

26 Em termos nominais, a dívida pública na ótica de Maastricht, diminuiu em maio. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de maio ascendeu a 247,3 mil M€, valor inferior ao registado no final de abril em 250 M€. Em termos homólogos verificou-se um aumento de 9,7 mil M€. Relativamente à dívida líquida de depósitos da administração central observou-se um aumento de 381 M€ em termos mensais, fixando-se em 228,1 mil M€. No que se refere aos depósitos da administração central, atingiram 19214 M€ no final de maio.

⁶ De lembrar que tendo em consideração as maturidades originais dos empréstimos do FMI no âmbito do PAEF, encontram-se previsto amortizações de 2,4 mil M€ em 2019, 4,7 mil M€ em 2020 e de 4,1 mil M€ em 2021, totalizando 11,2 mil M€ em cinco anos (Gráfico 11).

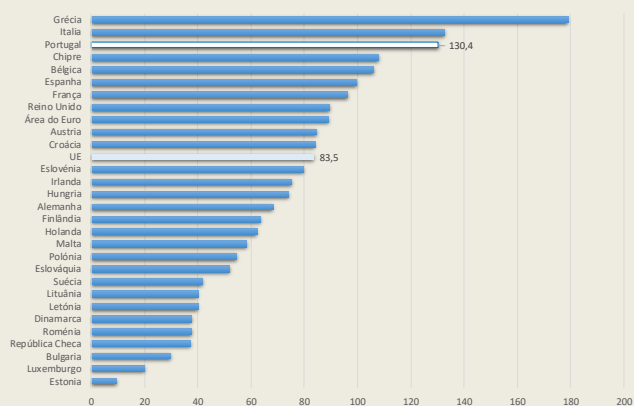
Caixa 1 – Dívida Pública dos países membros da União Europeia em 2016

O Eurostat divulgou no dia 20 de junho um artigo no qual comparava os diversos Estados-membros da União Europeia sobre diversos aspetos da dívida pública no final de 2016, nomeadamente: (i) em percentagem do PIB; (ii) por financiador; (iii) por instrumento, e (iv) por maturidade.

Existem diferenças significativas quanto à dívida pública em percentagem do PIB entre os diversos Estados-membros. Por ordem decrescente a dívida pública da Grécia atingiu 179% do PIB (Gráfico 1), a de Itália 132,6% e a de Portugal 130,4%. No outro extremo da distribuição, surgem a Estónia (9,5% do PIB), o Luxemburgo (20% do PIB) e a Bulgária (29,5%).

É ainda de referir que algumas das maiores economias da área do euro têm rácios de dívida em percentagem do PIB elevados e superiores à média (89,2%), designadamente Espanha, que tem um rácio de dívida pública de 99,4%, França, de 96%, e Reino Unido, de 89,3%. Por último, a Alemanha tinha uma dívida pública de 68,3% do PIB no final de 2016.

Gráfico 1. Dívida pública em 2016
(percentagem do PIB)

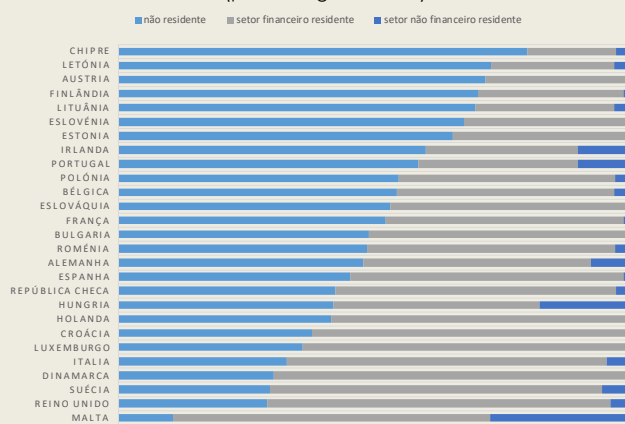


Fontes: Eurostat.

Também se verificam diferenças consideráveis entre os Estados-membros quanto ao setor detentor (Gráfico 2), i.e., o financiador da dívida pública. Entre os Estados-Membros para os quais estão disponíveis dados, a detenção da dívida pública por parte de não residentes foi mais elevada em Chipre (79%), seguida da Letónia (72%), da Áustria (71%), da Finlândia (70%) e da Lituânia (69%). Em contrapartida, os países cuja dívida era, em 2016, maioritariamente financiada pelo setor financeiro residente são a Dinamarca (67%), à frente da Suécia (64%), do Luxemburgo (63%), da Croácia, da Itália e de Malta (todos com 62%). Relativamente a Portugal, 58,2% da dívida pública encontrava-se detida pelo setor não residente, 31% pelo setor financeiro residente e 10,8% pelo setor não financeiro residente.

Com efeito, para a detenção de dívida pública pelo setor não financeiro residente em Portugal muito tem contribuído a emissão de produtos financeiros dirigidos ao retalho, nomeadamente os Certificados do Tesouro e Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável. Também na Irlanda, o seu setor não financeiro residente detém 10,8% da dívida nacional, valor este só suplantado por Malta (27,7%) e Hungria (18%). Com posições menos expressivas, aparecem, a Alemanha (8,2%), a Itália (5,2%) e Bélgica (3,7%).

Gráfico 2. Dívida pública em 2016 por financiador
(percentagem do PIB)

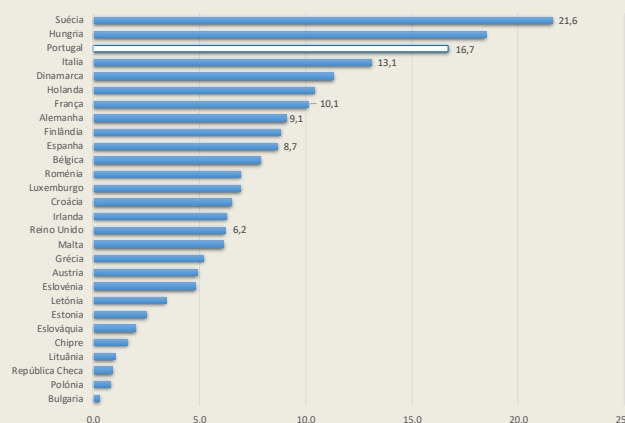


Fontes: Eurostat.

Relativamente à maturidade da dívida pública, Portugal apresenta a maior proporção de dívida de curto prazo no total da dívida pública (i.e. dívida a reembolsar aos credores num período inferior a um ano), com 16,7% do total, quando comparado com os restantes países membros da área de euro (Gráfico 3). De referir que o Eurostat, no caso de Portugal, considerou como dívida pública de curto prazo os Certificados de Aforo e os Certificados do Tesouro, apesar de os Certificados de do Tesouro terem um prazo de 10 anos (tal como a última série dos Certificados de Aforo), a partir da respetiva data valor de cada subscrição.⁷ Caso se considerem os Certificados de Aforo (5,4% do total da dívida) e do Tesouro (4,7%) como dívida de longo prazo, o peso da dívida de curto prazo em Portugal decresceria para 6,7%, no final de 2016.

Com 22% da dívida pública de maturidade inferior a um ano, a Suécia registou em 2016 a maior proporção entre os Estados-Membros da União Europeia, à frente da Hungria (19%), Itália (13%), Dinamarca (11%), Holanda e França (ambos 10%). No extremo oposto, surge a Bulgária, Polónia, República Checa e Lituânia onde praticamente toda a dívida pública tem uma maturidade de longo prazo.

Gráfico 3. Percentagem da Dívida pública cuja maturidade inicial é inferior a 1 ano
(percentagem do PIB)



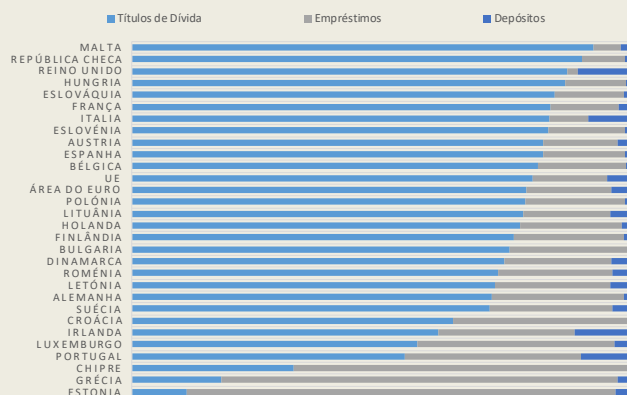
Fontes: Eurostat.

⁷ A justificação apresentada para considerar os Certificados do Tesouro enquanto instrumentos de curto prazo prende-se como o facto de que cada subscrição pode ser objeto de resgate total ou parcial após 6 meses da data-valor da subscrição. No

caso dos Certificados de Aforo o resgate pode ser efetuado 3 meses após a subscrição.

Quanto aos instrumentos de emissão de dívida, os títulos são o principal instrumento financeiro em quase todos os Estados-Membros (Gráfico 4). Este foi especialmente o caso em Malta (93% da dívida total), República Checa (91%), Hungria e Reino Unido (ambos 88%), Eslováquia e França (ambos 85%), Itália e Eslovênia (ambos 84%), Espanha e Áustria (83%) e Bélgica (82%).

Gráfico 4. Dívida pública por instrumento
(percentagem do PIB)



Fontes: Eurostat.

No entanto, os empréstimos prevaleceram na Estónia, Grécia e Chipre, onde representaram 87%, 80% e 67%, respetivamente (recorde-se que estes países estiveram ou estão sob um programa de assistência financeira). O uso de empréstimos também foi elevado no Luxemburgo (40%), em Portugal (que também se encontrou sob assistência financeira entre 2011 e 2014) (36%) e na Croácia (35%), sendo a média na área do euro de 17,3% no que se refere a dívida pública sob a forma de empréstimos.

O numerário e depósitos constituíram uma parcela de dívida relativamente pequena, exceto na Irlanda (11%), Reino Unido (10%), Portugal (9%) e Itália (8%). No caso de Portugal, o peso elevado deve-se aos Certificados de Aforro e do Tesouro.

Referência:

Eurostat (2017), "[Structure of government debt in 2016](#)", News Release 101/2017, de 20 de junho.