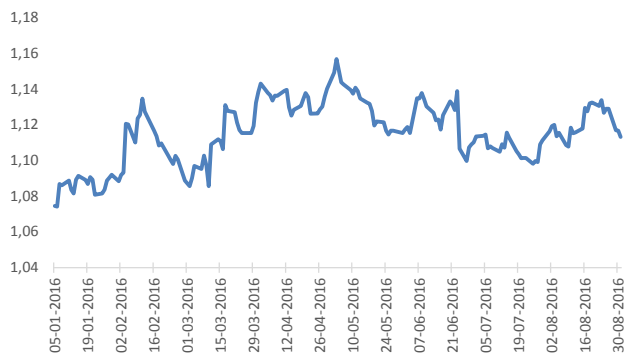


### Condições de mercado

1 Num contexto de baixa liquidez, recorrente no mês de agosto, os movimentos nos mercados financeiros foram marcados por subidas dos índices acionistas, com exceção do mercado dos EUA. Nos mercados acionistas a subida dos principais índices foi de pequena dimensão, em comparação com o observado no mês anterior. O índice EuroStoxx 50 apreciou-se 1%, o índice Footsie 100 0,8% e o Nikkei 225 2,5%.<sup>1</sup> Os índices do Reino Unido e do Japão reagiram positivamente aos estímulos introduzidos pelo Banco de Inglaterra e pelo Governo do Japão, respetivamente, tendo o índice Footsie 100 atingindo um máximo desde junho de 2015. Em sentido contrário estiveram os índices dos EUA com perda de 0,2% e 0,1% para o Dow Jones Industriais e S&P500, respetivamente.

2 No mercado cambial observou-se uma apreciação generalizada do euro face às principais divisas, ainda que de dimensão pouco expressiva. O euro apreciou-se 0,5% face à libra esterlina, que foi penalizada pelo anúncio de mais estímulos monetários, e 0,2% face ao iene e ao dólar norte-americano (Gráfico 1). A evolução no mercado nipónico foi influenciada pela aprovação, por parte do governo do Japão, de um programa de estímulos à economia num montante que inclui 45 mil M\$ (2,8 biliões de ienes) para despesas governamentais no corrente ano fiscal. Estes estímulos foram considerados de montante inferior ao esperado, pelo que o seu anúncio contribuiu para a apreciação do iene num primeiro momento, ainda que no cômputo do mês a moeda nipónica se tenha depreciado face ao euro.

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

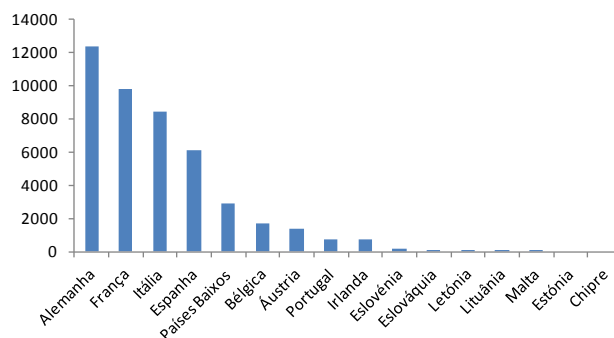


Fonte: BCE

3 No final de agosto, o BCE tinha acumulado 1004,71 mil ME de títulos de dívida pública, ao abrigo do programa de compra de ativos do setor público (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*) (Gráfico 2). O BCE comprou 20,8 mil ME de dívida portuguesa, desde o início do programa, tendo em julho comprado 722 ME de dívida, abaixo do valor do mês anterior. A repartição das compras do BCE por emitente deverá respeitar a quota de capital de cada país no capital total do BCE e não deverá ser superior a um terço das emissões. Em termos de maturidades médias dos títulos

comprados, variaram entre 1,87 e 10,75 anos, tendo os títulos portugueses a maturidade média de 9,91.

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



Fonte: BCE

4 A ata da reunião do Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) de 27 de julho revelou um tom mais otimista do que o esperado. O documento revelou que não existe consenso entre os membros do FOMC sobre o próximo momento de subida da taxa de juro. Alguns membros sugerem que é preferível esperar que a inflação se aproxime do objetivo de 2% de forma sustentada, enquanto outros consideram que uma subida deverá ser necessária em breve.

5 No Reino Unido, o Banco de Inglaterra decidiu descer a taxa de juro de referência em 25 p.b., para 0,25%, e aumentar o montante do programa de estímulos monetários (*quantitative easing*) em 60 para 435 mil ME. Foi ainda anunciada a compra de obrigações *corporate* no valor de 10 mil ME ao longo dos próximos 18 meses e um *Term Funding Scheme* (TFS) de 100 mil ME, com vista a melhorar a transmissão das medidas à economia real. Estas decisões de política monetária não convencional não eram aguardadas pelo mercado, contribuindo para a depreciação da libra. Face ao euro, a libra depreciou-se 0,5%, em relação ao final do mês de julho. Contudo, estas medidas contribuíram para a apreciação do índice acionista Footsie 100.

6 Relativamente aos desenvolvimentos nos mercados obrigacionistas da área do euro, verificou-se uma descida generalizada das taxas de rendibilidade a 10 anos nos países da área do euro, com exceção de Portugal (Tabela 1). A diminuição das taxas de rendibilidade nos países da área do euro permitiu ainda uma compressão do diferencial face aos títulos alemães (Tabela 2). Na Alemanha, o tesouro emitiu obrigações a 2 anos no montante de 3,966 mil ME a um *yield* de -0,6%, ligeiramente superior a -0,69% observado na última emissão comparável.

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

	31-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	29-jul-16	31-ago-16	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	1,7	3,0	2,4	2,5	2,9	3,0	0,1	0,5
Itália	1,2	2,3	1,7	1,6	1,2	1,1	0,0	-0,4
Espanha	1,2	2,3	1,9	1,8	1,0	1,0	0,0	-0,8
Irlanda	0,7	1,6	1,2	1,1	0,4	0,4	0,0	-0,7
França	0,5	1,2	1,0	1,0	0,1	0,2	0,1	-0,8
Bélgica	0,4	1,2	0,9	1,0	0,1	0,2	0,1	-0,8
Alemanha	0,2	0,8	0,6	0,6	-0,1	-0,1	0,1	-0,7

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

<sup>1</sup> Em relação ao índice EuroStoxx 50 foram anunciadas alterações na sua composição: as ações do Deutsche Bank e do Credit Suisse irão ser excluídas do índice.

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

	31-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	29-jul-16	31-ago-16	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	150	222	180	188	304	309	6	122
Irlanda	57	87	64	52	53	48	-4	-4
França	29	43	40	36	22	24	2	-12
Bélgica	26	45	32	34	24	24	0	-10
Itália	106	157	114	97	129	121	-8	25
Espanha	103	153	130	114	114	108	-6	-6

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: 100 pontos base corresponde a 1 ponto percentual.

**7 Em Portugal as taxas de rendibilidade desceram no início do mês, num movimento que se iniciou no final do mês passado, na sequência da decisão da Comissão Europeia de não aplicar sanções a Portugal e a Espanha. No início do mês de agosto, esta decisão da CE foi reiterada pelo Conselho da União Europeia.** O Conselho concordou em não impor sanções a Portugal e Espanha, depois de os dois países terem falhado as metas europeias de redução de défice excessivo e do défice estrutural, tendo definido novos prazos para a correção dos défices.

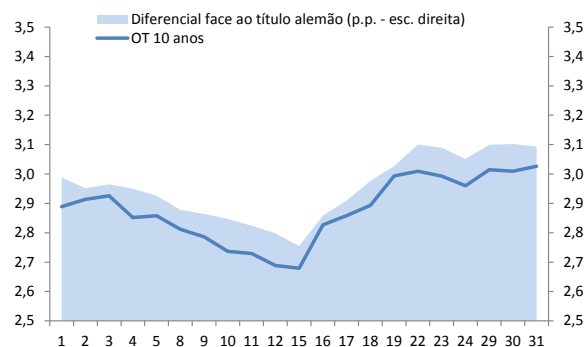
**8 Em Portugal, as taxas de rendibilidade subiram em meados do mês na sequência de alguma especulação sobre a alteração do rating por parte da agência de notação DBRS.** O movimento de subida de yields em Portugal surgiu na sequência dos comentários de um responsável da agência de notação financeira DBRS, F. McCormick, que referiu que apesar do rating se manter com uma perspetiva estável, o baixo crescimento económico do país e os elevados níveis de dívida pública e privada em conjunto com as dificuldades do setor bancário contribuem para aumentar a pressão sobre o país. Após estas declarações, que contribuíram para a subida dos yields dos títulos de dívida portuguesa, o responsável da DBRS veio atenuar os receios quanto a uma possível alteração de rating, agendada para o dia 21 de outubro.

**9 O movimento de subida de yields foi corrigido após o anúncio de recapitalização da CGD.** Já no final do mês, o anúncio sobre o acordo para a recapitalização da CGD entre o governo e a Comissão Europeia (CE), traduziu-se num movimento de descida das taxas de rendibilidade. A recapitalização da CGD deverá consistir em 2,7 mil M€ de investimento direto de capital do Estado e de 0,9 mil M€ de créditos convertíveis em ações (CoCos). Adicionalmente, está prevista a emissão de 1 mil M€ de dívida subordinada da CGD junto de investidores privados. Este anúncio foi bem recebido pelas agências de rating, Moody's e S&P's. A Moody's considerou que o acordo alcançado entre o Governo português e a CE não cumpre apenas as regras europeias como também salvaguarda os detentores de instrumentos de dívida da instituição financeira de assumir perdas, decorrentes dos elevados níveis de ativos problemáticos e operações geradoras de prejuízos. Também na sequência do acordo sobre a recapitalização do banco português, a S&P's colocou o rating da CGD em creditwatch com implicações positivas.

**10 A Fitch manteve a notação do rating de crédito de Portugal inalterada em BB+, com perspetiva estável.** A agência de notação financeira Fitch manteve o rating de crédito de Portugal inalterado, de acordo com o esperado. No entanto, alertou para a manutenção de um crescimento do PIB fraco, esperando 1,2% em 2016, elevados níveis de endividamento e fraca qualidade dos ativos das instituições financeiras.

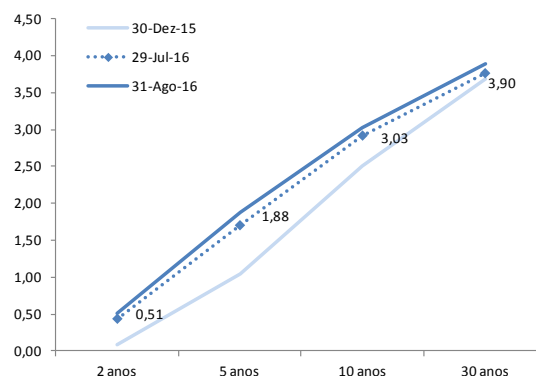
**11 A República Portuguesa emitiu bilhetes do Tesouro,** num montante de 1300 M€, com prazo de 3 e 11 meses e descida dos yields médios. De referir ainda que a emissão a 3 meses registou um yield mínimo historicamente de -0,108%. Foram ainda emitidas obrigações do Tesouro com maturidade em abril de 2021 e em julho de 2026, colocando um total de 1 mil M€ com yields médios de 1,87% e 3,027%, respetivamente, o que compara com 1,843% e 3,093% dos últimos leilões equivalentes.

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



Fonte: IGCP.

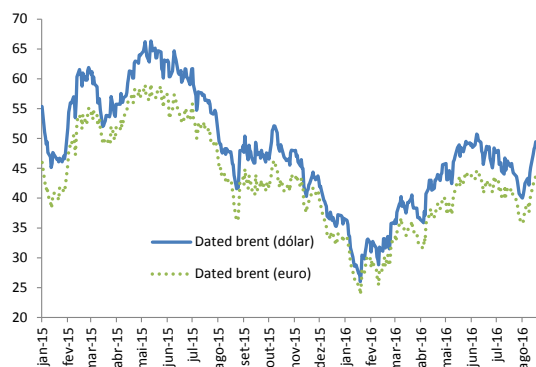
**Gráfico 4 – Curva de rendimentos da dívida pública (em percentagem)**



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

**12 O preço do petróleo aumentou cerca de 22% face ao mês anterior.** A subida do preço do petróleo foi acompanhada por notícias sobre eventuais acordos dos países produtores no sentido de congelar a produção (Gráfico 5). Apesar desta subida, a Líbia terá chegado a acordo para abertura de alguns portos, aumentando os receios quanto ao excesso de oferta da matéria-prima.

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



Fonte: Thomson Reuters.

## Dívida direta do Estado

**13 Até julho, as necessidades líquidas de financiamento do Estado atingiram aproximadamente 7,4 mil M€ (Tabela 3).** Tal foi resultado de um défice orçamental do subsector Estado de 6483 M€ e da despesa líquida com ativos financeiros no montante de 927 M€. A despesa em ativos financeiros foi realizada, sobretudo, em dotações de capital (1042 M€) repartido pelas Infraestruturas de Portugal (600 M€), CP-Comboios de Portugal (123 M€), Metropolitano de Lisboa (254 M€) e Carris (48,5 M€), e, em empréstimos de médio e longo prazo (332 M€), sobretudo ao Metro do Porto (288 M€) e Parque Escolar (30 M€). Face ao registado no período homólogo, as necessidades líquidas de financiamento do Estado registaram uma redução de 1,5 mil M€, devido à menor despesa líquida com ativos financeiros, que ascendeu a 2,5 mil M€. Por seu turno, o défice do Estado até julho do corrente ano supera já o registado no período homólogo (6483 M€ em 2016 o que compara com 6475 M€ em 2015), bem como também supera o objetivo para o ano como um todo (6305 M€). Em termos mensais, as necessidades líquidas de financiamento registado em julho equivalem a quase um quarto das necessidades líquidas de financiamento dos primeiros sete meses.

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

	Mai	Jun	Jul	Jan-Jul		OE 2016
				2015	2016	
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>-598</b>	<b>2508</b>	<b>1967</b>	<b>8943</b>	<b>7411</b>	<b>10440</b>
<i>Défice orçamental (sub-setor Estado)</i>	<i>-596</i>	<i>2511</i>	<i>1667</i>	<i>6475</i>	<i>6483</i>	<i>6305</i>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	<i>-16</i>	<i>34</i>	<i>656</i>	<i>2715</i>	<i>1398</i>	<i>-4924</i>
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>248</i>	<i>463</i>	<i>332</i>	<i>2504</i>
<i>Dotações de Capital</i>	<i>9</i>	<i>27</i>	<i>403</i>	<i>2216</i>	<i>1042</i>	<i>2298</i>
<i>Outros</i>	<i>2</i>	<i>0</i>	<i>6</i>	<i>-36</i>	<i>25</i>	<i>122</i>
<i>Receita com ativos financeiros</i>	<i>18</i>	<i>37</i>	<i>356</i>	<i>247</i>	<i>471</i>	<i>788</i>
<b>Despesa líquida com ativos financeiros</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>300</b>	<b>2469</b>	<b>927</b>	<b>4136</b>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

**14 A dívida direta do Estado voltou a registar um aumento mensal.** No final de julho, a dívida direta do Estado fixou-se em 236 mil M€, o que representa um aumento de 1248 M€ face ao mês anterior e de 10,6 mil M€ em termos homólogos (Tabela 4).<sup>2</sup> Tal refletiu-se, sobretudo, por via do acréscimo da dívida titulada de médio e longo prazo, em consequência da emissão das Obrigações do Tesouro (OT) a 6 anos, no valor de 581 M€, e, a 10 anos num montante de 693 M€.<sup>3</sup> Adicionalmente, realizou-se uma operação de troca de OT: amortização antecipada das OT com maturidade em outubro 2017 (547 M€), em junho de 2018 (315 M€) e em junho de 2019 (150 M€), por troca de OT com maturidade em outubro de 2025 (emissão de 777 M€) e com maturidade em abril de 2037 (289 M€). Por outro lado, observou-se um aumento líquido do stock dos Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro em 20 M€ e 254 M€, respetivamente.<sup>4</sup> Ao invés, registou-se um decréscimo líquido do stock de Bilhetes de Tesouro em 532 M€ (emissões de 2354 M€ e amortizações de 2885 M€). Por último, de referir que a flutuação cambial contribuiu para uma diminuição de 97 M€.<sup>5,6</sup>

<sup>2</sup> Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.

<sup>3</sup> Verificaram-se recompras bilaterais no valor de 254,5 M€ da OT com maturidade em outubro de 2017.

<sup>4</sup> Observou-se um aumento líquido dos CEDIC em 569 M€.

<sup>5</sup> Relativamente às contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros, fixaram-se em 1889 M€, um aumento de 1 M€.

<sup>6</sup> A dívida após coberturas cambiais fixou-se em 234,0 mil M€.

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

	Jul-15	Jun-16	Jul-16	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	129 756	138 909	139 972	0,8	7,9	59,3	1 063	10 216
Curto prazo	20 117	20 770	20 807	0,2	3,4	8,8	37	691
Médio e longo prazo	109 639	118 139	119 165	0,9	8,7	50,5	1 026	9 526
Não titulada	23 183	25 586	25 861	1,1	11,6	11,0	275	2 679
Cert. Aforro	12 716	12 914	12 934	0,2	1,7	5,5	20	219
Cert. do Tesouro	7 054	9 664	9 918	2,6	40,6	4,2	254	2 864
Outra	3 413	3 008	3 009	0,0	-11,8	1,3	1	-404
Assist. Financeira	72 437	70 251	70 160	-0,1	-3,1	29,7	-91	-2 278
<b>Total</b>	<b>225 376</b>	<b>234 746</b>	<b>235 993</b>	<b>0,5</b>	<b>4,7</b>	<b>100,0</b>	<b>1 248</b>	<b>10 617</b>
Por memória:								
Transaccionável	122 941	133 193	133 688	0,4	8,7	56,6	495	10 747
Não Transaccionável	102 435	101 553	102 305	0,7	-0,1	43,4	753	-130
Euro	200 188	211 977	213 322	0,6	6,6	90,4	1 345	13 134
Não euro	25 188	22 768	22 671	-0,4	-10,0	9,6	-97	-2 517
Contas margem	2 284	1 888	1 889				1	-395

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 A despesa com juros e outros encargos líquidos até julho registou um acréscimo homólogo superior ao implícito para o conjunto do ano.** A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado, no primeiro semestre do ano, fixou-se em 4920 M€ (Tabela 5), o que representa um aumento de 8,5%, acréscimo superior ao implícito para o conjunto do ano (6,4%). Para tal contribuiu, sobretudo, o pagamento em fevereiro do cupão das OT com maturidade em fevereiro de 2016, 2024, 2030 e 2045, com maturidade em abril de 2037, das OT com maturidade em junho de 2018 e 2019 e da OT com maturidade em julho de 2026 (com uma despesa de 3,2 mil M€, o que compara com os 2,8 mil M€ do período homólogo), bem como os juros relativos a Certificados de Aforro e aos Certificados do Tesouro que se fixaram em 483 M€ (287 M€ no período homólogo).<sup>7</sup> Relativamente aos empréstimos no âmbito do PAEF, foram pagos 1145 M€ em juros, valor inferior ao verificado no primeiro semestre de 2015 (1312 mil M€). Do mesmo modo, no caso dos Bilhetes do Tesouro, foram pagos 88 M€ em 2015 e em 2016 apenas 8 M€.

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

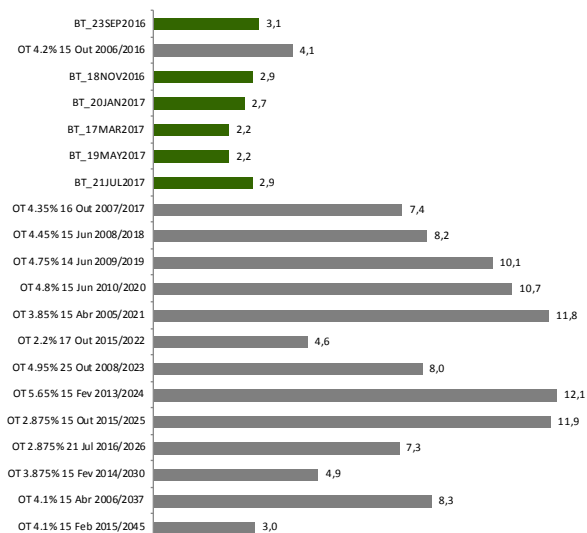
	2015	2016			Jan-Jul		Objetivo OE-2016	Grau de Execução (%)
		mai	jun	jul	2015	2016		
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>7 038</b>	<b>475</b>	<b>1 632</b>	<b>228</b>	<b>4 500</b>	<b>4 871</b>	<b>7 475</b>	<b>65,2</b>
Bilhetes do Tesouro	99	1	0	1	88	8	11	73,9
Obrigações do Tesouro	4 087	0	1 378	98	2 770	3 239	4 632	69,9
Empréstimos PAEF	2 119	427	190	60	1 312	1 145	1 947	58,8
Certif. de Aforro e do Tesouro	562	62	49	64	287	483	807	59,8
CEDIC / CEDIM	37	0	3	0	17	13	16	80,8
Outros	133	-15	12	4	25	-17	62	-27,4
<b>Comissões</b>	<b>67</b>	<b>20</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>80</b>	<b>65,9</b>
Empréstimos PAEF	2	10	0	0	2	16	2	794,6
Outros	65	10	3	3	46	37	78	47,2
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>7 105</b>	<b>495</b>	<b>1 636</b>	<b>230</b>	<b>4 548</b>	<b>4 924</b>	<b>7 555</b>	<b>65,2</b>
Tvh (%)	0,1	-9,0	0,7	57,2		8,3	6,3	
Por memória:								
Juros recebidos de aplicações	-13	0	0	0	-13	-4	-9	
Juros e outros encargos líquidos	7 092	495	1 635	230	4 535	4 920	7 546	65,2
Tvh (%)	1,7	-8,9	0,9	58,1		8,5	6,4	

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**16 Encontra-se prevista, até ao final do ano, a amortização de BT e OT no valor de 10,2 mil M€, em valor nominal.** Até ao final do ano está projetada a amortização das Obrigações do Tesouro com maturidade em outubro, no valor de 4,1 mil M€ (Gráfico 6). Adicionalmente, está prevista a amortização de BT, no valor aproximado de 6,1 mil M€ (em valor nominal incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública) nos meses de setembro e novembro de 2016.

<sup>7</sup> Recorde-se que em os Certificados do Tesouro, criados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 40/2010, o pagamento anual dos juros a partir do 5.º ano têm como referência a taxa da OT a 5 anos verificada na data de subscrição.

**Gráfico 6 – Perfil de amortização em julho de 2016**  
(em mil milhões de euros)



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

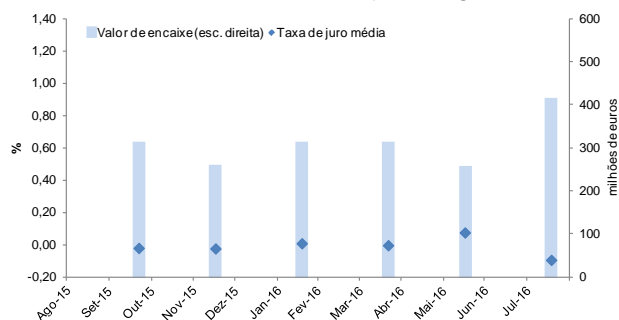
**17 Em agosto, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a três e a doze meses.** No dia 17 de agosto, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro, no valor de 412 M€ com maturidade a 3 meses, cuja procura superou os 785 M€, a uma taxa média de -0,095%, e, o segundo, a 12 meses no valor de 1155 M€, cuja procura se situou nos 2,0 mil M€, a uma taxa de 0,010%. 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 foram emitidos duas Obrigações do Tesouro no dia 31 de agosto, uma com maturidade em 2021, num montante de 507,1 M€ a uma taxa de colocação de 1,870% e outra com maturidade em 2026, num montante de 620,9 M€ a uma taxa de colocação de 3,027%.

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

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Nov-16	Jul-17
Maturidade	Nov-16	Jul-17
Data da Transacção	17-Ago	17-Ago
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	785	2 078
Montante de Procura (M€)	412	1 155
Taxa média (%)	-0,095	0,010
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	Jun-16	Jul-16
	0,075	0,038

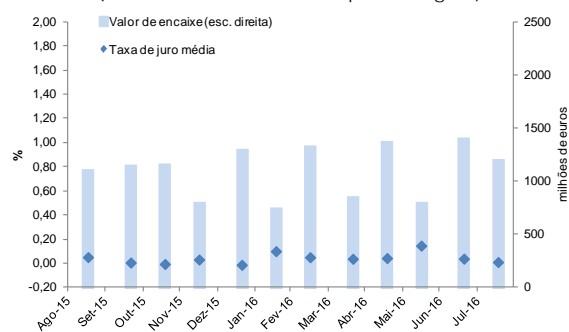
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



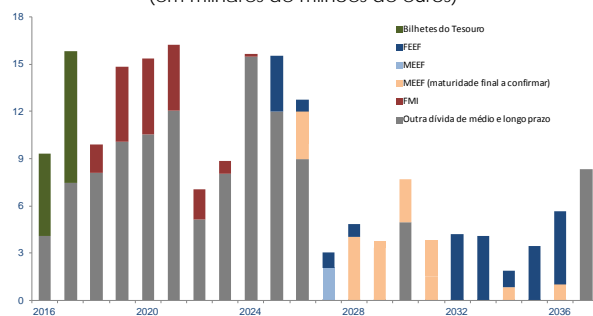
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 9 – Perfil de amortização**  
(em milhares de milhões de euros)

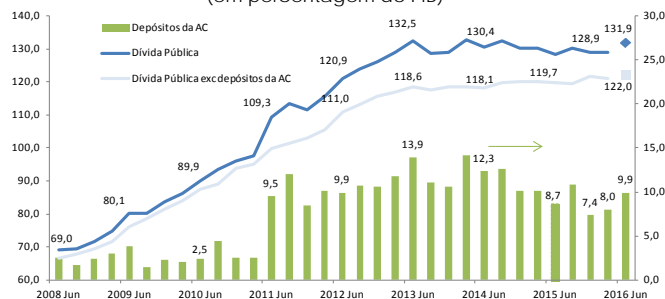


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

## Dívida pública na ótica de Maastricht <sup>8</sup>

**18 Na ótica de Maastricht, a dívida pública do primeiro semestre em percentagem do PIB foi revista em alta.** Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de junho ascendeu a 240,2 mil M€, um valor superior ao registado no final de 2015 (de 231,3 M€). Em percentagem do PIB, a dívida pública atingiu 131,9%, o que representa uma revisão em alta face à estatística inicial, que era de 131,6%. A revisão resultou da utilização do PIB nominal do 1.º semestre que foi entretanto divulgado pelo INE, em substituição da estimativa para o PIB que tinha sido utilizada na primeira informação estatística. No que se refere à dívida líquida de depósitos da administração central, esta fixou-se em 221,9 mil M€ o que representa 122% do PIB.

**Gráfico 10 – Dívida pública**  
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

<sup>8</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.

**19 Em termos mensais, verificou-se um novo aumento da dívida pública em julho.** A dívida pública no final de julho atingiu 240,9 mil M€, o que representa um acréscimo de 836 M€ em termos mensais e de 12,1 mil M€ em termos homólogos. Excluindo os depósitos da administração central, a dívida pública atingiu 224,3 mil M€ em julho, o que representa um acréscimo de 2,3 mil M€ face ao registado no 1.º semestre. Por seu turno, os depósitos atingiram 16,5 mil M€ no final de julho. Sublinhe-se que para o final do ano 2016, no âmbito do PE/2016-20, o Ministério das Finanças previu: uma dívida pública total de 232,5 mil M€ (Tabela 7), uma dívida pública líquida de depósitos da administração central de 220,4 mil M€ e, portanto, depósitos no montante total de 12,1 mil M€. Quando comparado o valor verificado no final de julho para a dívida pública total com o valor previsto para o final do ano pelo Ministério das Finanças, a diferença atinge 8,4 mil M€.

**Tabela 7 – Projeções para a dívida pública de 2016**

	OCDE	FMI	CE	MF
<b>Dívida Pública</b>				
(% PIB)	128,3	128,3	126,0	124,8
Milhares de M€	235,7	236,6	232,5	232,5
<b>PIB nominal (mil M€)</b>	<b>183,7</b>	<b>184,4</b>	<b>184,5</b>	<b>186,3</b>

Fontes: FMI, OCDE, Comissão Europeia e Programa de Estabilidade 2016/20 do Ministério da Finanças.

## Caixa 1 – Os empréstimos do FMI no âmbito do PAEF

A República Portuguesa celebrou, em maio de 2011, um acordo de assistência económica e financeira (PAEF) com a Comissão Europeia, Banco Central Europeu e FMI (CE/BCE/FMI), que incluía um empréstimo no valor de 78 mil M€.

O empréstimo foi dividido igualmente pelo FMI, pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF). A taxa de juro do empréstimo aplicada a Portugal resultou da média ponderada das diferentes taxas de juros dos diferentes empréstimos.<sup>9</sup> A taxa cobrada pelo MEEF equivaliu ao custo de financiamento das suas operações (empréstimos obtidos junto do mercado). A taxa de juro dos empréstimos do FEEF corresponde ao custo de financiamento das suas operações mas, neste caso, as emissões do FEEF no mercado primário visaram a criação de uma carteira de dívida cujo montante se destinou a financiar os países que se encontravam em programas de auxílio económico e financeiro (Portugal, Grécia e Irlanda), acrescido de uma *guarantee commission fee* de 10 p.b. por ano.<sup>10</sup> Por seu turno, a taxa cobrada pelo FMI é variável, tendo por base as taxas de juro de BT a 3 meses, dos 4 principais blocos económicos membros do Fundo (EUA, área do euro, Reino Unido e Japão), sendo a esta acrescida uma margem que variava entre 100 e 400 p.b. consoante o montante disponibilizado e o prazo.

Por decisão do Estado português não foi desembolsada a totalidade do empréstimo, nomeadamente do FMI e MEEF.

**Tabela 1. Desembolsos no âmbito do PAEF**  
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	2011	2012	2013	2014	Total recebido	Total do programa
	Executado	Executado	Executado	Até 31 agosto		
<b>TOTAL</b>	<b>33,9</b>	<b>27,4</b>	<b>9,9</b>	<b>5,2</b>	<b>76,5</b>	<b>79,1</b>
FMI	13,1	8,1	3,4	1,7	26,3	27,3
U.E.	20,8	19,2	6,6	3,4	50,1	51,8
MEEF	14,0	7,9	0,0	2,2	24,1	
FEEF	6,9	11,3	6,6	1,2	26,0	

Fonte: IGCP.

**Tabela 2. Desembolsos do FMI no âmbito do PAEF**  
(em milhões de euros)

Data de desembolso	Valor de encaixe (EUR milhões)	Valor de encaixe excl comissões (EUR milhões)	All in cost estimado	Maturidade média original
24-05-2011	6 308	6 276	3,9%	7,25
14-09-2011	3 972	3 952	3,6%	7,25
21-12-2011	2 867	2 852	3,2%	7,25
12-04-2012	5 211	5 185	3,4%	7,25
06-08-2012	1 460	1 453	2,9%	7,25
14-11-2012	1 510	1 502	3,3%	7,25
18-01-2013	835	831	4,0%	7,25
14-06-2013	658	654	4,2%	7,25
14-11-2013	1 905	1 895	4,6%	7,25
18-02-2014	905	900	4,3%	7,25
24-04-2014	852	848	4,3%	7,25

Fonte: IGCP. | Nota: *All in cost* estimado com base na evolução das *forwards* de taxa de juro e *forwards* cambiais à data de desembolso e com base no calendário previsional dos desembolsos futuros.

<sup>9</sup> O empréstimo do FMI vem denominado em direitos de saque especiais (DSE), e não em euros. Os DSE são a moeda do FMI (cuja cotação vem do cabaz composta pelas seguintes cinco moedas dólar EUA (41,73%), euro (30,93%), libra esterlina (8,09%), iene japonês (8,33%) e o yuan chinês (10,92%). Nesse sentido, o empréstimo do FMI em DSE equivale a 26 mil M€ no momento em que foi acordado, podendo variar ao longo do tempo com a cotação do DES pois os reembolsos são efetuados em DSE.

<sup>10</sup> Antes de 2012 os empréstimos do MEEF tinham um *spread* de 2,15%. Adicionalmente, não existia carteira de emissões por parte do FEEF, cujo custo total de financiamento tinha uma margem descontada paga *up-front*, que equivalia a 2,08% por ano.

**Tabela 3. Custo estimado e saldo vivo atual em julho de 2016**  
(em milhares de milhões de euros)

	Montante desembolsado	Custo estimado	Saldo vivo <sup>2</sup>
MEEF	24.1	2,7%	24,3
FEEF	26.0	2,2%	27,3
FMI	26.3	4,3%	18,6
<b>Total</b>	<b>76.5</b>	<b>2,7%</b>	<b>70,3</b>

Fonte: IGCP. | Nota: O montante desembolsado corresponde ao valor da emissão subtraído de todas as comissões e outros custos pagos na data da emissão.

No mês de março de 2015, registou-se o primeiro pagamento antecipado do empréstimo do FMI a Portugal num total 5,108 mil milhões de DSE, o que equivale a 22% do empréstimo concedido (6,6 mil M€). Estes reembolsos, corresponderam às amortizações de capital que eram devidas entre novembro de 2015 e outubro de 2017.

Adicionalmente, foi concretizado, em junho de 2015, o segundo reembolso antecipado do empréstimo do FMI a Portugal num total de 1,471 mil milhões de DSE (1765 M€), elevando a percentagem do empréstimo pago ao FMI para cerca de 29%. Este segundo reembolso correspondeu às amortizações de capital que eram devidas entre novembro de 2017 e março de 2018 (e parte do devido em abril de 2018).

O reembolso antecipado permitiu uma redução da amortização dos empréstimos do FMI no ano de 2018, estando agora projetada uma amortização de 1,8 mil M€. No entanto, é de referir a concentração significativa dos empréstimos do FMI cuja maturidade se verifica em 2019 (4,8 mil M€), 2020 (4,8 mil M€) e 2021 (4,2 mil M€).

É de realçar que os empréstimos do FMI não têm maturidade a quatro ou cinco anos. Estes são amortizados em doze parcelas iguais, a serem reembolsadas semestralmente a partir do 54º mês (4,5 anos) após o início do empréstimo, sendo a maturidade final do empréstimo de 10 anos e a maturidade média 7,25 anos.

**Gráfico1. Calendário de amortização dos empréstimos do FMI**  
(em milhares de milhões de euros)

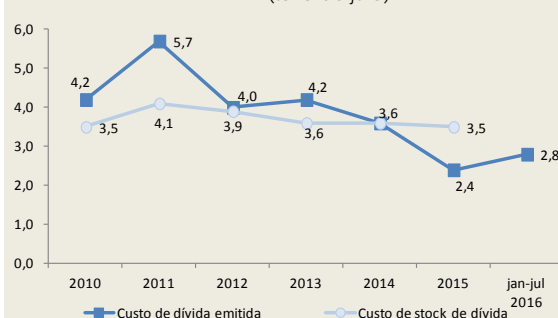


Fonte: IGCP. | Nota: A dívida emitida diz respeito a OT, BT e MTN.

Os referidos reembolsos aconteceram na sequência da estabilização do acesso ao mercado primário de dívida da República Portuguesa, bem como do acesso a baixas taxas de juro de colocação de OT.

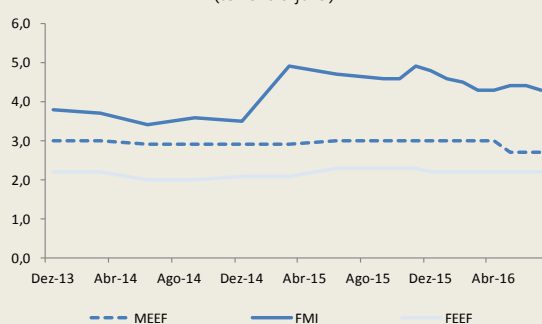
Em 2015, ano no qual foram efetuados os reembolsos, o custo médio da dívida emitida foi de 2,4%, sendo o custo médio do empréstimo do FMI de 4,4%. Em abril desse mesmo ano, as taxas de colocação médias, no âmbito de uma oferta de troca de duas OT dos títulos de dívida a 9 e a 15 anos foram de 1,786% e 2,470%, respetivamente. Por seu turno, a taxa de juro dos empréstimos reembolsados encontrava-se entre 3,0% e 3,9%.

**Gráfico2. Custo de financiamento da dívida pública**  
(taxa de juro)



Fonte: IGCP. | Nota: A dívida emitida diz respeito a OT, BT e MTN.

**Gráfico 3. Custo de financiamento dos empréstimos do PAEF**  
(taxa de juro)



Fonte: IGCP. | Nota: A dívida emitida diz respeito a OT, BT e MTN.