

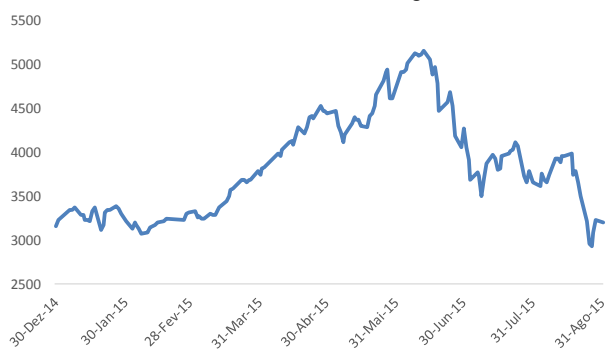
Condições de mercado

1 Em agosto, os desenvolvimentos no mercado acionista chinês condicionaram a evolução dos mercados financeiros.

Os acontecimentos ocorridos na China tiveram impacto nos preços dos principais índices acionistas. Em comparação com o final de julho, o índice *Eurostoxx* desceu 8,9%, o *S&P500* 6,3% e o índice *Nikkei* 8,2%. O índice *PSI-20* também acompanhou a tendência geral, tendo registado uma descida de 8%.

2 O índice bolsista de Xangai tem registado perdas muito acentuadas nos últimos meses, descendo 38,8% entre o máximo verificado a 12 de junho e o final de agosto e tendo atingido um mínimo no dia 26 de agosto (Gráfico 1). A desvalorização no mercado bolsista foi acompanhada pelo aumento dos fluxos de capitais para o exterior, pela desvalorização da moeda chinesa *yuan*, pela escassez de liquidez no sistema bancário e pela rápida desaceleração do crescimento da economia. Neste enquadramento, as autoridades chinesas têm intervindo no mercado, nomeadamente através da autorização de compra de ações por fundos de pensões, embora isso tenha sido insuficiente para evitar a queda do preço das ações.

Gráfico 1 – Índice de Xangai



Fonte: Google Finance | Nota: Índice base 100 a 19 de dezembro 1990.

3 A Comissão Europeia assinou um Memorando de Entendimento com a Grécia para um programa de três anos.

No dia 19 de agosto, a Comissão Europeia e a Grécia assinaram um memorando de entendimento com vista a um programa de resgate no montante de 86 mil M€ para os próximos três anos através do Mecanismo Europeu de Estabilidade. O programa deverá incluir quatro pilares: i) sustentabilidade orçamental, ii) salvaguarda da estabilidade financeira, iii) crescimento, competitividade e investimento, e iv) modernização do Estado e da administração pública. O programa inclui um desembolso inicial de 13 mil M€ para cobrir as necessidades de financiamento e para reembolsar um "empréstimo ponte" de curto prazo de 7,16 mil M€, desembolsado em 20 de julho no âmbito do Mecanismo Europeu de Estabilidade. O programa também inclui o montante de 10 mil M€ para uma nova recapitalização do sistema bancário. Na sequência do acordo entre a Comissão Europeia e a Grécia, a agência de notação financeira *Fitch* subiu o *rating* do país de 'CC' para 'CCC', tendo salientado no entanto que os riscos para o sucesso do programa permanecem elevados.

4 No mercado cambial, verificou-se uma apreciação do euro face ao dólar entre o final do mês de julho e o final do mês de agosto, tendo o euro valorizado 2,3% e atingido um máximo de 1,15 dólares por euro no dia 25 de agosto (Gráfico 2).

Esta evolução foi atribuída por alguns analistas à diminuição dos receios sobre a evolução das economias europeias, bem como ao facto da moeda única revelar qualidades de ativo de refúgio. Além disso, a divulgação da ata da reunião de política monetária pela Reserva Federal em 19 de agosto terá contribuído para a redução das expectativas de uma subida das taxas de juro de referência em setembro, concorrendo para a desvalorização do dólar.

Gráfico 2 – Cotação do euro-dólar (USD)
(1 euro = x dólares)



Fonte: BCE.

5 O BCE desceu o ritmo mensal de compras de ativos do setor público e privado no mês de agosto.

As compras de ativos durante o mês de agosto situaram-se em 51,6 mil M€, abaixo do objetivo mensal de 60 mil M€ até ao final de setembro de 2016. Os dados mensais de agosto do programa de compra de ativos do setor público evidenciaram um ligeiro aumento da maturidade média total para 8,03 anos do *stock* total adquirido até 31 de agosto, sendo os títulos com maior duração de Portugal, Malta, Espanha, Irlanda, e Itália, respetivamente

6 Nos EUA, a Reserva Federal divulgou em 19 de agosto a ata da reunião do FOMC de 28-29 de julho, salientando que ainda se estão a criar as condições necessárias para a subida das taxas de referência dos *Fed funds*.

A ata divulgada em agosto relativa à reunião de julho do Comité de Política Monetária do Fed (FOMC) indicou que a subida da taxa de juro diretora dos *Fed funds* não deverá ocorrer em setembro na medida em que ainda não se verificam as condições necessárias para uma subida, nomeadamente devido ao nível da inflação que se encontra abaixo de 2%, bem como à necessidade de mais evidência ao nível das perspetivas de crescimento económico a médio prazo e da melhoria do mercado de trabalho. Deste modo, a maioria dos membros do FOMC considera que ainda não se verificam as condições para a subida das taxas de juro, mas salienta que se está a aproximar o ponto de viragem. De referir que relativamente à inflação, alguns membros do FOMC continuam a reeclar riscos descendentes devido à possibilidade de descida do preço das matérias-primas.

7 Nos principais mercados obrigacionistas europeus de dívida pública verificou-se em agosto uma subida das taxas de rendibilidade. Este movimento poderá refletir o impacto da queda do índice de Xangai no sentimento dos investidores, bem como uma correção da evolução no mês anterior. (Tabela 1 e Tabela 2).

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

	31-Dez-13	30-Dez-14	30-Abr-15	29-Mai-15	30-Jun-15	31-Jul-15	31-Ago-15	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	6,0	2,7	2,1	2,5	3,0	2,4	2,6	0,3	0,0
Itália	4,1	1,9	1,5	1,8	2,3	1,8	2,0	0,2	0,1
Espanha	4,1	1,6	1,5	1,8	2,3	1,8	2,1	0,3	0,5
Irlanda	3,4	1,2	0,9	1,2	1,6	1,2	1,4	0,3	0,2
França	2,6	0,8	0,6	0,8	1,2	0,9	1,2	0,2	0,3
Bélgica	2,5	0,8	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	0,2	0,3
Alemanha	1,9	0,5	0,4	0,5	0,8	0,6	0,8	0,2	0,3

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

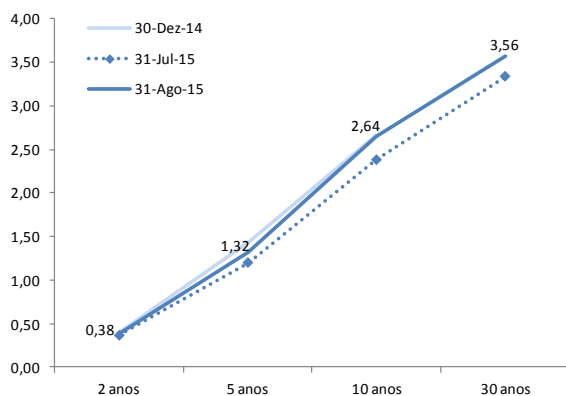
	31-Dez-13	30-Dez-14	30-Abr-15	29-Mai-15	30-Jun-15	31-Jul-15	31-Ago-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	4,1	2,1	1,7	2,1	2,2	1,7	1,8	0,1	-0,3
Irlanda	1,5	0,7	0,6	0,7	0,9	0,5	0,6	0,1	-0,1
França	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,1	0,1
Bélgica	0,6	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,0	0,1
Itália	2,2	1,3	1,1	1,4	1,6	1,1	1,2	0,0	-0,2
Espanha	2,2	1,1	1,1	1,3	1,5	1,2	1,3	0,1	0,2

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

8 A curva de rendimentos da dívida pública portuguesa registou um movimento ascendente, nomeadamente nas taxas de rentabilidade dos prazos mais longos. (Gráfico 3). Verificou-se uma subida das taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa para as maturidades de 10 e 30 anos, em 23 e 26 pontos base, respetivamente (Gráfico 4). Deste modo, verificou-se em agosto uma correção parcial da evolução do mês anterior.

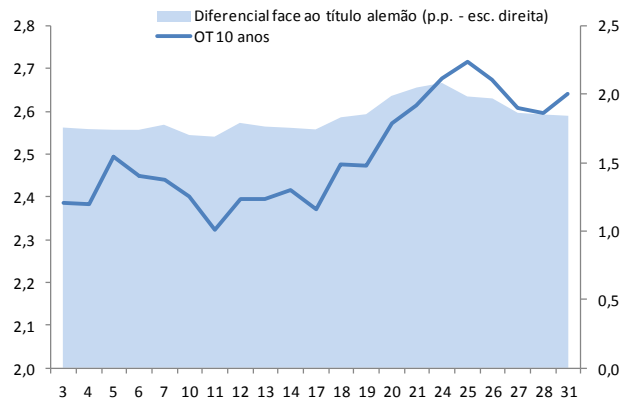
9 Em agosto, o IGCP efetuou uma emissão de dívida de dois Bilhetes do Tesouro para as maturidades novembro de 2015 e julho de 2016. A emissão conjunta tinha como montante indicativo a colocar entre 750 M€ e 1000 M€. A emissão superou as expectativas, tendo atingido 1,15 mil M€ na fase competitiva. Os Bilhetes do Tesouro com maturidade em novembro de 2015 foram colocados com uma *yield* de -0,013% e os Bilhetes do Tesouro com maturidade em julho de 2016 atingiram uma *yield* de 0,021%, tendo os montantes em fase competitiva sido de 400 M€ e de 750 M€, respetivamente.

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



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

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



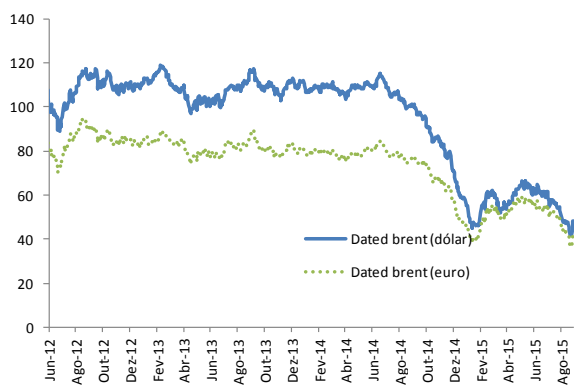
Fonte: IGCP.

10 A 6 de agosto, o FMI divulgou o 2.º relatório de monitorização pós-programa de ajustamento relativo a Portugal. Em relação ao cenário macroeconómico, destaca-se a perspetiva do FMI para um abrandamento do crescimento do PIB ao longo do horizonte de previsão (2015-2020), ainda que em 2015 esteja em linha com as projeções do Programa de Estabilidade 2015-19. Relativamente aos aspetos orçamentais, o FMI considera um risco tangível o cumprimento do objetivo para o défice em 2015 de 2,7% do PIB, no caso de não existirem medidas adicionais de contenção de despesa. Em relação ao médio prazo, o Programa de Estabilidade indica que a dívida deverá alcançar 107,6% do PIB em 2019, em linha com a recomendação do FMI. Estes objetivos são considerados ambiciosos, tendo em conta que são elaborados com hipóteses macroeconómicas também otimistas.

11 O preço do petróleo registou uma descida entre o final no mês de julho e o final de agosto, em dólares e em euros, tendo atingido um mínimo em 24 de agosto de 36,2€ (Gráfico 5). Para esta redução contribuiu a perspetiva de diminuição da procura mundial, nomeadamente por parte da China devido ao menor crescimento económico. A subida das reservas nos Estados Unidos da América também contribuiu para sinalizar uma menor procura mundial. Do lado da oferta, de referir a continuação da produção de petróleo de xisto nos Estados Unidos da América e a ausência de redução da produção pela Arábia Saudita. O acordo sobre o programa nuclear iraniano também deverá contribuir para o aumento da oferta mundial de petróleo.

12 Em agosto, a agência de notação financeira Moody's emitiu opinião negativa sobre a execução orçamental da França, bem como desceu o rating do Brasil. A Moody's salientou que se verificam riscos para alcançar os objetivos do défice orçamental para 2015 da França, essencialmente devido à descida homóloga da receita fiscal no primeiro semestre, em contraste com a subida implícita ao objetivo anual. Além disso, a agência de notação financeira desceu o rating do Brasil de 'Baa2' para 'Baa3' com perspetiva estável, sendo que permanece no nível de investimento, embora mais próximo do nível *junk*. A deterioração do rating deveu-se ao crescimento económico abaixo do esperado, à tendência para um nível de despesa pública superior e à falta de consenso político para reformas orçamentais, implicando um saldo orçamental primário inferior ao necessário para a redução da trajetória da dívida pública.

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



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

13 As necessidades líquidas de financiamento do Estado nos primeiros sete meses do ano apresentam um valor superior ao previsto pelo IGCP para o ano como um todo. As necessidades de financiamento do Estado no período janeiro-julho atingiram cerca de 8,9 mil M€ (Tabela 3), um valor superior em 2,3 mil M€ ao registado no período homólogo. As necessidades de financiamento do Estado nos primeiros sete meses do ano já superaram o total das necessidades líquidas de financiamento previstas pelo IGCP (Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública) para o total do ano de 2015 (7,3 mil M€).¹ Estas resultam: (i) do défice orçamental em contabilidade pública do subsector Estado, de 6492 M€, cujo valor se encontra acima do previsto no OE/2015 ano para o conjunto do ano (6,0 mil M€);² e (ii) da aquisição líquida com ativos financeiros em 2,5 mil M€, também superior aos 1,3 mil M€ previstos. Relativamente à despesa com ativos financeiros, de salientar os aumentos de capital efetuadas nas empresas Estradas de Portugal e REFER, cuja fusão, em inícios de junho, formou a empresa Infraestruturas Portugal S.A no valor de 1,1 mil M€; a injeção de capital na CP – Comboios de Portugal, de 620 M€, e o empréstimo ao Metro do Porto de 266 M€. De relembrar que se encontra prevista uma receita com ativos financeiros para 2015 referente à amortização do empréstimo de 3,9 mil M€ efetuado ao Fundo de Resolução no âmbito do processo de resolução do BES. Caso tal não suceda tornar-se-á necessário a emissão líquida de dívida pública ou a utilização dos depósitos de forma a satisfazer as necessidades líquidas de financiamento do Estado.

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

	Jul 2014 (ex. acum.)	Abr	Mai	Jun	Jul	Total
Necessidades líquidas de financiamento	6618	1476	-183	2849	1967	8961
<i>Défice orçamental (sub-setor Estado)</i>	<i>6629</i>	<i>1297</i>	<i>-262</i>	<i>2543</i>	<i>1364</i>	<i>6492</i>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	<i>1548</i>	<i>180</i>	<i>273</i>	<i>340</i>	<i>607</i>	<i>2715</i>
<i>Empréstimos de médio e Longo Prazo</i>		<i>12</i>	<i>217</i>	<i>20</i>	<i>28</i>	<i>463</i>
<i>Dotações de Capital</i>		<i>167</i>	<i>52</i>	<i>320</i>	<i>577</i>	<i>2215</i>
<i>Outros</i>		<i>1</i>	<i>4</i>		<i>2</i>	<i>36</i>
<i>Receita com ativos financeiros</i>	<i>1558</i>	<i>1</i>	<i>195</i>	<i>35</i>	<i>4</i>	<i>247</i>
<i>Despesa líquida com ativos financeiros</i>	<i>-11</i>	<i>179</i>	<i>79</i>	<i>305</i>	<i>603</i>	<i>2469</i>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

¹ No Orçamento do Estado para 2015, estava previsto que as necessidades líquidas de financiamento se fixassem em 10 989 M€. Em março de 2015, o IGCP reviu em baixa a previsão das necessidades líquidas de financiamento para 2015 para 7,3 mil M€.

² Com efeito, o subsector Estado terá que apresentar um saldo orçamental positivo de aproximadamente 500 M€ entre agosto e dezembro de forma a satisfazer as projeções efetuadas aquando do OE/2015

14 No mês de julho, o défice do subsector Estado contribuiu para o aumento das necessidades líquidas de financiamento.

As necessidades líquidas de financiamento no mês de julho atingiram os 1967 M€. Tal foi resultado de um défice orçamental do subsector Estado no valor de 1364 M€ e de uma aquisição líquida de ativos financeiros no valor de 603 M€, dos quais 521 M€ dizem respeito a aumentos de capital na CP-Comboios de Portugal.

15 Em julho registou-se um aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior em virtude da emissão líquida de Obrigações do Tesouro.

Em finais de julho, a dívida direta do Estado fixou-se em 223,1 mil M€, um acréscimo de 7,3 mil M€ face ao mesmo mês do ano anterior e de 2,5 mil M€ face ao mês anterior. Tal foi resultado, sobretudo, das emissões sindicadas de OT com maturidade em 2020 e 2037 num montante global de 1,7 mil M€ e da emissão de BT no valor de 677 M€ (a 6 meses) e de 1220 M€ (a 12 meses). Por outro lado, registaram-se amortizações de BT no valor de 1,9 mil M€. Também em julho se observou um aumento do stock de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro no valor de 151 M€. Em sentido contrário, observou-se uma amortização parcial de *Medium Term Notes (MTN)* no valor de 54 M€. Por último, as flutuações cambiais contribuíram para um aumento da dívida direta em 323 M€.³

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

	Jul-14	Jun-15	Jul-15	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	122 550	127 652	129 756	1,6	5,9	58,2	2 104	7 205
Curto prazo	23 199	19 780	20 117	1,7	-13,3	9,0	336	-3 082
Médio e longo prazo	99 351	107 872	109 639	1,6	10,4	49,1	1 768	10 288
Não titulada	15 733	20 793	20 899	0,5	32,8	9,4	106	5 166
Cert. Aforro	11 120	12 696	12 716	0,2	14,4	5,7	20	1 596
Cert. do Tesouro	3 476	6 922	7 054	1,9	102,9	3,2	132	3 578
Outra	1 138	1 175	1 130	-3,9	-0,7	0,5	-46	-8
Assist. Financeira	77 487	72 195	72 437	0,3	-6,5	32,5	242	-5 049
Total	215 771	220 641	223 092	1,1	3,4	100,0	2 451	7 321
Por memória:								
Transaccionável	116 028	121 074	122 941	1,5	6,0	55,1	1 867	6 912
Não Transaccionável	99 743	99 567	100 151	0,6	0,4	44,9	585	409
Euro	181 963	195 776	197 904	1,1	8,8	88,7	2 129	15 941
Não euro	30 913	24 865	25 188	1,3	-18,5	11,3	323	-5 725

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.

16 No final dos primeiros sete meses, a taxa de crescimento da despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta foi superior à implícita para o conjunto do ano.

A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado acumulada nos primeiros sete meses do ano situou-se em 4535 M€ (dos quais 146 M€ foram pagos no mês de julho), o que representa um acréscimo de 11,1% face ao mesmo período de 2014, valor superior ao implícito para o total do ano (7,0%). Para tal contribuiu o pagamento dos juros referentes às Obrigações do Tesouro emitidas em 2014 que originaram o pagamento de cupões em fevereiro, abril e julho. 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 pagos no instrumento BT. Não obstante o aumento registado até julho, verificou-se uma desaceleração face ao verificado no mês de junho dada a diluição do acréscimo de juros associados às OT e aos empréstimos PAEF relativos ao primeiro trimestre.

³ As flutuações cambiais estão cobertas por swaps cambiais. No mês de julho 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 301 M€, compensando quase por completo a variação cambial.

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

	2015			jan-jul		Objectivo OE-2015	Grau de Execução (%)
	mai	jun	jul	2 014	2 015		
Juros da dívida pública	536	1 622	140	4 098	4 500	7 440	60,5
Bilhetes do Tesouro	8	8	4	288	88	99	89,7
Obrigações do Tesouro	7	1 369	0	2 404	2 771	4 257	65,1
Empréstimos PAEF	484	192	63	1 110	1 274	2 212	57,6
Certif. de Aforro e do Tesouro	39	35	57	206	287	560	51,2
CEDIC / CEDIM	1	6	1	19	17	62	27,4
Outros	-2	12	16	71	63	250	25,4
Comissões	7	2	6	55	48	60	80,3
Empréstimos PAEF	0	0	0	18	2	2	100,5
Outros	7	2	6	37	46	58	79,6
Juros e outros encargos pagos	544	1 624	147	4 153	4 548	7 500	60,6
Tvh (%)	-1,9	-2,8	-38,0				5,7
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-1,0	-3,3	-1,0	-71,6	-13,2	-36	
Juros e outros encargos líquidos	543	1 621	146	4 082	4 535	7 464	60,8%
Tvh (%)	-1,2	-1,9	-38,1	11,1	7,0		

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

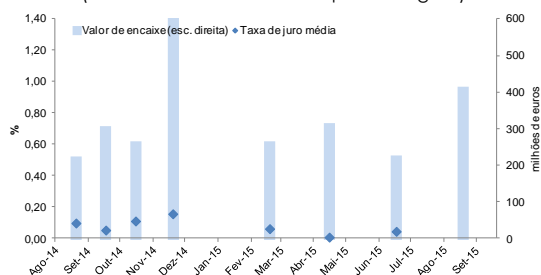
17 Em agosto, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses. No dia 19 de agosto, foram emitidos dois BT a 3 e a 12 meses, tendo sido colocado 400 M€ e 790 M€, respetivamente, a uma taxa média ponderada de -0,013% a 3 meses e de 0,021% a 12 anos. De salientar que as taxas de juro de colocação, em ambas as emissões, foram inferiores às obtidas na última operação de maturidade comparável (Gráfico 6, Gráfico 7 e Tabela 6).

Tabela 6 – Emissão de Bilhetes de Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Nov-15	Jul-16
Maturidade	Nov-15	Jul-16
Data da Transacção	19-Ago	19-Ago
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	400	790
Montante de Procura (M€)	1 257	1 505
Taxa média (%)	-0,013	0,021
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média,	Jun-15	Jul-15
	0,044	0,086

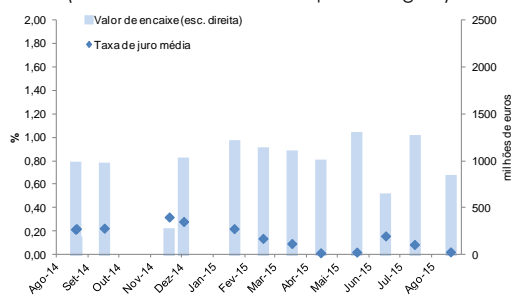
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

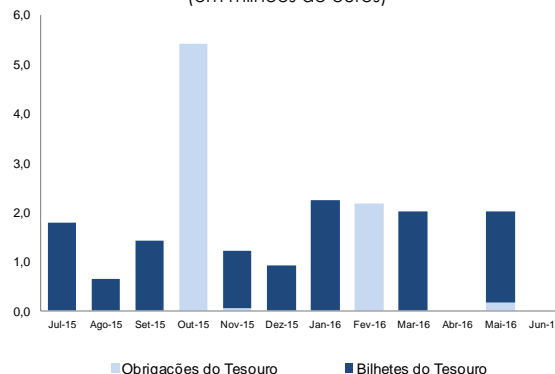
Gráfico 7 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

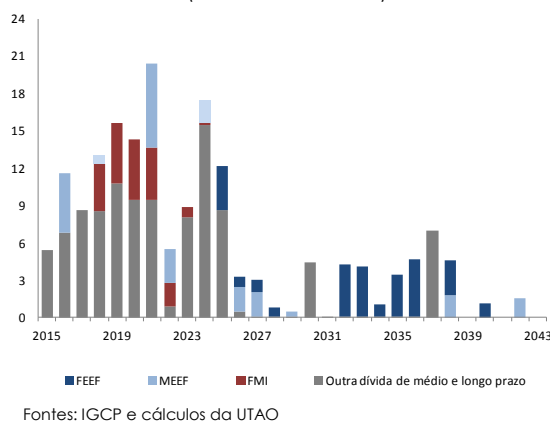
18 Até ao final de 2015, está previsto a amortização de dívida pública em aproximadamente 9 mil M€. Entre setembro e dezembro de 2015 está projetada a amortização de 5,5 mil M€ de OT, dos quais 5,4 mil M€ em outubro. Adicionalmente está previsto a amortização de BT no valor de 3,9 mil M€ (Gráfico 8). Entre 2016 e 2019, o valor a amortizar de dívida de médio e longo prazo atinge os 48,8 mil M€ (Gráfico 9).⁴

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



Fontes: IGCP.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

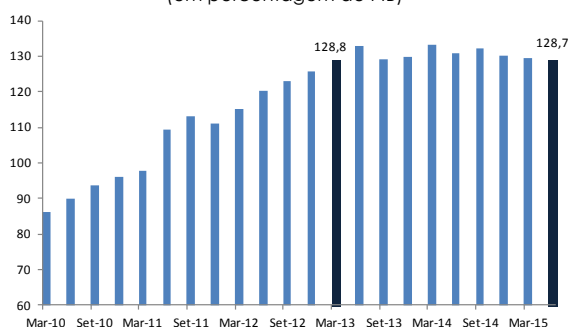
Dívida pública na ótica de Maastricht

19 De acordo com os dados mais recentes, o rácio dívida pública em percentagem do PIB nominal fixou-se em 128,7%. Segundo o INE, o Produto Interno Bruto anual, a preços correntes, terminado no final do 2.º trimestre atingiu 175,2 mil M€, o que representa um aumento de 2,0% em termos homólogos do PIB nominal a preços correntes (aproximadamente 1,2% em termos de variação real e 0,8% relativo à variação do deflator). Adicionalmente, o nível de dívida das administrações públicas foi de 225,5 mil M€ no final de junho, segundo o Banco de Portugal. Nesse sentido, o rácio da dívida pública em percentagem do PIB nominal atingiu os 128,7% do PIB no final do 1.º semestre, o que representa o terceiro trimestre consecutivo de redução, alcançando um nível só verificado em março de 2013 (128,8%). O valor da dívida pública excedeu a previsão oficial para o final do ano, a qual, recorde-se, é de 124,2% do PIB. Contudo, o valor atingido no 2.º trimestre de 2015 não

⁴ No Ecofin de 21 de junho de 2013 ficou acordado que a maturidade média dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de sete anos, passando de 12,5 para 19,5 anos.

coloca necessariamente em causa o objetivo anual. Com efeito, estão previstos para 2015 ajustamentos diretos ao stock de dívida de 5,0 p.p. que poderão resultar da amortização do empréstimo do Fundo de Resolução, na sequência da venda do Novo Banco, e ainda, da utilização da liquidez existente e da aquisição da dívida por parte da Segurança Social, bem como pela substituição de dívida bancária por dívida ao Estado por parte das empresas públicas reclassificadas. Adicionalmente podem ser utilizados os depósitos existentes, satisfazendo as necessidades de financiamento sem recorrer ao aumento da dívida pública. O nível de depósitos da administração central no final do 1.º semestre foi de 14 720 M€, pelo que a dívida pública excluindo os depósitos fixou-se em 120,3% do PIB nominal, o que representa um acréscimo face ao registado no 1.º trimestre (120%).

Gráfico 10 – Dívida pública na ótica de Maastricht
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e Cálculos da UTAO

20 No mês de julho registou-se um acréscimo da dívida pública na ótica de Maastricht, bem como um ligeiro aumento dos depósitos da administração central. Em julho, a dívida pública na ótica de Maastricht cifrou-se em 227,1 mil M€, o que representa um aumento de 1,6 mil M€ face ao mês anterior. Saliente-se que de forma a alcançar o objetivo traçado para o final do ano (que é de 221,2 mil M€) torna-se necessário uma redução de 5,9 mil M€. Adicionalmente, os depósitos da administração central fixaram-se em 14 844 mil M€, um aumento de 124 M€ face ao mês anterior. Para este aumento contribuiu o facto do acréscimo da dívida direta (2,5 mil M€) ter sido superior às necessidades de financiamento líquidas do subsector Estado (1,9 mil M€), muito embora se tenham registado adiantamentos de tesouraria no valor de 353 M€. De relembrar que no final de 2014, os depósitos da administração central situavam-se em 17,1 mil M€.

Caixa 1- Gestão de Tesouraria dos Estado e da Dívida Pública

No ano de 2014, a gestão ativa de instrumentos de gestão de risco cambial (swap cambial) atenuou o efeito negativo provocado pela depreciação do euro. A depreciação do euro no ano de 2014 resultou num aumento da dívida direta do Estado de 2,3 mil M€, dos quais 1,7 mil M€ estão relacionados com os empréstimos do FMI. No entanto, o IGCP visou, durante o ano de 2014, a minimização do risco cambial através da gestão ativa de instrumentos de risco. Nesse sentido, obteve-se um ganho de 1344 M€, o que conduziu a uma perda líquida de mil M€ como resultado da desvalorização cambial ocorrida ao longo do ano de 2014.

Adicionalmente, o IGCP fez ao longo de 2014 o acompanhamento e a gestão dos **derivados das Empresas Públicas Reclassificadas (EPR)**. Relativamente à carteira de derivadas das EPR (Carris, CP, Metro de Lisboa, Metro do Porto, Parública e Transtejo) no final do ano havia um total de 26 derivados cujo **valor de mercado (ganho/perda potencial) (MiM) foi de -410,4 M€**, o que consistiu numa variação negativa de 48,8 M€ face a 2013.⁵ Nestes dados excluem-se nove derivados contratados junto do Banco Santander.

Em 2014, a existência de um nível elevado de depósitos das administrações públicas resultou num custo líquido direto. No final de 2014, os depósitos das administrações públicas situaram-se em 17,1 mil M€ (sendo o saldo médio diário de 17,4 mil M€ ao longo do ano), dos quais 4,1 mil M€ dizem respeito aos depósitos cativos para a recapitalização do sistema bancário. Considerando a taxa de financiamento média ao longo de 2014, que foi de aproximadamente 2,3%, o IGCP estimou um custo bruto do saldo de tesouraria (depósitos da administração pública) de 403 M€ em 2014. Por seu turno, os juros das aplicações dos excedentes de tesouraria em aplicações atingiram 61 M€, pelo que o custo líquido do saldo de tesouraria foi de 342 M€.⁶ No entanto, este valor é bastante sensível à taxa de juro utilizada. Se por hipótese o custo de financiamento considerado fivesse por base os Bilhetes do Tesouro (0,5%) então o custo total seria de apenas 20 M€. Em alternativa, tendo em consideração a atual taxa implícita do total da dívida pública (3,6%), o custo líquido do saldo de tesouraria seria de 566 M€.

Deve notar-se que, tal como já referido na Nota Mensal da UTAO sobre a Dívida Pública de março de 2014, o saldo de tesouraria poderá ser considerado elevado face às necessidades de financiamento de curto prazo ou quando comparado com o verificado nos anos anteriores à crise da dívida soberana. Todavia, para se efetuar a avaliação económica do custo subjacente à manutenção do saldo de tesouraria deverá ter-se em consideração que existe um benefício decorrente de manter um nível mais elevado. **Esse benefício, praticamente impossível de quantificar, reflete-se ao nível da confiança gerada junto dos investidores** e pode traduzir-se num menor risco atribuído ao país e em taxas mais baixas de rendibilidade ou de emissão de dívida pública.

⁵ De acordo com o Boletim Informativo do Setor Empresarial do Estado publicado em julho de 2015, o valor de mercado dos swaps ascendeu a 506,7 M€ no final de 2014, incluindo-se neste boletim mais 11 contratos de swaps das empresas TAP, SA, ADP – Águas de Portugal, SGPS, SA e APL – Administração do Porto de Lisboa, SA.

⁶ Deste montante, o saldo médio de depósitos cativos para recapitalização do sistema bancário (que foi de 4 132 M€) resultou num custo bruto de 96 M€.