

### Condições de mercado

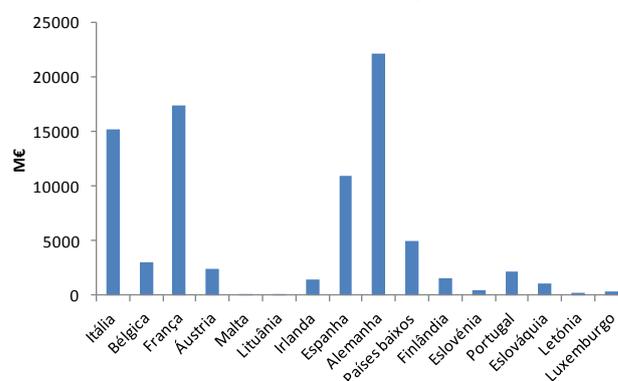
**1 Em abril assistiu-se a uma subida das taxas de rendibilidade de dívida pública na área do euro num contexto de baixo nível de taxas de juro no mercado monetário, bem como a diferentes dinâmicas nos principais índices bolsistas.** As taxas de rendibilidade de dívida pública para a maturidade a 10 anos subiram para os países da área do euro, invertendo a tendência do mês anterior. No mercado acionista verificaram-se variações em sentidos opostos. Em abril, o mercado acionista europeu, *Euro Stoxx 50*, registou uma descida de 2,2%, tendo o índice alemão *DAX* caído 4,3%. Em parte resultado da incerteza quanto à evolução da situação financeira da economia grega, bem como à evolução menos positiva dos indicadores económicos quando comparada com os meses anteriores.<sup>1</sup> No entanto, o índice acionista francês (*CAC 40*) subiu 0,3%. Relativamente ao *PSI 20*, este subiu durante o mesmo período de análise em 2,1%. Adicionalmente, registaram-se variações positivas no mercado dos EUA com o índice *S&P 500* a obter ganhos de 0,9%.

**2 Em 15 de abril, o Banco Central Europeu (BCE) manteve inalteradas as taxas de juro diretoras das operações principais de refinanciamento, bem como das facilidades de depósito e de empréstimo.** O presidente do BCE salientou que o programa de compra de títulos iniciado em março deverá contribuir para uma trajetória sustentada da inflação consistente com o objetivo de manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2%.<sup>2</sup> O comunicado do BCE referiu que os baixos níveis dos preços do petróleo deverão continuar a sustentar um aumento do rendimento disponível real das famílias e dos lucros das empresas, refletindo-se no aumento do consumo e do investimento. O BCE tem como finalidade a estabilidade de preços, sendo que o caráter acomodatório contribui para a melhoria da atividade económica. No entanto, o BCE refere que devido ao elevado desemprego estrutural e ao baixo crescimento do produto potencial, serão necessárias medidas do lado da oferta através de reformas nos mercados de trabalho e do produto. As taxas *Euribor* desceram em todos os prazos, tendo a taxa a 3 meses registado valores negativos pela primeira vez.

**3 Os instrumentos não convencionais de política monetária do BCE têm contribuído para o baixo nível das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública da área do euro.** No âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*Public Sector Purchase Programme PSPP*), as compras do BCE ascenderam a 95,1 mil M€ até ao final de abril. Relativamente ao *Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)* e ao *Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)*, o montante de compras atingiu 5,8 mil M€ e 75,1 mil M€, respetivamente. De referir que a variação mensal situou-se em 60,3 mil M€ para o total dos três programas, em linha com o objetivo previsto. Desde 09 de março até ao final de abril, o BCE comprou no âmbito do PSPP 22,2 mil M€ de dívida da Alemanha, 17,4 mil M€ de

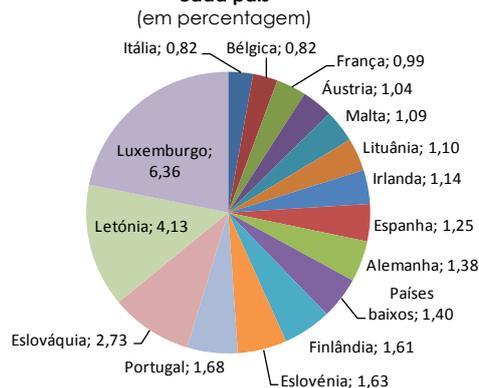
dívida da França e 15,2 mil M€ de dívida da Itália (Gráfico 1). Relativamente ao peso dos ativos comprados pelo BCE face ao total dos títulos governamentais transacionáveis, os países com maior expressão foram Luxemburgo, Letónia, Eslováquia e Portugal (Gráfico 2).<sup>3</sup> A repartição das compras do BCE por emiteente deverá respeitar a quota de capital de cada país no capital total do BCE. No entanto, nos dois meses iniciais do programa, as compras realizadas pelo BCE excederam a percentagem de referência para alguns países. Quanto às maturidades médias dos títulos comprados, variaram entre 5,22 da Lituânia e 10,77 anos de Portugal.

**Gráfico 1 – Repartição de ativos detidos pelo BCE no âmbito do programa PSPP**  
(em milhões de euros)



Fontes: BCE e cálculos da UTAO. | Nota: Os países são apresentados por ordem crescente do peso dos ativos detidos pelo BCE face à totalidade de dívida titulada e transacionável emitida pelos governos dos países, incluindo administração central, local e regional e segurança social (não consolidada), ao valor facial.

**Gráfico 2 – Peso dos ativos detidos pelo BCE (no âmbito do programa PSPP) face à totalidade de títulos governamentais transacionáveis de cada país**  
(em percentagem)



Fontes: BCE e cálculos da UTAO.

<sup>1</sup> De referir que a Comissão Europeia publicou as previsões de Primavera através do *European Economic Forecast – Spring 2015*.

<sup>2</sup> A taxa de inflação medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor foi de -0,1% e 0,4% em março para a área do euro e Portugal, respetivamente.

<sup>3</sup> Recorde-se que os títulos da Grécia e do Chipre estão excluídos deste programa porque estes países ainda se encontram sob um programa de assistência financeira.

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

	28-Dez-12	31-Dez-13	30-Dez-14	30-Jan-15	27-Fev-15	31-Mar-15	30-Abr-15	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	6,9	6,0	2,7	2,6	1,8	1,7	2,1	0,4	-0,5
Itália	4,5	4,1	1,9	1,6	1,3	1,2	1,5	0,3	-0,1
Espanha	5,2	4,1	1,6	1,4	1,3	1,2	1,5	0,3	0,0
Irlanda	-	3,4	1,2	1,1	0,9	0,7	0,9	0,2	-0,2
França	2,0	2,6	0,8	0,5	0,6	0,5	0,6	0,2	0,1
Bélgica	2,0	2,5	0,8	0,6	0,6	0,4	0,6	0,2	0,0
Alemanha	1,3	1,9	0,5	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

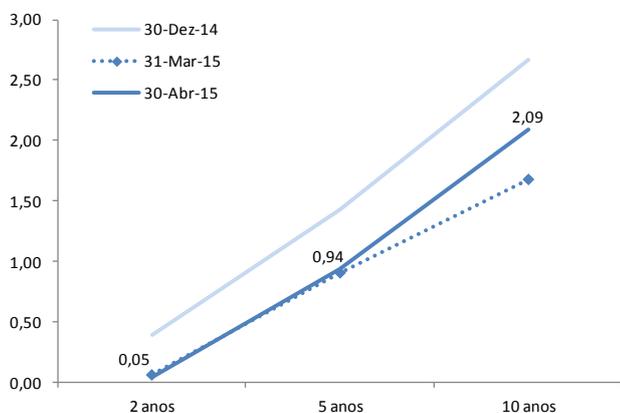
**Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos percentuais)

	28-Dez-12	31-Dez-13	30-Dez-14	30-Jan-15	27-Fev-15	31-Mar-15	30-Abr-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	5,6	4,1	2,1	2,3	1,5	1,5	1,7	0,2	-0,6
Irlanda	-	1,5	0,7	0,8	0,5	0,6	0,6	0,0	-0,3
França	0,7	0,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Bélgica	0,7	0,6	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0
Itália	3,2	2,2	1,3	1,3	1,0	1,1	1,1	0,1	-0,2
Espanha	3,9	2,2	1,1	1,1	0,9	1,0	1,1	0,1	0,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**4 Em abril, verificou-se um aumento das taxas de rentabilidade da dívida pública de Portugal a 10 anos no mercado secundário.** As taxas de rentabilidade de dívida pública portuguesa a 2 e 5 anos mantiveram-se praticamente inalteradas, tendo no prazo a 2 anos atingido um mínimo histórico de 0% nos dias 13 e 15 de abril. Na maturidade a 10 anos verificou-se um aumento da taxa de rentabilidade (Gráfico 3), após cinco meses de queda. A taxa encerrou acima de 2% algo que não acontecia desde fevereiro. Esta subida da taxa de rentabilidade em mercado secundário dos títulos de dívida com maturidade a 10 anos (Gráfico 4) poderá estar relacionada com o aumento da oferta do título OT 2,875% Out2025 através uma emissão sindicada que decorreu em 29 abril, bem como com o aumento da aversão ao risco dada a situação grega.

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

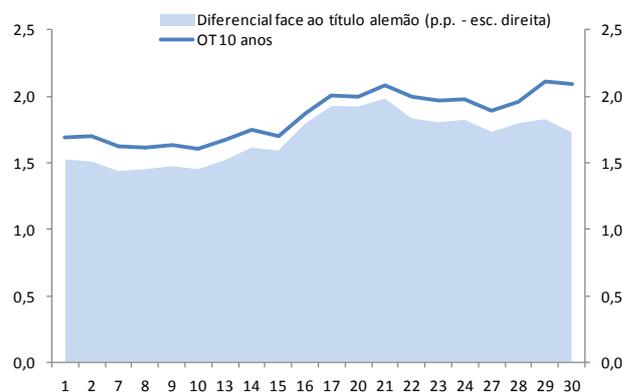


Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rentabilidade dos títulos de dívida benchmark.

**5 Relativamente ao mercado primário de dívida pública portuguesa de médio e longo prazo, decorreu em abril uma emissão sindicada de obrigações do tesouro e uma oferta de troca.** A emissão sindicada decorreu em 29 abril tendo sido emitidos 2 mil M€ e 500 M€ com maturidade a 10 e 30 anos, respetivamente. As taxas de rentabilidade situaram-se em 2,182% e 3,133%, respetivamente. De referir que cerca de metade dos montantes foram colocados em investidores de Portugal e Reino Unido. Em 23 de abril decorreu uma oferta de troca, sendo que o IGCP comprou obrigações do tesouro com maturidade em 2017 e 2018 por contrapartida da

venda de obrigações do tesouro com maturidade em 2024 e 2030.

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



Fonte: IGCP.

**6 A agência de rating Moody's emitiu uma nota aos investidores sobre a dívida pública portuguesa.**<sup>4</sup> Na opinião da Moody's nos fatores positivos da economia portuguesa destaca-se uma economia diversificada, melhorias significativas do saldo orçamental e o forte compromisso do governo para reformas económicas e orçamentais, bem como a conclusão com sucesso do programa de ajustamento externo. Por outro lado, de salientar o elevado nível de dívida pública e o peso da dívida externa, bem como as perspetivas de crescimento económico moderado num contexto de desalavancagem do setor privado e consolidação orçamental. De referir que a Moody's considera que as previsões para o crescimento do PIB em 2017 implícitas ao Programa de Estabilidade são otimistas, bem como considera que a descida do défice orçamental em 2015 será devido a fatores cíclicos e deverá manter-se acima de 2,7% do PIB. Relativamente ao leilão de troca de obrigações do tesouro em abril, a Moody's considera um sinal positivo no sentido em que os investidores se sentem confortáveis em deter títulos de dívida pública portuguesa com maturidade mais longa.

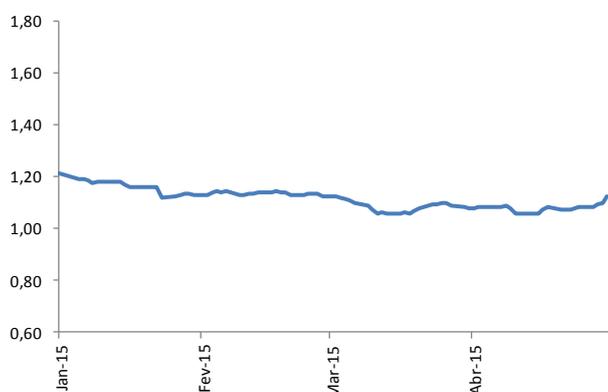
**7 Quanto ao mercado cambial, o euro apresentou uma recuperação face ao dólar norte-americano na segunda metade de abril.** A cotação do euro face ao dólar norte-americano atingiu 1,12 EUR/USD no final abril, representando uma apreciação de 4,2% em comparação com o verificado no final de março. No entanto, a primeira metade do mês foi caracterizada por uma depreciação do euro, atingindo um valor próximo de 1,055 EUR/USD. Para tal contribuiu a expectativa de um aumento gradual da taxa diretora por parte da Reserva Federal dos EUA. No entanto, os dados menos positivos da economia norte-americana e o discurso do presidente do BCE inverteram a tendência do início do mês.

**8 A taxa de rentabilidade da dívida pública grega do título benchmark a 10 anos registou um acréscimo significativo nas primeiras três semanas de abril tendo-se verificado uma queda no final de abril.** A taxa de rentabilidade situou-se em 10,47% no final de abril, abaixo do verificado no final de março (11,63%). No entanto, a incertezas quanto às negociações entre a Grécia e os parceiros europeus quanto

<sup>4</sup> De referir que entretanto em maio a Moody's adiou para 4 de setembro a decisão sobre o rating da dívida pública de Portugal.

às medidas de consolidação orçamental e reformas a implementar, de forma a desbloquear a última tranche do auxílio financeiro, elevaram o risco de incumprimento e levaram as taxas a 10 e a 3 anos a registar, até ao final da terceira semana, subidas de 201 p.b. e 696 p.b., chegando a atingir 13,641% e 29,581%, respetivamente, tendo a agência de notação de risco S&P revisto em baixa o rating da Grécia, de B- para CCC+. A resolução de centralização de liquidez com origem em autarquias e outros organismos na Grécia, aumentando a liquidez, as decisões por parte do BCE de aumentar o montante máximo de liquidez de emergência (ELA) aos bancos gregos para 76,9 mil M€ e a alteração da equipa de negociação com os credores, levou a uma redução das yields no final do mês. Em abril, a Grécia emitiu dívida em leilões competitivos com maturidade a 6 meses no montante de 1,138 mil M€ com uma taxa de rendibilidade de 2,97%, bem como dívida a 3 meses no montante de 813 M€ com yield de 2,7%. As taxas de rendibilidade situaram-se ao nível do verificado nos leilões realizados no mês de março. De referir que o índice acionista ASE registou uma subida em abril aumentando (6,1%) quando comparado com o final de março.

Gráfico 5 – Cotação cambial euro-dólar



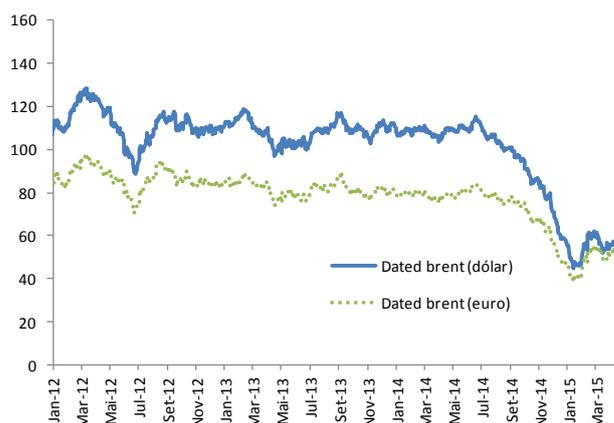
Fonte: BCE.

**9 Em abril, o comité de política monetária da Reserva Federal norte-americana (FOMC) manteve a taxa de juro diretora (Fed Funds) no intervalo [0%; 0,25%].** A Reserva Federal considera que a taxa de juro diretora permanece apropriada para atingir o nível máximo de emprego e estabilidade de preços. Os indicadores económicos revelam uma desaceleração do crescimento do produto e emprego no 1.º trimestre. Deste modo, verificou-se uma subutilização dos recursos do fator produtivo trabalho, uma descida do crescimento do consumo das famílias, uma desaceleração do investimento empresarial e uma descida das exportações. A taxa de inflação continua abaixo do objetivo de longo prazo de 2%, refletindo parcialmente a descida dos preços da energia e a descida dos preços das importações não-energéticas. Deste modo, a política monetária acomodatória permanece apropriada para atingir os objetivos de melhoria da atividade económica e dos indicadores do mercado de trabalho. O comité de política monetária considera que será apropriado aumentar a taxa de juro diretora quando se verificarem melhorias adicionais no mercado de trabalho, bem como confiança para a subida da taxa de inflação para 2% durante o médio prazo. Nesse sentido as taxas de juro USD Libor a 3 e 6 meses subiram pelo terceiro mês consecutivo face às expectativas de que ainda este ano a taxa diretora possa aumentar.

**10 Em abril, o Banco de Inglaterra decidiu por unanimidade manter a taxa de juro diretora, bem como o stock de ativos comprados através de reservas do banco central.** A reunião do comité de política monetária de 8 e 9 de abril decidiu por unanimidade manter a taxa de juro diretora *Bank Rate* em 0,5%, bem como manter o stock de ativos comprados e financiados pela emissão de reservas do banco central em 375 mil M£. De salientar que se verificam fatores desfavoráveis que incidem sobre a economia, bem como consequências da crise financeira, o que poderá significar que a taxa de juro diretora se situará em níveis baixos no futuro próximo. Os inquéritos às intenções de investimento revelaram que a incerteza sobre as eleições que entretanto decorreram no dia 7 maio teve pouco impacto nas decisões de investimento. No Brasil, o banco central voltou a subir a taxa diretora (SELIC) para 13,25% em resposta à inflação dada a revisão em alta, apesar dos indicadores económicos divulgados mostrarem um tom desfavorável.

**11 O preço do petróleo subiu em abril, após uma descida no mês anterior.** A cotação do preço do petróleo em euros no final de abril foi de 57€/baril, o que representa uma subida de 14,2% face ao final do mês anterior devido essencialmente ao aumento das importações da China e ao abrandamento da oferta no mercado norte-americano devido ao menor aumento das reservas petrolíferas dos EUA.

Gráfico 6 – Preço do petróleo (dated Brent) (preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

## Dívida direta do Estado

**12 Em março, as necessidades de financiamento do Estado atingiram cerca de 1,5 mil M€.** As necessidades de financiamento do Estado em março são resultado, por um lado, do défice orçamental do subsector no valor de 579M€, e, por outro, da despesa líquida com ativos financeiros em 854M€.⁵ Por último, de salientar que as necessidades líquidas de capital acumuladas desde o início do ano fixaram-se em aproximadamente 2,8 mil M€.

**13 Foi realizada uma injeção de capital significativa na REFER.** A despesa com ativos financeiros em março atingiu 862 M€. Esta é consequência sobretudo de injeções de capital em empresas públicas por parte do Estado no valor de 752 M€ e de empréstimos de médio e longo prazo no

⁵ Adicionalmente verificaram-se adiantamentos de tesouraria por parte do Estado aos Serviços e Fundos Autónomos da Administração Central (193 M€) e à Região Autónoma da Madeira (12 M€).

valor de 89 M€. Nomeadamente, realizou-se um aumento de capital de 685 M€ na REFER. Considerando juntamente as Estradas de Portugal e a REFER (das quais surgirá a nova empresa IP-Infraestruturas Portugal) registou-se uma injeção de capital de cerca de mil M€ desde o início do ano. Adicionalmente, em março, registou-se um empréstimo de 75 M€ à Região Autónoma da Madeira.

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

	Jan	Fev	Mar	Total
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>474</b>	<b>945</b>	<b>1433</b>	<b>2853</b>
<i>Défica orçamental (sub-setor Estado)</i>	<b>418</b>	<b>552</b>	<b>579</b>	<b>1550</b>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	60	394	862	1316
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	0	98	89	187
Metro do Porto		57		57
ParParticipadas		36		36
Região Autónoma da Madeira			75	75
Fundo de Apoio Municipal			14	14
Outros		5		5
<i>Dotações de Capital</i>	55	293	752	1099
Estradas de Portugal	55	252		306
Metro de Lisboa		29		29
Carris		12	24	36
REFER			685	685
CP - Comboios de Portugal			24	24
ParParticipadas			15	15
Outros	0,3		4	3,9
<i>Outros</i>	4	3	22	28
<i>Receita com ativos financeiros</i>	-3	-1	9	4
<b>Despesa líquida com ativos financeiros</b>	<b>56</b>	<b>393</b>	<b>854</b>	<b>1303</b>

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**14 No mês de março, registou-se o primeiro pagamento antecipado do empréstimo do FMI o que permitiu uma redução significativa da dívida direta do Estado.** Foi efetuado nos dias 13, 16 e 18 de março o pagamento antecipado de 22% do empréstimo concedido pelo FMI a Portugal no âmbito do PAEF (6,6 mil M€). Estes reembolsos correspondem às amortizações de capital que eram devidas entre novembro de 2015 e outubro de 2017. Adicionalmente foram amortizados 1,8 mil M€ em BT, 758 M€ em *Medium Term Notes*, registando-se recompras de OT no valor de 205 M€, a valor de encaixe. A contrapor, observou-se a emissão de nova dívida em 1,7 mil M€ (excluindo CEDIC e CEDIM), nomeadamente através da emissão de Bilhetes de Tesouro (encaixe de 315 M€ na BT a seis meses e de 1059 M€ na BT a 12 meses). Por outro lado, tal como expetável, após a forte aquisição em janeiro, a emissão líquida de Certificados do Tesouro e de Aforo foi pouco significativa, com 63 M€ e 15 M€ respetivamente. Por fim, considerando as flutuações cambiais e as mais e menos valias verificadas nas emissões e amortizações (755 M€), a dívida direta do Estado diminuiu 7,4 mil M€, em termos mensais, fixando-se no final do mês de março em 220,4 mil M€ (diminuição de -3,2%).

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

	Mar-14	Fev-15	Mar-15	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	123 937	127 566	125 963	-1,3	1,6	57,0	-1 603	2 026
Curto prazo	24 616	20 775	20 115	-3,2	-18,3	9,1	-660	-4 501
Médio e longo prazo	99 321	106 791	105 848	-0,9	6,6	47,9	-943	6 527
Não titulada	13 543	20 306	20 383	0,4	50,5	9,2	77	6 840
Cert. Aforo	10 446	12 621	12 636	0,1	21,0	5,7	15	2 190
Cert. do Tesouro	2 555	6 558	6 621	1,0	159,1	3,0	63	4 066
Outra	542	1 127	1 127	0,0	107,8	0,5	0	585
Assist. Financeira	74 844	80 355	74 495	-7,3	-0,5	33,7	-5 860	-349
<b>Total</b>	<b>212 323</b>	<b>228 227</b>	<b>220 841</b>	<b>-3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-7 385</b>	<b>8 518</b>
Por memória:								
Transaccionável	118 509	121 721	120 278	-1,2	1,5	54,5	-1 443	1 769
Não Transaccionável	93 814	106 506	100 563	-5,6	7,2	45,5	-5 942	6 749
Euro	186 203	194 299	193 519	-0,4	3,9	87,6	-780	7 316
Não euro	26 121	33 928	27 322	-19,5	4,6	12,4	-6 606	1 201

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. Para o cálculo da dívida direta do Estado os valores de emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe.

**15 À reduzida emissão de nova dívida no mês de março esteve associado um decréscimo significativo (superior a 5% do PIB) dos depósitos do subsector Estado.** Como referido no parágrafo anterior, registou-se em março a emissão de 1,7 mil M€, a valor de encaixe (excluindo CEDIM e CEDIM) através sobretudo da emissão de Bilhetes de Tesouro. No entanto, as necessidades brutas de financiamento do subsector Estado, que engloba as necessidades líquidas (1,4 mil M€) e as amortizações e anulações de dívida fundada ao valor de encaixe (9,6 mil M€) atingiram 11,1 mil M€. Consequentemente, foram utilizados depósitos do Estado de forma a financiar as necessidades brutas em aproximadamente 9,5 mil M€.

**16 Em março, o acréscimo da despesa acumulada com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado foi resultado dos juros no âmbito do MEEF.** A despesa com juros e outros encargos líquidos, acumulada até março, da dívida direta do Estado, situou-se em 1369 M€ (942 M€ em fevereiro e 302 M€ em março), o que representa um acréscimo de 32,5% face ao mesmo período de 2014. Este aumento foi afetado pelo facto da maioria das Obrigações do Tesouro emitidas nos últimos doze meses terem previsto o pagamento do cupão em fevereiro. Por outro lado, o aumento registado em março resulta do primeiro pagamento de juros associado à 10.ª tranche do empréstimo do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira no âmbito do PAEF. Em sentido contrário aos juros da dívida direta do Estado, os juros e outros encargos financeiros suportados pelas EPR (empresas públicas reclassificadas como Estradas de Portugal, REFER, Metro do Porto, Metro de Lisboa, RTP, entre outras) diminuíram 10,6%. Este decréscimo resulta da redução dos encargos com contratos swap pela REFER (o contrato foi terminado em inícios de 2015), da amortização em 2014 do contrato celebrado com o Banco Português de Investimento pela Metro do Porto, e, pelo reembolso do financiamento junto do Deutsche Bank, em fevereiro, pelo Metro de Lisboa.

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

	2015			jan-mar		Objectivo OE-2015	Grau de Exceção (%)
	jan	fev	mar	2 014	2 015		
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>112</b>	<b>927</b>	<b>300</b>	<b>1 007</b>	<b>1 339</b>	<b>7 440</b>	<b>18,0</b>
Bilhetes do Tesouro	14	10	38	111	62	99	63,3
Obrigações do Tesouro	23	646	2	388	671	4 257	15,8
Empréstimos PAEF	30	257	226	406	513	2 212	23,2
Certif. de Aforo e do Tesouro	40	34	39	86	113	560	20,2
CEDIC / CEDIM	3	5	1	9	8	62	13,4
Outros	2	-26	-5	8	-30	250	-11,9
<b>Comissões</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>60</b>	<b>50,5</b>
Empréstimos PAEF	0	0	0	10	0	2	0,0
Outros	13	15	2	16	30	58	52,4
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>125</b>	<b>942</b>	<b>302</b>	<b>1 033</b>	<b>1 369</b>	<b>7 500</b>	<b>18,3</b>
Tvh (%)	22,7	55,1	-6,7		32,5	5,7	

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**17 Segundo o Programa de Estabilidade 2015-19 está previsto o pagamento antecipado de 87% do total da dívida face ao FMI, valor superior ao acordado com os parceiros europeus em fevereiro de 2015 (14 mil M€ ou 11 mil milhões de DSE).<sup>6</sup> Na reunião de 16 de fevereiro, o Governo obteve a aprovação por parte do Eurogrupo para reembolsar antecipadamente aproximadamente 14 mil M€, aproximadamente 50% do empréstimo efetuado ao FMI no âmbito do PAEF nos próximos 30 meses, tendo já sido amortizados 5,1 mil milhões de DSE em março de 2015. No entanto, no PE/2015-19 prevê-se o pagamento antecipado de DSE 19,9 mil M€, o que corresponde a 87% do total da**

<sup>6</sup> O valor acordado em fevereiro de 2015 foi de 14 mil M€ ou 11 mil milhões de DSE. Os direitos de saque especiais (DSE) é a moeda oficial do FMI e na qual os empréstimos são efetuados. Esta corresponde a um cabaz de moedas, constituído maioritariamente por dólares, euros, libras e ienes

dívida face ao FMI, sendo que esta proposta tem que ser ainda aprovada pelos parceiros europeus. Na sequência desta antecipação estima-se uma poupança acumulada em juros de 730 M€ até 2019.

**18 Em abril, a República Portuguesa emitiu Obrigações de Tesouro a 10 e a 30 anos.** No dia 29 de abril, o Tesouro colocou 2 mil M€ e 500 M€ em Obrigações do Tesouro a 10 e a 30 anos, respetivamente, via uma reabertura sindicada das OT 2,875% Out2025 e OT 4,1% Fev2045. A taxa de colocação foi de 2,182% a 10 anos e de 3,133% a 30 anos. Adicionalmente, no dia 23 de abril foi realizada uma oferta de troca de OT, que permitiu estender a maturidade da dívida direta do Estado e reduzir as necessidades de capital nos próximos 3 anos (troca das OT com maturidade em outubro de 2017 e junho de 2018 pelas OT com maturidade em fevereiro de 2024 e fevereiro de 2030). Ainda no mês de abril, no dia 15 de abril, foram emitidos dois BT a 3 e a 12 anos, tendo sido colocado 300 M€ e 961 M€, respetivamente, a uma taxa média ponderada de 0,007% a 3 meses e de 0,015% a 12 anos. A taxa de juro de colocação foi, em ambos os casos, inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 6, Gráfico 7 e Gráfico 8).

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

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jun-15	Mar-16
Maturidade	Jun-15	Mar-16
Data da Transacção	15-Abr	15-Abr
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	300	961
Montante de Procura (M€)	1 385	1 600
<b>Taxa média (%)</b>	<b>0,007</b>	<b>0,015</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média)	18-Fev-15	18-Mar-15
	0,061	0,094

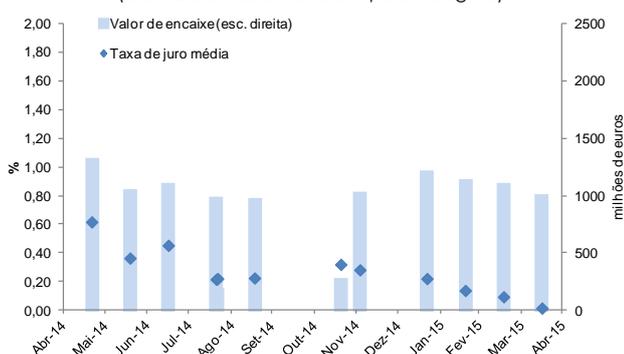
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

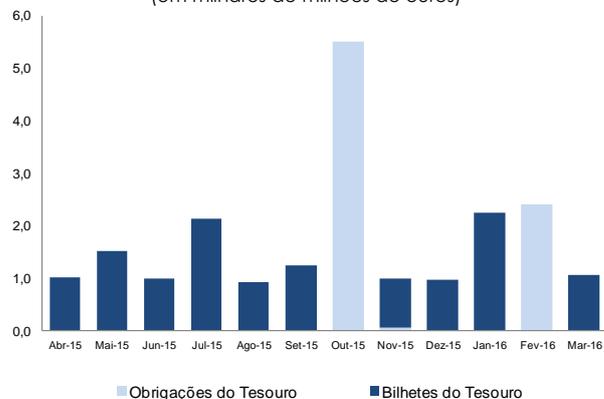
**Gráfico 8 – Bilhetes do Tesouro a doze meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**19 Até ao final de 2015, encontra-se prevista uma amortização de dívida pública num valor superior a 14 mil M€.** Entre maio e dezembro de 2015 está projetada a amortização de 5,6 mil M€ de OT, dos quais 5,5 mil M€ em outubro. Adicionalmente está previsto a amortização de BT no valor de 8,7 mil M€ (desde o início do ano já foram amortizadas BT no valor de 6,9 mil M€).

**Gráfico 9 – Plano de amortização de dívida anual**  
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

### Dívida pública na ótica de Maastricht <sup>7</sup>

**20 De acordo com a informação provisória disponível, a dívida pública na ótica de Maastricht ascendeu a 226,3 mil M€ no final do primeiro trimestre,** um valor que em termos nominais encontra-se acima do previsto para o final de 2015. A confirmar-se o valor provisório, este representa um aumento de mil M€ em termos nominais face ao final de 2014 (Tabela 7). Para este aumento terá contribuído a emissão significativa de Obrigações do Tesouro e de Certificados de Tesouro e de Aforro, bem como a não utilização da liquidez acumulada em depósitos da administração central, que se mantiveram em aproximadamente 17 mil M€ (10% do PIB). Adicionalmente, o valor provisório do stock da dívida pública no 1.º trimestre encontra-se acima da mais recente previsão do Ministério das Finanças para a dívida no final de 2015 (221,1 mil M€), a qual consta no relatório do Programa de Estabilidade 2015-19, resultando um diferencial de 5,1 mil M€. Consequentemente, no que se refere à dívida líquida de depósitos da administração central, este aumento para 209,2 mil M€, o que representa um acréscimo de 1,1 mil M€ face ao registado no final de 2014. Também neste caso a previsão oficial para finais 2015 aponta para um valor inferior, para o qual contribui a redução prevista de depósitos que se estima virem a ser de 13,7 mil M€ no final de 2015.

**21 O acréscimo da dívida pública no primeiro trimestre é, em termos nominais, inferior ao da dívida direta do Estado.** O aumento da dívida pública no 1.º trimestre fixou-se em mil M€, tendo a dívida direta do Estado registado um acréscimo de 3,7 mil M€. Tal foi consequência, em parte, da consolidação da dívida das AP, em resultado quer de empréstimos e injeções de capital efetuados pelo Tesouro a

<sup>7</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, isto é, excluem-se os ativos de entidades das administrações públicas que correspondem a passivos de outras entidades das administrações públicas; iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de Maastricht.

empresas públicas dentro do perímetro das AP, de forma a amortizarem a sua dívida bancária. Adicionalmente, foi também resultado do ganho obtido no primeiro trimestre com os instrumentos de gestão de risco cambial (swaps cambiais) no valor de 1650 M€, o que contrariou o acréscimo em resultado da depreciação do euro.<sup>8</sup>

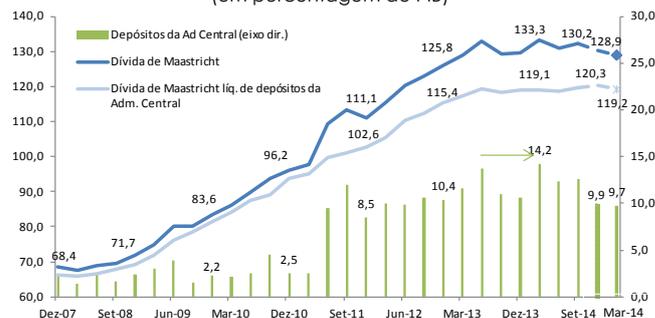
**Tabela 7 – Evolução trimestral da dívida pública**  
(em milhares de milhões de euros)

	Total	Liq. Depositos	Depósitos
Dez-13	219,6	201,7	18,0
Mar-14	226,6	202,6	24,0
Jun-14	224,7	203,6	21,2
Set-14	228,9	207,1	21,8
Dez-14	225,3	208,1	17,2
<b>Mar-15</b>	<b>226,3</b>	<b>209,2</b>	<b>17,0</b>
Var. face a mar. 2014	-0,3	6,7	-7,0
Var. face a dez. 2014	1,0	1,1	-0,1

Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: Na categoria "depósitos" estão incluídos apenas os relativos à administração central.

**22 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB no 1.º trimestre de 2015 se tenha situado entre 128,6% e 129,3% do PIB.** De acordo com a informação disponível, a estimativa realizada aponta para que o valor central da dívida pública em percentagem do PIB tenha ascendido a 128,9% do PIB (Gráfico 10), sendo que esta estimativa está dependente da hipótese assumida para a variação do deflator do PIB no 1.º trimestre.<sup>9</sup> A confirmar-se, a dívida pública terá excedido a previsão oficial para o final do ano, a qual, recorde-se, é de 124,2% do PIB. No entanto, regista-se um decréscimo face ao valor provisório da dívida pública de 2014 (130,2% do PIB). Importa salientar que os dados do 1.º trimestre não permitem retirar conclusões quanto ao nível de dívida pública no final do ano 2015. Com efeito, a dinâmica da dívida pública poderá ser diferente de trimestre para trimestre. 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.

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



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: Os valores apresentados para dezembro de 2014 correspondem aos pontos centrais da estimativa da UTAO.

**23 Por maturidade original, registou-se um acréscimo do peso dos instrumentos de curto prazo no total da dívida pública.** Desde finais de 2013, o peso dos instrumentos de curto prazo no total da dívida tem vindo a subir de forma consistente. Para esta evolução contribuiu sobretudo o fim do programa de ajustamento e consequente termo dos empréstimos de longo prazo do FMI, MEEF e FEEF, bem como o dinamismo da subscrição de Certificados de Aforro e do Tesouro. Em resultado, a dívida de curto prazo aumentou o seu peso no total em 4,6 pontos percentuais no período de um ano (Tabela 8). Em termos nominais, para esta variação contribuiu o aumento da dívida de curto prazo, em 10,4 mil M€, e a redução da dívida de longo prazo, em 10,7 mil M€.

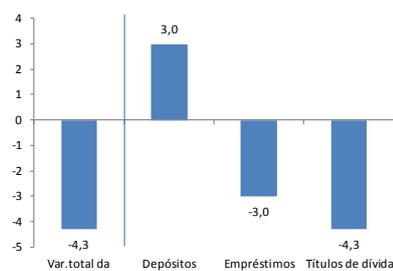
**Tabela 8 – Dívida pública: repartição por maturidade original**  
(em percentagem do total)

	CP	MLP
Dez-12	12,0	88,0
Dez-13	9,3	90,7
Mar-14	9,4	90,6
Dez-14	13,0	87,0
<b>Mar-15</b>	<b>14,0</b>	<b>86,0</b>
Var. face a mar. 2014	4,6	-4,6
Var. face a dez. 2014	1,0	-1,0

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os instrumentos considerados como tendo uma maturidade de "curto prazo", i.e. até um ano, são os seguintes: "numerário e depósitos", "títulos de curto prazo" e "empréstimos de curto prazo".

**24 Por instrumento, para a redução anual da dívida pública em percentagem do PIB contribuiu a redução dos títulos de dívida, bem como dos empréstimos.** A redução de dívida pública registada no ano terminado em março de 2015 refletiu-se no nível dos empréstimos (-2,2 mil M€), bem como nos títulos de dívida (-3,8 mil M€). O instrumento numerário e depósitos, no qual se inserem os Certificados do Tesouro e Certificados de Aforro, contribuíram em sentido contrário, com um aumento do stock de 5,7 mil M€.

**Gráfico 11 – Variação anual da dívida pública em março de 2015, por instrumento**  
(em pontos percentuais do PIB)



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Na rubrica "depósitos" incluem-se os Certificados de Aforro e do Tesouro.

<sup>8</sup> Para a redução da dívida pública poderá ter contribuído uma possível aquisição líquida de títulos de dívida pública portuguesa por parte do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) tal como se encontra previsto. No entanto, não há informação disponível que esclareça se tal aconteceu ou não no 1.º trimestre.

<sup>9</sup> No PE/2015, o Ministério das Finanças apresenta para 2015 uma projeção para crescimento do PIB em termos reais 1,6%, à qual acresce uma previsão de 1,3%, respetivamente, para a variação do deflator do PIB, resultando num aumento do PIB nominal de 2,9%. No dia 13 de maio, o INE divulgou a estimativa rápida para o crescimento do PIB do 1.º trimestre, da qual resulta um aumento do PIB, em termos reais, de 1,4%, em termos homólogos. Relativamente à variação do deflator, esta só será divulgada pelo INE no final de maio. Em todo o caso, o deflator do PIB no 1.º trimestre poderá ser influenciado por uma evolução do deflator das importações dado a redução do preço das matérias-primas importadas.

**25 O Ministério das Finanças prevê um decréscimo contínuo dos depósitos da administração central ao longo dos próximos cinco anos.** Segundo dados provisórios, a dívida pública atingiu os 225,3 mil M€ no final de 2014. Adicionalmente, está previsto, segundo o PE/2015-19 uma redução da dívida pública em 2015 para os 221,2 mil M€ (124,2% do PIB) e uma estabilização nos seguintes anos, atingindo os 220 mil M€ (107,6% do PIB). No entanto, perspectiva-se um acréscimo da dívida líquida em termos nominais de 208,2 mil M€ em 2014 para 214,2 mil M€ em 2019, seguindo uma tendência crescente ao longo do período em análise (como consequência do crescimento económico previsto a dívida líquida em percentagem do PIB diminui de 120,3% em 2014 para 103,8% do PIB). Estas projeções têm implícita uma redução dos depósitos da administração central durante o período 2015-2019. Prevê-se um decréscimo contínuo ao longo do período em análise, sendo esta redução mais acentuada em 2015, i.e. uma diminuição de 3,5 mil M€. Ainda que se proveja uma redução para os próximos cinco anos, os depósitos da administração central deverão continuar acima dos valores apresentados antes da intervenção externa, quando atingirem aproximadamente 2 mil M€. Em síntese, encontra-se previsto um nível de depósitos de 13,7 mil M€, 13,6 mil M€, 10,7 mil M€, 8,7 mil M€ e de 7,8 mil M€ para os anos de 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019, respetivamente.

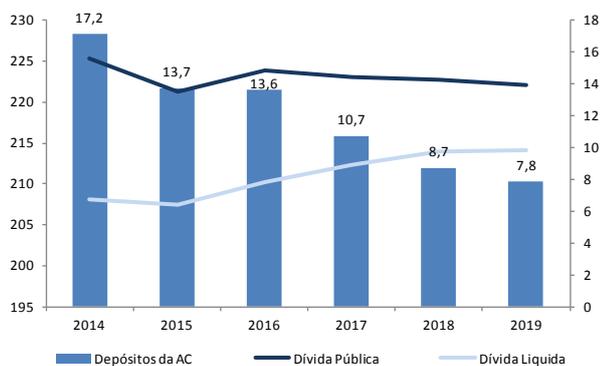
**Tabela 9 – Projeção para a dívida pública e depósitos no período 2015/2019**

(em milhares de milhões de euros)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dívida das AP	225,3	221,2	223,9	223,1	222,8	222,0
Dívida das AP líquida de depósitos da AC	208,2	207,5	210,3	212,4	214,0	214,2
Depósitos da Administração Central	17,2	13,7	13,6	10,7	8,7	7,8

Fonte: INE, Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

**Gráfico 12 – Projeção da dívida pública no período 2015/2019**  
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: INE, Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.