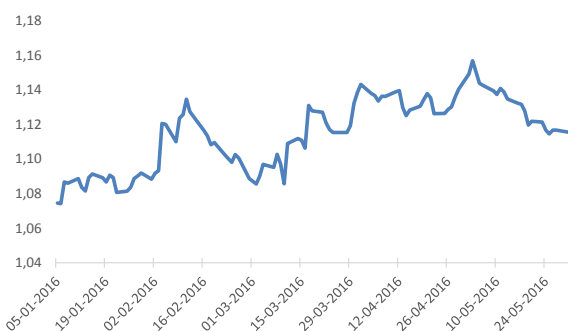


Condições de mercado

1 Em maio, os índices acionistas reagiram globalmente de forma positiva aos anúncios de política monetária e, na área do euro, ao acordo relativamente ao programa de assistência à Grécia. Em particular, o índice EuroStoxx 50 apreciou-se 1,2%, o índice S&P 500 1,5% e o índice Nikkei 2,4%, face ao final de abril. Em Portugal, o índice PSI20 registou uma *underperformance*, face aos índices europeus, em grande medida devido ao desempenho menos positivo do setor financeiro.

2 O dólar apreciou-se em relação ao euro, em dados de final do mês, corrigindo o movimento dos últimos meses (Gráfico 1). Para este resultado contribuiu o aumento das expectativas de subida da taxa de juro de referência dos *Fed funds*.

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



Fonte: BCE

3 Nos EUA, a divulgação da ata da reunião do Comité de Política Monetária (FOMC), realizada a 27 de abril, revelou que os membros do FOMC estão disponíveis para uma subida de taxas de juro em junho, ao contrário do que tinha sido interpretado na sequência do comunicado da reunião. Num contexto de estabilização da envolvente internacional e com o mercado a avaliar como benignos os dados económicos que foram sendo divulgados, a ata divulgada reavivou expectativas de que haveria condições para uma subida próxima das taxas de juro. Este contexto favoreceu a apreciação dos índices acionistas e do dólar.

4 A libra esterlina, que durante o mês foi penalizada pela incerteza relativamente ao resultado do referendo sobre o Brexit, acabou por se apreciar face ao euro, perante resultados de sondagens que apontam para uma vitória no sentido da permanência do país na União Europeia. Mas recentemente, já em junho, verificou-se uma depreciação da libra esterlina na sequência de divulgação de sondagens a apontar para uma vitória da saída da União Europeia.

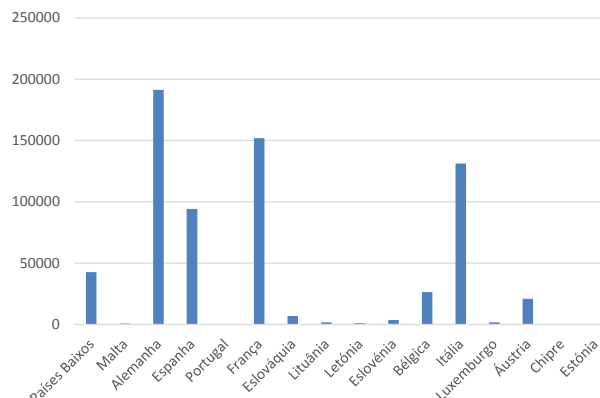
5 O mercado obrigacionista beneficiou do sentimento mais positivo entre os investidores da área do euro, observando-se descidas generalizadas das taxas de rendibilidade. Este contexto foi suportado pelos acontecimentos na Grécia onde, após o parlamento ter aprovado medidas de reforma do sistema de pensões, privatizações, e do imposto sobre o rendimento, o Eurogrupo discutiu a possibilidade de algum alívio à dívida pública grega. Em particular, o Eurogrupo aprovou os seguintes princípios gerais: i) facilitar o acesso aos mercados, ii) aligeirar o perfil de reembolsos, iii) incentivar o processo de ajustamento do país, mesmo após o fim do

programa, iv) flexibilidade para acomodar a incerteza das evoluções do crescimento do PIB e das taxas de juro. No final do mês, os ministros das Finanças da área do euro chegaram a um acordo para reestruturar a dívida grega, a implementar no final do atual programa de financiamento, em 2018, e que deverá também assegurar o envolvimento do FMI. A alteração deverá incidir sobre o perfil de pagamentos da dívida, sem contemplar reduções dos valores nominais. O Mecanismo de Estabilidade Europeu fará alterações à estrutura de empréstimos à Grécia, com o intuito de evitar que as necessidades brutas de financiamento da dívida ultrapassem os 15% de rendimento nacional, até 2030, e 20%, após esse ano. Os montantes em causa ainda não são conhecidos, aguardando-se uma nova análise de sustentabilidade da dívida pelo FMI. O acordo permitiu desbloquear uma tranche de 7,5 mil M€ (em junho) de um total de 10,3 mil M€. No final de maio, surgiram notícias de que o Ministro das Finanças grego terá entrado em contacto com os credores internacionais (CE, BCE e FMI) mencionando que não tem condições para implementar algumas das medidas adicionais acordadas, por falta de apoio parlamentar.

6 Na Grécia, as taxas de rendibilidade desceram ao longo de toda a curva, tendo o prazo de 10 anos atingido um mínimo de 1 ano, descendo abaixo de 8% pela primeira vez desde dezembro. Os mercados acionistas apresentaram ganhos, com o índice ASE a valorizar-se 10,8%, face ao final de abril.

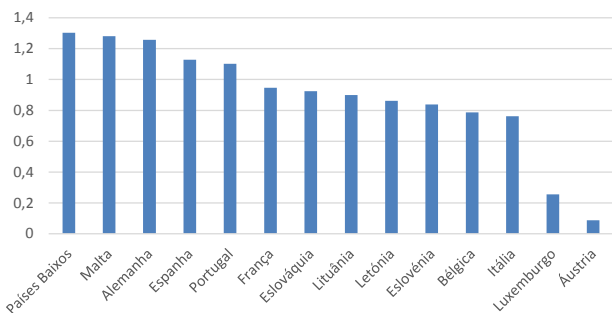
7 Ao abrigo do programa de compra de ativos do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP), o BCE divulgou que o montante de compras ascendeu a 812,475 mil M€ até ao final de maio (desde 9 março de 2015) (Gráfico 2). Tendo em conta o peso dos ativos comprados pelo BCE face à totalidade dos títulos governamentais transacionáveis, as compras foram mais significativas para o mercado do Países baixos, Malta, Alemanha, Espanha e Portugal (Gráfico 3). A repartição das compras do BCE por emitente deverá respeitar a quota de capital de cada país no capital total do BCE. Em termos de maturidades médias dos títulos comprados, variaram entre 2,13 e 10,57 anos, tendo os títulos portugueses uma maturidade média de 10,21 anos.

Gráfico 2 – Repartição de ativos detidos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início do programa
(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 3 – Peso relativo dos ativos detidos pelo BCE (no âmbito do programa PSPP) face à totalidade de títulos governamentais transacionáveis de cada país, em maio de 2016
(em percentagem)



Fontes: BCE e cálculos da UTAO. | Nota: Os títulos governamentais transacionáveis referem-se 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.

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-abr-16	31-mai-16	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	1,7	3,0	2,4	2,5	3,1	3,0	-0,1	0,5
Itália	1,2	2,3	1,7	1,6	1,5	1,4	-0,1	-0,2
Espanha	1,2	2,3	1,9	1,8	1,6	1,5	-0,1	-0,3
Irlanda	0,7	1,6	1,2	1,1	1,0	0,8	-0,2	-0,4
França	0,5	1,2	1,0	1,0	0,6	0,5	-0,2	-0,5
Bélgica	0,4	1,2	0,9	1,0	0,7	0,5	-0,2	-0,5
Alemanha	0,2	0,8	0,6	0,6	0,3	0,1	-0,1	-0,5

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

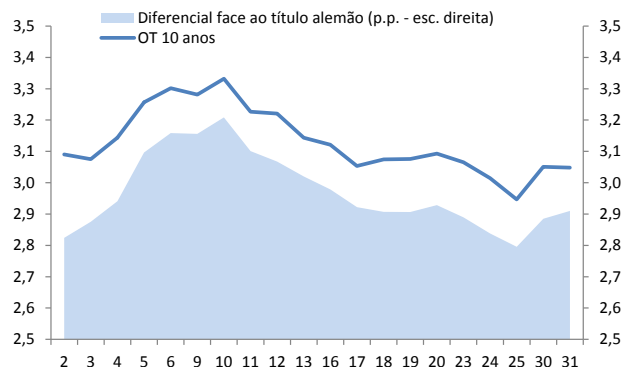
	31-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	29-abr-16	31-mai-16	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	150	222	180	188	288	291	3	103
Irlanda	57	87	64	52	69	62	-7	10
França	29	43	40	36	36	34	-3	-2
Bélgica	26	45	32	34	40	37	-3	3
Itália	106	157	114	97	122	122	0	25
Espanha	103	153	130	114	132	133	1	19

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

8 Nos mercados obrigacionistas primários da área do euro, os leilões foram bem-sucedidos, destacando-se o primeiro leilão de obrigações indexadas à inflação, a 5 anos, por parte de Espanha e uma emissão a 50 anos com uma procura que superou os 10,5 mil M€, sendo que 83% da colocação foi absorvida por investidores estrangeiros. Este contexto permitiu as descidas das taxas de rendibilidade no mercado secundário (Tabela 1). Contudo, os diferenciais de *yields* face à Alemanha não se estreitaram (Tabela 2).

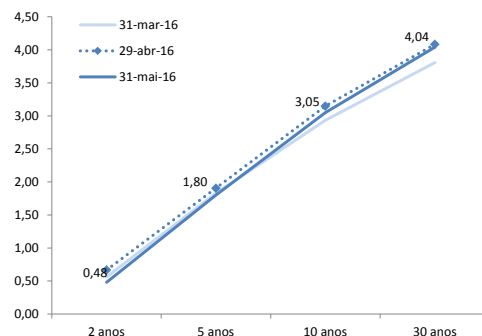
9 Em Portugal, o Tesouro emitiu 1,15 mil M€ de obrigações a 10 anos, acima do limite superior do intervalo indicativo (750 M€ - 1 mil M€). A taxa de rendibilidade foi de 3,252%, acima dos 3,138% no último leilão equivalente mas abaixo do valor do *yield* no mercado secundário (3,29%), e o rácio *bid-to-cover* foi de 1,59. Foi também emitida dívida a 6 e 12 meses, no montante total de 1,83 mil M€, acima do valor máximo indicativo (1,5 mil M€). No entanto, as taxas médias ponderadas foram ligeiramente acima das apuradas nos últimos leilões equivalentes. Face ao mês anterior, a curva de rendimentos tornou-se ligeiramente mais inclinada, devido a uma descida ligeiramente mais significativa das taxas de rendibilidade nos prazos mais curtos do que nos prazos mais longos (Gráfico 4 e Gráfico 5).

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



Fonte: IGCP.

Gráfico 5 – 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*.

10 Em relação às decisões de agências de notação de risco de crédito, a Moody's decidiu não se pronunciar sobre o rating da dívida soberana de Portugal, que se mantém em Ba1 com perspetiva estável. A próxima avaliação está prevista para 2 de setembro. Contudo, a agência pronunciou-se sobre as questões orçamentais portuguesas e prevê que o défice orçamental alcance 3%, dada a estimativa de um crescimento mais fraco do que o previsto pelo Ministério das Finanças e que, a verificar-se, não permitirá a consolidação orçamental planeada. A Fitch baixou o rating atribuído à Caixa Económica Montepio Geral para "B" face a "B+", reafirmando as avaliações das restantes instituições bancárias presentes em Portugal como a Caixa Geral de Depósitos, o Millennium bcp e o Santander Totta. A agência de Rating colocou ainda as perspetivas para todos estes bancos em "estáveis". "A redução da notação de risco de crédito do Montepio reflete, de acordo com a agência de *rating*, a incapacidade do banco em recuperar a baixa rentabilidade do negócio bancário e a necessidade de receber capital da Associação Mutualista para compensar as perdas líquidas acumuladas desde 2013.

11 A Moody's reviu em alta o rating da Irlanda, para A3 (de Baa1), atribuindo-lhe um *outlook* positivo. Com esta decisão, a Irlanda passou a deter classificações de classe "A" pelas 3 maiores agências de notação de *rating*. **A Fitch reviu em baixa o rating da dívida soberana do Brasil**, de BB+ para BB com *outlook* negativo, referindo o contexto de contração da economia superior à antecipada e a alteração dos objetivos orçamentais que penalizaram a credibilidade do país.

12 A Comissão Europeia publicou as previsões de Primavera para o PIB e a inflação, procedendo a ligeiras revisões em baixa face às previsões de fevereiro. Para o total da área do euro, a CE prevê, para 2016, um crescimento de 1,6% (face à anterior previsão de 1,7%) e uma taxa de inflação de 0,2% (face à anterior previsão de 0,5%). A instituição voltou a realçar a importância dos países reduzirem os níveis de endividamento, quer público, quer privado, e de modernizarem os mercados de trabalho, referindo que estes fatores estão a penalizar o crescimento.

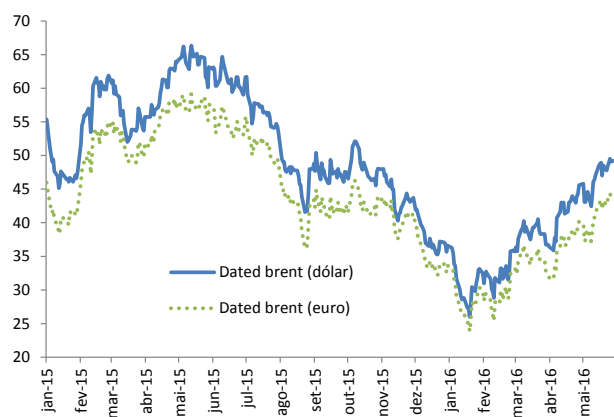
Tabela 3 – Taxas de variação anual do PIB real
(em percentagem)

	2015			2016			2017		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	Variação face às previsões de Inverno								
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Área do euro	1,7	1,6	1,8	0,1	-0,1	-0,1			
Alemanha	1,7	1,6	1,6	0,0	-0,2	-0,2			
França	1,2	1,3	1,7	0,1	0,0	0,0			
Itália	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,3	0,0			
Espanha	3,2	2,6	2,5	0,0	-0,2	0,0			
Portugal	1,5	1,5	1,7	0,0	-0,1	-0,1			
EUA	2,4	2,3	2,2	-0,1	-0,4	-0,4			
Japão	1,5	0,8	0,4	0,8	-0,3	-0,1			

Fonte: CE, Spring Forecast, Maio 2016

13 O preço do petróleo voltou a subir, aproximando-se, no final do mês dos 50 dólares por barril (Gráfico 6). Para este movimento contribuiu a divulgação dos dados da International Energy Agency (IEA) revelando uma descida inesperada das existências de crude nos EUA. A IEA prevê ainda, para este ano, uma redução acentuada do excedente de petróleo. A IEA continua a antever um aumento da procura de petróleo, impulsionada pelo consumo na China, Rússia e, em particular, na Índia. A impulsionar o preço do petróleo têm também estado os incêndios no Canadá assim como quedas da produção na Nigéria, Líbia, Venezuela, Kuwait e nos EUA (*shale gas*).

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



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

14 As necessidades líquidas de financiamento do Estado no primeiro quadrimestre registaram um decréscimo em termos homólogos. As necessidades líquidas de financiamento do Estado nos primeiros quatro meses atingiram cerca de 3,5 mil M€ (Tabela 4). Para tal contribuiu o défice orçamental do subsector Estado de 2,9 mil M€ e a despesa líquida com ativos

¹ Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.

financeiros de 632 M€. A despesa em ativos financeiros foi sobretudo realizada em dotações de capital (602 M€), nomeadamente na Infraestruturas de Portugal (400 M€), CP-Comboios de Portugal (113 M€), Metropolitano de Lisboa (47 M€) e na Carris (40 M€), e, em empréstimos de médio e longo prazo (73 M€). Face ao registado no período homólogo, as necessidades líquidas de financiamento do Estado registaram um decréscimo de 780 M€. Em termos mensais, registou-se um aumento de 1246 M€.

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

	2015	Fev	Mar	Abr	Total	OE 2016
Necessidades líquidas de financiamento	11815	1029	1052	1246	3534	10440
Défice orçamental (sub-setor Estado)	5568	968	755	940	2901	6305
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	6789	80	300	310	693	4924
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	1874	25	18	30	73	2504
<i>Dotações de Capital</i>	4843	43	280	279	603	2298
<i>Outros</i>	69	12	1	1	17	122
<i>Receita com ativos financeiros</i>	542	19	3	4	60	788
Despesa líquida com ativos financeiros	6246	62	297	306	632	4136

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

15 Tal como verificado em março, a dívida direta do Estado voltou a aumentar no mês de abril. No final de abril, a dívida direta do Estado fixou-se em 230,3 mil M€, o que representa um aumento de 2,9 mil M€ face ao mês anterior e de 7,4 mil M€ em termos homólogos (Tabela 5).¹ Por instrumento, o acréscimo da dívida direta do Estado incidiu, sobretudo, ao nível da dívida titulada de médio e longo prazo, em resultado da emissão sindicada de Obrigações do Tesouro, uma com maturidade em outubro de 2022 no valor de mil M€ e outra com maturidade em fevereiro de 2045 no montante de 500 M€, e, de curto prazo devido à emissão de Bilhetes do Tesouro a 3 meses (300 M€) e a 11 meses (800 M€). Também se verificou um aumento do stock de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro no valor de 17 M€ e 298 M€, respetivamente. De referir que as contrapartidas das contas margem registaram um aumento de 156 M€. Por último, de a flutuação cambial contribuiu para um acréscimo da dívida em 79 M€.

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

	Abr-15	Mar-16	Abr-16	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	125 834	133 082	135 484	1,8	7,7	58,8	2 402	9 650
Curto prazo	20 726	19 450	20 404	4,9	-1,6	8,9	954	-322
Médio e longo prazo	105 109	113 632	115 080	1,3	9,5	50,0	1 448	9 972
Não titulada	23 017	24 320	24 786	1,9	7,7	10,8	466	1 769
Cert. Aforro	12 665	12 874	12 891	0,1	1,8	5,6	17	226
Cert. do Tesouro	6 725	8 801	9 099	3,4	35,3	4,0	298	2 374
Outra	3 627	2 645	2 796	5,7	-22,9	1,2	151	-831
Assist. Financeira	73 993	69 917	69 999	0,1	-5,4	30,4	81	-3 995
Total	222 845	227 319	230 269	1,3	3,3	100,0	2 949	7 424
Por memória:								
Transaccionável	119 641	127 388	129 935	2,0	8,6	56,4	2 548	10 294
Não Transaccionável	103 203	99 931	100 333	0,4	-2,8	43,6	402	-2 870
Euro	196 190	204 839	207 709	1,4	5,9	90,2	2 870	11 519
Não euro	26 655	22 480	22 560	0,4	-15,4	9,8	79	-4 095
Contas margem	2 502	1 518	1 674				156	-829

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 Nos primeiros quatro meses do ano, a despesa com juros e outros encargos líquidos registou um acréscimo. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado no primeiro trimestre fixou-se em 2560 M€ (Tabela 6), o que representa um aumento de 15%. Para tal contribuiu, sobretudo, o pagamento em fevereiro do cupão das OT com maturidade em fevereiro de 2016, 2024, 2030 e 2045 (1763 M€) e os juros relativos a Certificados de Aforro e aos Certificados do Tesouro que se fixaram em 308 M€, o que compara com 156 M€ no período homólogo.² Relativamente aos

² 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.

empréstimos no âmbito do PAEF foram pagos 467 M€ em juros, valor inferior ao verificado no período homólogo (553 M€).

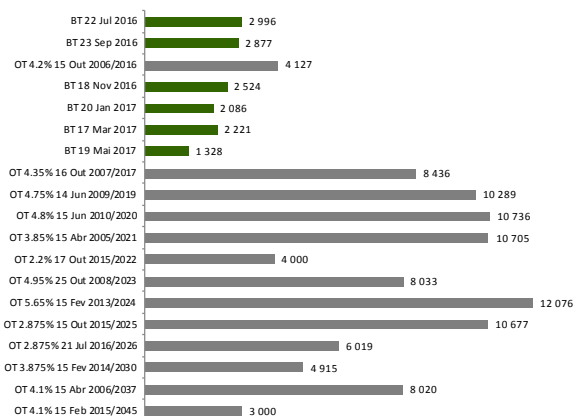
Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida
(em milhões de euros)

	2015	2016			jan-abril		Objectivo OE-2016	Grau de Execução (%)
		fev	mar	abr	2015	2016		
Juros da dívida pública	7 038	1 275	297	824	2 201	2 536	7 475	33,9
Bilhetes do Tesouro	99	0	1	0	69	6	11	51,2
Obrigações do Tesouro	4 087	1 081	0	680	1 395	1 763	4 632	38,0
Empréstimos PAEF	2 119	193	225	21	553	467	1 947	24,0
Certif. de Aforno e do Tesouro	562	57	79	73	156	308	807	38,2
CEDIC / CEDIM	37	5	0	1	9	10	16	60,1
Outros	133	-60	-8	49	19	-18	62	-28,4
Comissões	67	9	3	6	33	27	80	33,8
Empréstimos PAEF	2	6	0	0	2	6	2	295,2
Outros	65	3	3	6	30	21	78	27,1
Juros e outros encargos pagos	7 105	1 284	300	830	2 233	2 563	7 555	33,9
Tvh (%)	0,1	36,4	-0,6	-4,0	14,8	6,3		
Por memória:								
Juros recebidos de aplicações	-13	-1	0	-1	-3	-3	-9	
Juros e outros encargos líquidos	7 092	1 283	300	829	2 225	2 560	7 546	33,9
Tvh (%)	1,7	36,4	0,4	-3,9	15,0	6,4		

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

17 Encontra-se prevista, até ao final do ano, a amortização de BT e OT no valor de 12,5 mil M€, em valor nominal. Até ao final do ano está projetada a amortização da Obrigação do Tesouro com maturidade em outubro, no valor de 4,13 mil M€ (Gráfico 7). Adicionalmente está prevista a amortização de BT, no valor aproximado de 8,4 mil M€ (em valor nominal incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública) nos meses de julho, setembro e novembro de 2016.

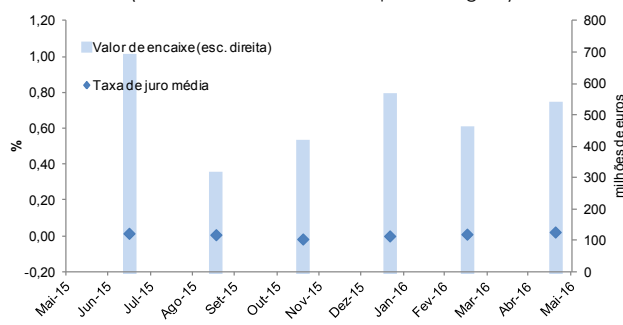
Gráfico 7 – Perfil de amortização em maio de 2016
(em milhões de euros)



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

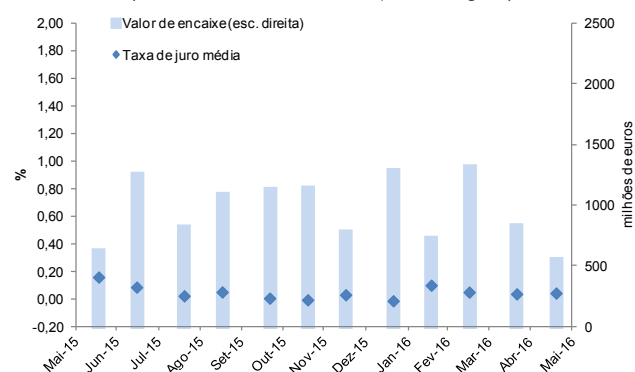
18 Em maio, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a seis e a doze meses, bem como uma Obrigação do Tesouro a 10 anos. No dia 18 de maio, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro no valor de 520 M€ com maturidade a 6 meses, cuja procura superou os 995 M€, a uma taxa negativa de 0,021%, e o segundo a 12 meses no valor de 1310 M€, cuja procura se situou nos 1,9 mil M€, a uma taxa de 0,047%. De referir que em ambos os casos a taxa de juro de colocação foi superior à obtida na última operação de maturidade comparável (Gráfico 8, Gráfico 9 e Tabela 7). Adicionalmente, no dia 11 de maio, a República Portuguesa realizou um leilão de uma OT com maturidade em julho de 2026 no valor de 1368 M€ (procura de 1830 M€) a uma taxa de 3,252%.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 9 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



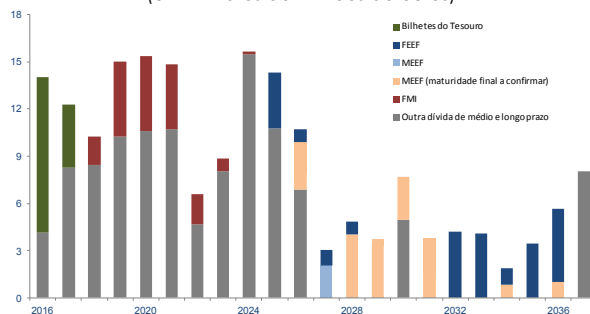
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Tabela 7 – Emissão de Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro		OT
	Nov-16	Mai-17	Jul-26
Maturidade	18-Mai	18-Mai	11-Mai
Data da Transacção	18-Mai	18-Mai	11-Mai
Prazo	6 meses	12 meses	10 anos
Montante Colocado (M€)	520	1 310	1 368
Montante de Procura (M€)	995	1 915	1 830
Taxa média (%)	0,021	0,043	3,252
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	Mar-16	Abr-16	Mar-16
	0,009	0,037	3,138

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 10 – Perfil de amortização
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

19 O IGCP emitiu em maio Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV). O IGCP colocou em maio 750 M€ de OTRV, tendo a procura ascendido a 1218 M€. As OTRV são valores mobiliários emitidos pelo IGCP, sob a forma *escritural* e ao portador, denominados em euros, com valor nominal unitário de 1000 € e valor nominal global inicial de 750 M€. O pagamento do juro é efetuado semestralmente em 19 de maio e 19 de novembro de cada ano, calculados a uma taxa de juro variável igual à Euribor a 6 meses acrescido de

2,2%, com um mínimo de 2,2%, sendo o reembolso do capital, ao seu valor nominal, efetuado na respetiva data de vencimento, ou seja, em 19 de maio de 2021. Adicionalmente, estas obrigações poderão ser transacionadas no mercado regulamentado *Euronext Lisbon*. O período de subscrição pública terminou no dia 16 de maio.

20 As necessidades líquidas de financiamento do Estado no período 2016-2020 deverão atingir cerca de 25 mil M€. De acordo com a apresentação aos investidores do IGCP de maio, as necessidades líquidas de financiamento do Estado no período 2016-2020 totalizam 24,5 mil M€, designadamente 6,4 mil M€ em 2016, 6,1 mil M€ em 2017, 4,5 mil M€ em 2018, 4,7 mil M€ em 2019 e 2,8 mil M€ em 2020. Para tal contribui, o somatório dos défices orçamentais anuais do Estado no valor de 14,5 mil M€ e a aquisição líquida de ativos financeiros no valor de 10,1 mil M€. De referir que se encontra prevista a venda do Novo Banco em 2016. Por outro lado, encontra-se previsto o reembolso de 15,4 mil M€ do empréstimo do FMI no âmbito do PAEF, do qual 8,4 mil M€ em 2016 (foi já efetuado um reembolso de 2 mil M€). Por último, os depósitos do Estado deverão registar uma tendência de decréscimo atingindo os 4,5 mil M€ em 2020.

Gráfico 11 – Necessidade de financiamento 2016-2020
(em milhares de milhões de euros)

	2016	2017	2018	2019	2020
Necessidades de Financiamento do Estado	23,0	16,0	16,6	15,6	15,0
Necessidades Líquidas de Financiamento	6,4	6,1	4,5	4,7	2,8
Défice orçamental (sub-setor Estado)	6,3	3,6	2,6	1,4	0,6
Outras aquisições líquidas de ativos financeiros	0,1	2,5	1,9	3,4	2,2
Amortizações títulos de médio e longo prazo	16,6	9,9	12,1	10,9	12,2
OT+MTN	8,0	8,4	8,6	10,4	10,7
FMI	8,4	1,5	3,5	0,5	1,5
Posição de liquidez do estado no final do ano	6,6	6,5	5,5	4,5	4,5

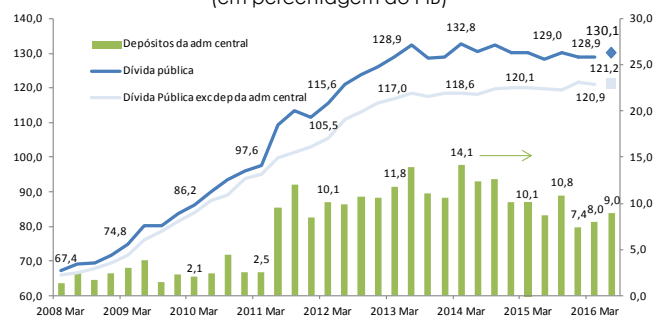
Fontes: IGCP.

Dívida pública na ótica de Maastricht ³

21 De acordo com o Banco de Portugal, a dívida pública em percentagem do PIB, na ótica de Maastricht, registada no primeiro trimestre de 2016 registou uma estabilização. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de março ascendeu a 233 mil M€, um valor superior ao registado no final de 2015 (231,3 M€). Adicionalmente, o Banco de Portugal estima a dívida pública na ótica de Maastricht em percentagem do PIB no final de março em 128,9%, o que representa um decréscimo de 0,1 p.p. do PIB face a 2015 (129% do PIB) e de 1,2 p.p. face ao período homólogo (130,2%). Relativamente à dívida líquida de depósitos da administração central em percentagem do PIB, esta atingiu 120,9% do PIB (218,6 mil M€), uma diminuição de 0,7 p.p. do PIB face ao final de 2015 (121,6% do PIB). Em resultado desta evolução, os depósitos da Administração Central em percentagem do PIB aumentaram, de 7,4% do PIB para 8,0% do PIB.

³ 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

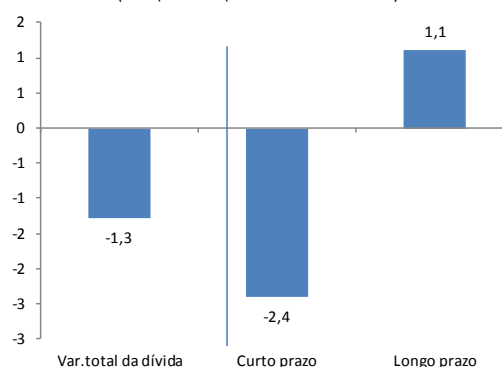
Gráfico 12 – Dívida pública
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

22 Por maturidade original, o peso dos instrumentos de médio e longo prazo no total da dívida pública aumentou em termos homólogos. No final do primeiro trimestre de 2015, o peso da dívida de médio e longo prazo aumentou em termos homólogos de 85% para 86,7%. Tal é resultado: (i) da emissão, em termos líquidos, de títulos de médio e longo prazo (13,5 mil M€), nomeadamente de Obrigações do Tesouro, que mais que compensou a amortização de empréstimos de médio e longo prazo (4,9 mil M€), nomeadamente do empréstimo do FMI; (ii) da redução dos títulos de curto prazo (4,5 mil M€), sobretudo BT e dos empréstimos de curto prazo (1,3 mil M€). Por último, registou-se uma emissão líquida de numerário e depósitos (2,7 mil M€), no qual se inserem os Certificados do Tesouro e Certificados de Aforo.

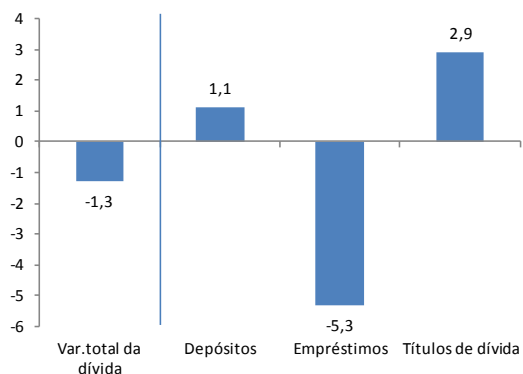
Gráfico 13 – Dívida pública: variação por maturidade original
(em pontos percentuais do PIB)



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".

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 aforo - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforo, que é excluída da definição de Maastricht.

Gráfico 14 – Dívida pública: variação por instrumento
(em pontos percentuais do PIB)



Fonte: Banco de Portugal.

23 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB em abril de 2016 se tenha situado entre 129,9% e 130,3% do PIB. A dívida pública no mês de abril atingiu 235,8 mil M€, o que representa um acréscimo de 2,8 mil M€ em termos mensais e de 4,5 mil M€ face ao final de 2015. Para este aumento contribuiu a emissão de OT e BT no valor de 2,6 mil M€. Nesse sentido, de acordo com a informação disponível, a estimativa realizada aponta para que o valor central da dívida pública em percentagem do PIB em abril tenha ascendido a 130,1% do PIB (Gráfico 12), sendo que esta estimativa está dependente da hipótese assumida quer para a taxa de crescimento do PIB real, quer para o deflador do PIB.⁴ A confirmar-se, regista-se um acréscimo face ao valor provisório da dívida pública no final do primeiro trimestre (128,9% do PIB). Adicionalmente, a dívida pública excluindo os depósitos da administração central terá atingido 121,2% do PIB.

⁴ Na sua análise a UTAO tem em consideração as previsões do Banco de Portugal para o PIB nominal no primeiro trimestre (acréscimo de 3,3%), bem como do

Ministério das Finanças para 2016 (cuja previsão do PIB real é de 1,8% e do deflador do PIB de 2,1%).