

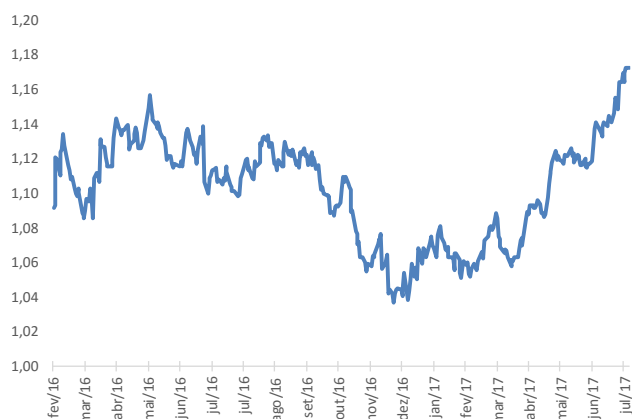
Condições de mercado

1 No mês de julho verificou-se a continuação de movimentos de maior apetite pelo risco e baixa volatilidade nos mercados financeiros.

Este sentimento global traduziu-se, nos EUA, em subidas dos principais índices acionistas, tendo as taxas de rendibilidade do mercado de dívida soberana permanecido relativamente estáveis. O sentimento positivo relativamente à economia norte-americana foi suportado pela divulgação dos dados do mercado de emprego, com um aumento do emprego não agrícola significativamente acima do esperado.

2 Relativamente aos mercados cambiais, o euro prosseguiu o movimento de apreciação dos últimos meses face à generalidade das moedas, apesar do BCE ter persistido na comunicação da política monetária acomodatória num contexto em que a recuperação económica ainda tem um longo caminho. A cotação do euro-dólar situou-se em 1,17 no final do mês de julho, tendo atingindo sucessivos máximos (Gráfico 1). A penalizar a evolução do dólar tem estado a polémica da relação entre o filho do Presidente Trump e a Rússia no período da campanha eleitoral. Do lado do euro, alguns indicadores económicos confirmaram a continuação da recuperação da atividade.

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



Fonte: BCE.

3 Nos EUA, o Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) não alterou a taxa de juro de referência dos Fed funds, mantendo-se no intervalo entre 1% e 1,25%. A decisão do FOMC não surpreendeu os participantes de mercado e foi acompanhada da indicação que a redução dos ativos deverá começar num período relativamente próximo. Esta perspetiva permitiu dar um ligeiro suporte à moeda que se encontrou a depreciar significativamente.

4 No Reino Unido permanece a incerteza relativamente às negociações com a União Europeia para o Brexit. Não existindo ainda um acordo definitivo entre o Reino Unido e a União Europeia relativamente ao Brexit, as negociações parecem indicar que um acordo transitório por 3 anos possa ser um primeiro passo para uma negociação mais fácil. Por enquanto, os investidores recebem como possibilidade real a ausência de um acordo, continuando a libra a ser penalizada. Em julho, a libra depreciou-se 1,7% face ao euro.

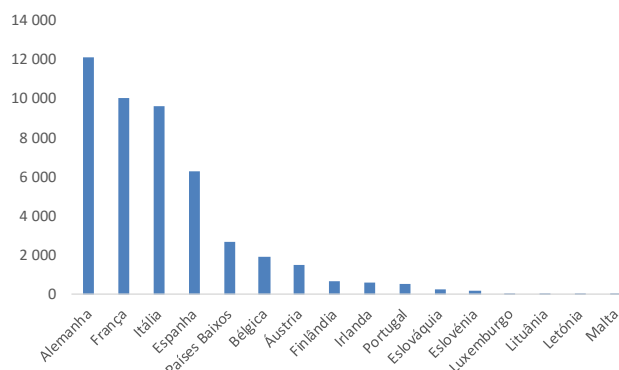
5 Na área do euro, o BCE não alterou a política monetária e o Presidente apelou a persistência e paciência no que se refere à recuperação económica. O BCE manteve as taxas de

juro inalteradas e o montante de compras no âmbito do programa de compra de ativos em 60 mil M€ mensais, como era esperado. Ao contrário do que sucedera no mês anterior, o Presidente do BCE reforçou a ideia de que a recuperação económica ainda não estaria terminada, mas que será necessária "persistência e paciência". Os valores da primeira estimativa para a inflação em julho revelaram uma manutenção em 1,3%, face ao mês anterior e de acordo com o previsto. O índice excluindo energia, alimentação, álcool e tabaco aumentou ligeiramente de 1,1% para 1,2%.

6 Em julho de 2017, o BCE comprou no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP) 46,6 mil M€ de títulos de dívida pública.

Durante o mês de julho, as compras concentraram-se essencialmente em títulos de dívida pública da Alemanha, França e Itália (Gráfico 2). Quanto aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras efetuado pelo BCE em julho situou-se em 517 M€, significativamente abaixo da média mensal de 988 M€ para todo o período do programa e do limite de compras para o país. O montante acumulado de títulos de dívida pública portuguesa comprados no âmbito do PSPP desde o início do programa foi de 28 662 M€, situando-se a maturidade média desses títulos em 8,73 anos. De destacar que o PSPP é o programa que apresenta maior montante no âmbito do programa alargado de compras de ativos (Expanded Asset Purchase Programme) pelo BCE.

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



Fonte: BCE

7 Nos mercados obrigacionistas da área do euro, os diferenciais entre as taxas de rendibilidade dos países periféricos e as da Alemanha registaram reduções generalizadas em maturidades mais longas. Os diferenciais das taxas de rendibilidade de títulos de dívida soberana nas economias da área do euro face à Alemanha reduziram-se, em resultado de subida das yields na Alemanha nos 5 e 10 anos (Tabela 2). As taxas de rendibilidade a 10 anos na Alemanha aumentaram 0,08 p.p., enquanto nos restantes países europeus, à exceção da Bélgica, as taxas de rendibilidade diminuíram (Tabela 1).

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

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

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

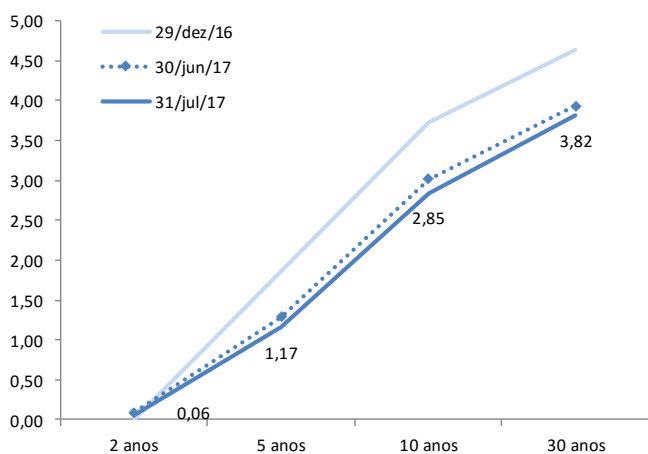
	30/dez/14	30/dez/15	30/jun/16	30/set/16	30/dez/16	30/jun/17	31/jul/17	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	212	188	312	343	354	255	230	-24	-124
Irlanda	70	52	64	44	54	40	28	-11	-26
França	28	36	31	31	48	35	26	-9	-22
Bélgica	28	34	36	25	32	33	28	-5	-4
Itália	134	97	139	131	161	169	155	-14	-6
Espanha	106	114	129	100	118	106	94	-12	-23

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

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

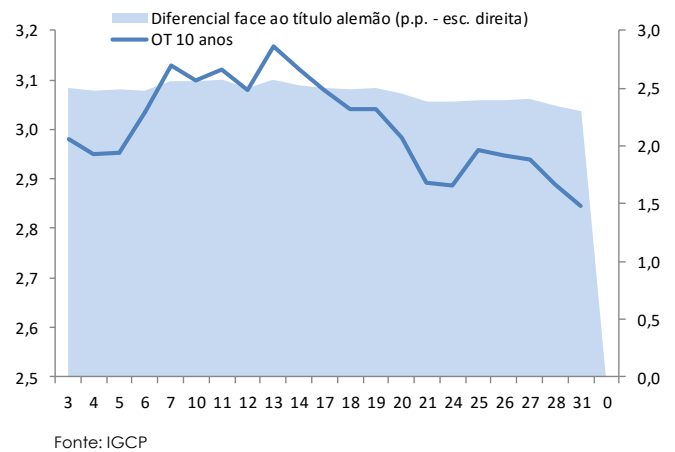
No prazo a 2 anos, as taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa desceram 2,6 pontos base, face ao final de junho. Na maturidade a 5 anos a descida foi de 12 p.b. e na maturidade a 10 anos de 16,8 p.b. Este movimento contribuiu para a atenuação da inclinação da curva de rendimentos (Gráfico 3). A compressão dos spreads face à Alemanha resultou do movimento de descida de taxas de rendibilidade da dívida da República portuguesa e da subida nas taxas de juro da Alemanha. A República portuguesa emitiu obrigações a 10 e a 28 anos em dois leilões. Na operação a 10 anos foram colocados 685 M€ à taxa média de 3,085%, o que representa uma ligeira subida face à emissão anterior com yield médio de 2,851%. No leilão com maturidade em 2045 foram colocados 315 M€ à taxa de 3,977%. Em relação a Bilhetes do Tesouro, foram emitidos títulos a 6 e a 12 meses, tendo a primeira operação colocado 500 M€ à taxa de -0,292% e a segunda 1 250M€ à taxa de -0,259%, taxas inferiores às dos últimos leilões com maturidade equivalente realizados em maio (com taxas de -0,21% e -0,153%, respetivamente a 6 e a 12 meses).

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



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

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



Fonte: IGCP

9 O FMI na revisão do World Economic Outlook reviu em alta o crescimento económico para a área do euro e em baixa para os EUA (Tabela 3).

Na revisão das previsões feita em julho, o FMI estimou um crescimento real do PIB da área do euro de 1,9% e 1,7% em 2017 e 2018 respetivamente, o que representa um aumento face à anterior previsão de em 0,2 e 0,1 p.p., face à diminuição do risco político. Em relação aos EUA, as previsões foram revistas em baixa para 2,1%, em 2017 e 2018. Os riscos para o crescimento foram considerados equilibrados no curto prazo mas descendentes no longo prazo. Destes riscos descendentes destaca-se a persistência de baixos níveis de volatilidade em conjunto com elevada incerteza política. Em relação ao crescimento global, as previsões não foram alteradas, tendo em conta que a revisão em alta da economia da área do euro foi compensada pela revisão em baixa nos EUA.

Tabela 3 – Previsões do FMI para o crescimento do PIB real (em taxa de variação anual)

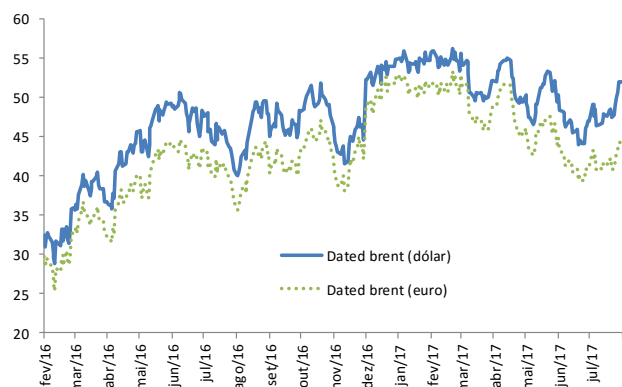
	2017	2018	Variação face às previsões de abril	
			2017	2018
Economia mundial	3,5	3,6	0,0	0,0
Economias avançadas	2,0	1,9	0,0	-0,1
Área do euro	1,9	1,7	0,2	0,1
Alemanha	1,8	1,6	0,2	0,1
França	1,5	1,7	0,1	0,1
Itália	1,3	1,0	0,5	0,2
Espanha	3,1	2,4	0,5	0,3
EUA	2,1	2,1	-0,2	-0,4
Japão	1,3	0,6	0,1	0,0
Reino Unido	1,7	1,5	-0,3	0,0
Economias de mercado emergentes	4,6	4,8	0,1	0,0

Fonte: FMI.

10 O preço do petróleo subiu entre o final de junho e o final de julho, 7,5% em euros e 10,4% em dólares (Gráfico 5).

O corte de relações diplomáticas por parte da Arábia Saudita, dos Emirados Árabes Unidos, do Egito e do Bahrain com o Qatar acabou por pressionar a evolução do preço do petróleo.

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



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

11 As necessidades líquidas de financiamento do Estado no 1.º semestre apresentaram um aumento significativo face ao período homólogo. As necessidades líquidas de financiamento do Estado no 1.º semestre atingiram 7,8 mil M€, o que representa um acréscimo de 2372 M€ face ao período homólogo (Tabela 4). Para tal contribuíram o défice orçamental do subsector Estado no valor de 5041 M€, estando previsto um valor de 6639 M€ para o ano como um todo, e, a despesa líquida com ativos financeiros de 2762 M€. De realçar as injeções de capital na Caixa Geral de Depósitos, efetuada em março, no valor de 2,5 mil M€, no âmbito do plano de recapitalização, e na Infraestruturas de Portugal, de 700 M€, bem como o empréstimo de 477 M€ ao Metro do Porto. Ao nível da receita de ativos financeiros destaca-se o reembolso ao Estado da última tranche das obrigações de capital contingente por parte do BCP (CoCos) no valor de 700 M€, bem como a amortização de empréstimos de médio e longo prazo do Metro do Porto (189 M€) e Administração Local e Regional (165 M€). Em termos mensais, observou-se um aumento das necessidades de financiamento em 2180 M€ face a maio, como resultado do aumento do défice do subsector Estado em 2263 M€. De salientar que em junho se registou a recuperação de créditos garantidos no âmbito do acordo entre o Estado, BPP e BPP Cayman no valor de 60 M€.

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

	Jan-Jun		Exec. 2016	2017 (p)
	2016	2017		
Necessidades líquidas de financiamento	5431	7803	8325	13474
Défice orçamental (sub-setor Estado)	4794	5041	6157	6639
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	742	3906	3112	8057
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	84	495	1104	2675
<i>Dotações de Capital</i>	639	3397	1943	5271
<i>Outros</i>	19	456	65	111
<i>Receita com ativos financeiros</i>	106	1144	934	1222
Despesa líquida com ativos financeiros	637	2762	2169	6835

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

12 A dívida direta do Estado voltou a aumentar em junho, apesar do novo reembolso parcial antecipado do empréstimo do FMI. No final de junho a dívida direta do Estado atingiu

244,6 mil M€, o que representa um aumento de 1048 M€ face a abril (0,4%) e um aumento de 9,9 mil M€ em termos homólogos (4,2%) (Tabela 5).¹ O aumento da dívida direta do Estado em termos mensais resultou, sobretudo, do acréscimo do saldo das OT e BT. Em junho, registaram-se emissões de OT a 5 e a 10 anos, no valor de 570 M€ e 781 M€ respetivamente. Adicionalmente, verificou-se um aumento do saldo de BT de 1,3 mil M€ em resultado dos leilões a 3 (250 M€) e 12 meses (1050 M€). Por outro lado, o saldo de Certificados do Tesouro e de Aforro aumentou em 203 M€ (com a emissão de 320 M€ e amortização de 117 M€). Em contrapartida, verificou-se em junho um reembolso antecipado do empréstimo do FMI no valor de 810 M DSE (já em julho foi efetuado um reembolso adicional no valor de 1447 M DSE).^{2,3} As contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros permaneceram praticamente constantes.⁴ Por último, de referir que a dívida direta do Estado aumentou no 1.º semestre num total de 8,4 mil M€ devido à emissão líquida de OT (8,2 mil M€), de BT (1,7 mil M€) e de Certificados do Tesouro (2,1 mil M€), apesar do decréscimo do stock de Certificados de Aforro (685 M€) e do empréstimo do FMI (3,3 mil M€), este último explicado quer pelo reembolso antecipado de 2691 M€, quer por variações cambiais (apreciação do euro face aos DSE) no valor de 640 M€. De referir que este aumento da dívida direta do Estado no 1.º semestre foi superior às necessidades de financiamento do mesmo período (7803 M€), o que contribuiu para o aumento dos depósitos da Administração Central.

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

	jun/16	mai/17	jun/17	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	138 909	149 833	151 837	1,3	9,3	62,1	2 004	12 928
Curto prazo	20 770	21 894	22 616	3,3	8,9	9,2	722	1 846
Médio e longo prazo	118 139	127 939	129 221	1,0	9,4	52,8	1 282	11 082
Não titulada	25 586	27 984	28 182	0,7	10,1	11,5	198	2 596
Cert. Aforro	12 914	12 294	12 237	-0,5	-5,2	5,0	-57	-677
Cert. do Tesouro	9 664	13 145	13 405	2,0	38,7	5,5	260	3 741
Outra	3 008	2 545	2 540	-0,2	-15,6	1,0	-5	-468
Assist. Financeira	70 251	65 780	64 626	-1,8	-8,0	26,4	-1 154	-5 625
Total	234 746	243 597	244 644	0,4	4,2	100,0	1 048	9 899
Por memória:								
Transaccionável	133 193	143 503	146 084	1,8	9,7	59,7	2 581	12 891
Não Transaccionável	101 553	100 094	98 560	-1,5	-2,9	40,3	-1 534	-2 992
Euro	211 977	225 344	227 614	1,0	7,4	93,0	2 270	15 636
Não euro	22 768	18 253	17 031	-6,7	-25,2	7,0	-1 222	-5 737
Contas margem	1 888	1 311	1 305				-5	-583

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.

13 Verificou-se uma redução do stock de Certificados de Aforro durante o 1.º semestre. O stock de Certificados de Aforro atingiu 12,2 mil M€ no final de junho, o que representa um decréscimo de 685 M€ face ao final de 2016 e de 677 M€ face a junho de 2016. Por seu turno, o stock de Certificados do Tesouro fixou-se em 13,4 mil M€, o que representa um aumento mensal de 260 M€, um acréscimo semestral de 2124 M€ e de 3741 M€ em termos homólogos.

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

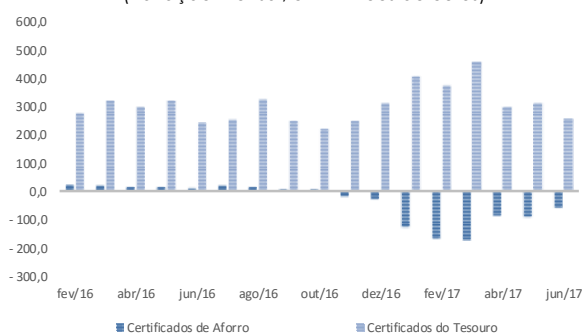
² O empréstimo do FMI foi feito em DSE (direitos de saque especiais). Os Direitos de saque especiais do FMI são a moeda própria do Fundo Monetário Internacional. O

valor dos DSE é determinado com base no valor ponderado das principais moedas internacionais, sendo estas revistas pelo FMI a cada cinco anos.

³ Nesse sentido, foi já reembolsado 60% do empréstimo efetuado pelo FMI.

⁴ A dívida após coberturas cambiais ascendeu a 243,4 mil M€.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

14 No 1.º semestre, a despesa com juros diminuiu face ao mesmo período do ano anterior. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado atingiu 4542 M€ no 1.º semestre, o que representa um decréscimo de 3,2% face ao período homólogo, sendo que a previsão para o ano como um todo é a de um aumento de 2,3% (Tabela 6). O pagamento dos juros referentes às OT atingiu 3167 M€, um aumento de 0,8%, sendo os juros relativos ao empréstimo do PAEF de 913 M€, uma redução de -15,8% em resultado do reembolso antecipado de 6,2 mil M€ desde junho de 2016 (de um total de 17,4 mil M€). Por outro lado, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro diminuiu (-16,3%) para um total de 350 M€.⁵ Em termos mensais, registou-se uma despesa de 1573 M€ em junho devido, sobretudo, aos juros no âmbito das OT com maturidade em junho de 2018, 2019 e 2020 (1318 M€).

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

	Execução		Tvh (%)	2016	Objectivo OE-2017	Tvh (%) OE/2017	Grau de Execução (%)
	2016	2017					
Juros da dívida pública	4 644	4 488	-3,4	7 282	7 453	2,4	60,2
Bilhetes do Tesouro	7	3	-57,3	9	9	-4,9	33,2
Obrigações do Tesouro	3 141	3 167	0,8	4 544	4 793	5,5	66,1
Empréstimos PAEF	1 085	913	-15,8	1 846	1 806	-2,1	50,6
Certif. de Aforro e do Tesouro	418	350	-16,3	792	680	-14,1	51,5
CEDIC / CEDIM	13	7	-48,9	24	14	-42,5	47,6
Outros	-20	48	-332,6	67	151	124,6	31,6
Comissões	50	51	1,5	101	80	-20,8	63,4
Empréstimos PAEF	16	11	-	16	2	-87,4	550,0
Outros	34	40	16,5	85	78	-8,2	50,9
Juros e outros encargos pagos	4 693	4 538	-3,3	7 383	7 533	2,0	60,2
Tvh (%)		-3,3		3,9	2,0		
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-4	3	-190	-4	-9		
Juros e outros encargos líquidos	4 690	4 542	-3,2	7 379	7 546	2,3	60,2
Tvh (%)		-3,2					

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

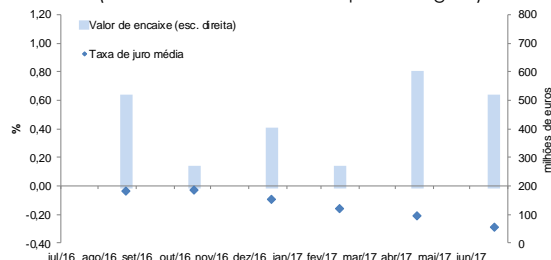
15 Já em julho, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 6 e a 12 meses e OT a 10 e a 28 anos. No dia 19 de julho, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro, no valor de 500 M€ com maturidade a 6 meses, cuja procura superou os 1385 M€, a uma taxa média de -0,292%, e o segundo, a 12 meses no valor de 1273 M€, cuja procura se situou nos 2130 M€, a uma taxa de -0,259%. De referir que na BT a seis meses a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 7 e Gráfico 8). Adicionalmente realizaram-se duas emissões de OT no dia 12 de julho, uma com maturidade em 2027, a uma taxa de 3,085%, no valor de 772 M€ e outra com maturidade em 2045 a uma taxa de 3,977%, no montante de 359 M€.

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

Instrumento	Bilhetes do Tesouro		OT	
	jan/18	jul/18	abr/27	fev/45
Maturidade	19/jul	19/jul	12/jul	12/jul
Data da Transacção	19/jul	19/jul	12/jul	12/jul
Prazo	6 meses	12 meses	10 anos	28 anos
Montante Colocado (M€)	500	1 273	772	359
Montante de Procura (M€)	1 385	2 130	1 040	676
Taxa média (%)	-0,292	-0,259	3,085	3,977
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	mai/17	jun/17	jun/17	:
	-0,210	-0,264	2,851	:

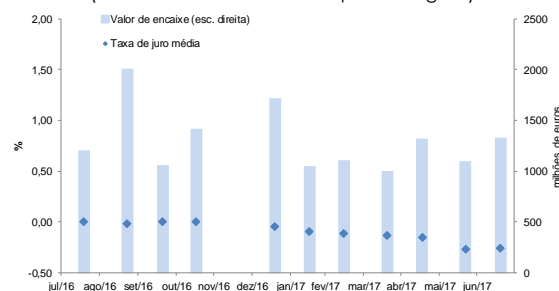
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

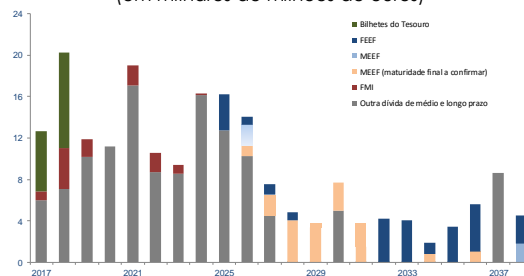
Gráfico 8 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

16 Terminou em julho o período de subscrição da OTRV com data de maturidade em agosto de 2022. No dia 28 de julho terminou o período de subscrição da OTRV agosto 2022, tendo a procura atingido 1508,1 M€, valor superior em 1,26 ao montante emitido (1,2 mil M€). De recordar que esta é uma oferta pública de subscrição em Portugal destinada a investidores indeterminados (pessoas singulares ou coletivas com residência ou estabelecimento em Portugal), com reembolso a 2 de agosto de 2022, com pagamento de juros numa base semestral e com uma taxa de juro variável, correspondente à Euribor a 6 meses + 1,60%.

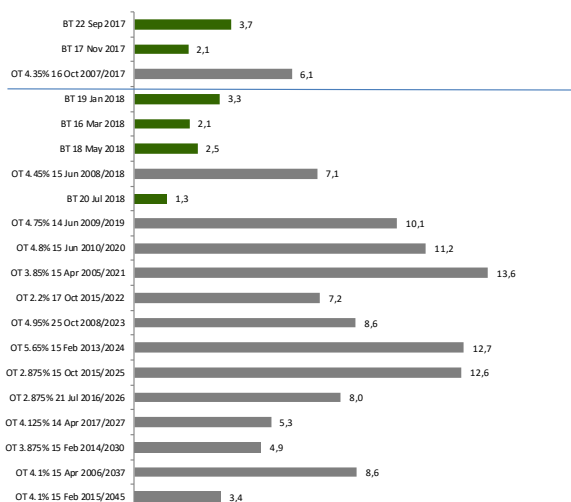
Gráfico 9 – Perfil de amortização no final de julho de 2017
(em milhares de milhões de euros)



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

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

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



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

17 Encontra-se projetada a amortização de dívida no valor superior a 12,7 mil M€ durante os últimos cinco meses do ano. Relativamente aos últimos cinco meses do ano, encontra-se previsto a amortização da OT com maturidade em outubro no valor de 6,1 mil M€. Adicionalmente, está projetada a amortização de aproximadamente 5,8 mil M€ em BT (em valor nominal, incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública) em setembro e novembro (Gráfico 9 e Gráfico 10). Por outro lado, é de referir que está previsto um reembolso adicional de 850 M€ do empréstimo do FMI.

Dívida pública na ótica de Maastricht

18 Em termos nominais, a dívida pública na ótica de Maastricht, aumentou em junho. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final do 1.º semestre ascendeu a 249,1 mil M€, o que representa um acréscimo face ao valor registado no final de maio (247,3 mil M€). Adicionalmente, verificou-se um aumento de 9,3 mil M€ em termos homólogos e de 7,2 mil M€ face ao final de 2016. Relativamente à dívida líquida de depósitos da administração central também se observou um aumento fixando-se em 229,4 mil M€ (228,1 mil M€ em maio). No que se refere aos depósitos da administração central, atingiram 19,7 mil M€ no final do 1.º semestre.

Caixa 1 – Relatório Anual de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – 2016

Segundo o Relatório Anual de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública verificou-se em 2016 verificou-se um aumento da dívida titulada em substituição da dívida obtida através de empréstimos.

As **necessidades brutas de financiamento** de 2016, no valor de 46,2 mil M€, foram satisfeitas (Tabela 8) sobretudo, através da emissão líquida de:

- (i) Obrigações do Tesouro (emissão de 16,7 mil M€ e amortização de 10,4 mil M€);

- (ii) Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro (emissão líquida de 3,5 mil M€);
- (iii) Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (3,5 mil M€).

Adicionalmente, verificou-se uma estagnação no stock de Bilhetes de Tesouro (emissão e amortização de 15 mil M€).

Relativamente ao **empréstimo do PAEF**, observou-se em 2016 a uma amortização líquida de 4,6 mil M€, consequência do reembolso parcial antecipado do empréstimo do FMI, após os 8,4 mil M€ já reembolsados em 2015.

Comparativamente ao previsto no OE/2016, a emissão bruta de OT em 2016 foi inferior ao orçamentado em 1,4 mil M€. Para tal contribuiu a maior emissão de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro (4,2 mil M€ face a uma previsão de 2,4 mil M€), bem como a introdução de um novo instrumento de dívida, Obrigações de Tesouro de Rendimento Variável (3,5 mil M€), instrumento este não previsto no OE/2016. Como resultado, verificou-se uma menor necessidade de emissão de dívida através de OT.

Por outro lado, registaram-se quer emissões brutas de dívida (48,9 mil M€), quer amortizações (38,5 mil M€) superiores ao previsto no OE/2016 (42,8 mil M€ e 32,3 mil M€, respetivamente). No entanto, as emissões líquidas de dívida foram iguais ao orçamentado (10,4 mil M€).

Tabela 8 – Composição do Financiamento e Execução
(mil milhões de euros)

	2016			2016 (previsão OE/2016)		
	emissão	amortização	saldo	emissão	amortização	saldo
Certificados de Aforro e do Tesouro	4,2	0,8	3,5	2,4	0,7	1,7
Bilhetes do Tesouro	15,1	15,0	0,1	14,8	15,0	-0,2
Obrigações do Tesouro	16,7	10,4	6,3	18,1	6,5	11,6
PAEF	0,0	4,6	-4,6	0,0	4,6	-4,6
OTRV	3,5	0,0	3,5			
Outras	9,3	7,6	1,8	7,5	5,6	2,0
Total	48,9	38,5	10,4	42,8	32,3	10,5

Fonte: IGCP (Relatório Anual de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública de 2016)

As **necessidades líquidas de financiamento em 2016** atingiram um valor inferior ao previsto no OE/2016. As necessidades líquidas de financiamento do Estado atingiram 7,7 mil M€ em 2016, um valor inferior em 2,5 mil M€ ao previsto no OE/2016 (

Tabela 9). Para tal contribuiu, sobretudo, a **menor despesa com ativos financeiros** (2,1 mil M€ comparado com 4,1 mil M€ previstos no OE/2016).

Relativamente à **despesa com ativos financeiros** há a salientar os 1,9 mil M€ em dotações de capital, repartidos, principalmente, pela:

- (i) Infraestruturas de Portugal, S.A. (950 M€);
- (ii) Metropolitano de Lisboa, E.P.E. (358 M€);
- (iii) Parpública S.G.P.S., S.A. (290 M€);
- (iv) CP - Comboios de Portugal, E.P.E. (175 M€).

e, 1,1 mil M€ em empréstimos a médio e longo prazo, designadamente para o Metro do Porto, S.A. (557 M€) e a PARVALOREM S.A. (333 M€). Por outro lado, a receita com ativos financeiros fixou-se em mil M€, tendo o défice orçamental atingido 6,1 mil M€, um valor similar ao previsto inicialmente.

Por último, os **depósitos do Estado** no final de 2016 fixaram-se em 10,2 mil M€, um aumento face a 2015, devido, em parte, à emissão de dívida de forma a financiar a operação de capitalização da Caixa Geral de Depósitos, realizada no 1.º trimestre de 2017.

Tabela 9 – Necessidades e fontes de financiamento
(mil milhões de euros)

	2015	2016	OE/2016
Necessidades Brutas de financiamento do Estado	55,3	46,2	42,5
Necessidades líquidas de financiamento	11,8	7,7	10,2
Défice do sub-setor Estado	5,6	6,1	6,1
Aquisição líquida de ativos financeiros	6,2	2,1	4,1
Dotação para FRDP		-0,5	
Amortizações e Anulações (Dívida Fundada)	43,5	38,5	32,3
Fontes de financiamento do Estado	59,4	53,0	46,9
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	7,0	4,1	4,1
Emissões de dívida relativas ao OE	52,4	48,9	42,8
Depósitos do Estado	6,6	10,2	

Fontes: IGCP (Relatório Anual de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública de 2016)