

Condições de mercado

1 Em maio, o sentimento nos mercados financeiros alterou-se na sequência de expectativas quanto ao fim dos estímulos monetários por parte dos bancos centrais dos EUA e Japão. Para esta modificação do sentimento terá contribuído, em grande medida, a declaração de B. Bernanke perante o Congresso dos EUA a 22 de maio afirmando que a Reserva Federal irá avaliar a continuação da atual política monetária expansionista. Na reunião de 1 de maio, B. Bernanke tinha anunciado a manutenção da atual política monetária, mas deixando em aberto uma futura alteração no sentido de diminuir o caráter acomodaticio da política.¹ No Japão, os receios sobre o fim dos estímulos monetários contribuíram para um aumento da volatilidade no mercado obrigacionista e para um aumento das taxas de rendibilidade. Estes receios foram reforçados com o resultado da reunião de política monetária, a 11 de junho, tendo o banco central do Japão anunciado a manutenção da base monetária, não aprovando o aumento das maturidades dos empréstimos aos bancos, ao contrário do que a maioria dos analistas esperava (de acordo com o inquérito da *Bloomberg News*).

2 As taxas de rendibilidade aumentaram nos principais países, em grande medida devido a um efeito de contágio do movimento de subida observado nos EUA. Apreciação de alguns índices acionistas. Em termos médios mensais face a abril, as *yields* dos títulos governamentais a 10 anos aumentaram 0,2 p.p., nos EUA e 0,12 p.p. na Alemanha. Este movimento prolongou-se nas primeiras semanas de junho.² Em contraste com a queda dos preços nos mercados obrigacionistas, destaca-se o desempenho positivo dos índices *Eurostoxx50* e *Dow Jones Industrials*, representativos dos mercados da área do euro e dos Estados Unidos (apreciação em termos médios mensais de 3,2% e de 1,9%, respetivamente). Por outro lado, o índice *PSI 20* registou uma queda de 4,9%, contrastando com o índice europeu. O mercado japonês esteve sob pressão com o índice *Nikkei* a diminuir 0,6% em relação ao mês anterior. A volatilidade implícita nos mercados acionistas aumentou, sobretudo a partir de meados do mês de maio.³

¹ A política monetária é considerada acomodaticia por implicar uma expansão do balanço do banco central, o que em contexto de recessão económica permitirá favorecer a expansão monetária e a economia. Em particular, a Reserva Federal dos EUA mantém os programas de: i) compra de 45 mil milhões de dólares por mês de *US Treasuries* de longo prazo; ii) compra de 40 mil milhões de dólares por mês de títulos de dívida de agências de crédito hipotecário (*agency mortgage backed securities*); iii) *roll over* de títulos de dívida das agências de crédito hipotecário detidos pela Reserva Federal; iv) *roll over* de títulos de dívida pública que atinjam a maturidade.

² Em junho, o movimento de subida de taxas de rendibilidade foi, entre outros fatores, reforçado pela expectativa da análise do Tribunal Constitucional alemão sobre a participação da Alemanha no programa do BCE de Transações Monetárias Definitivas (OMT na sigla inglesa) e pela divulgação dos resultados da avaliação ao programa de assistência financeira da Grécia pelo FMI, sugerindo que a reestruturação de dívida pública deveria ter sido antecipada, gerando receios sobre a possibilidade de reestruturação de dívida nos países sob programas de assistência financeira.

³ Volatilidade medida através do índice *VDAX*, de volatilidade implícita nos preços de opções transacionadas sobre o índice *DAX* (Alemanha), e do índice *VIX*, de volatilidade implícita nos preços de opções transacionadas sobre o índice *S&P 500* (EUA).

3 Depreciação do euro. Preço do petróleo praticamente inalterado. O euro depreciou-se ligeiramente em maio em relação ao dólar, em termos médios mensais. No final de maio, a cotação EUR/USD situou-se em 1,30 (1,31 em 30 de abril). Note-se, contudo, que nos primeiros dias de junho registou-se uma significativa apreciação do euro. Em maio, o preço médio do *brent* situou-se em 103 dólares/barril e 79,4 euros/barril (o que compara com 102,9 dólares/barril e 79 euros/barril, em termos médios em abril).

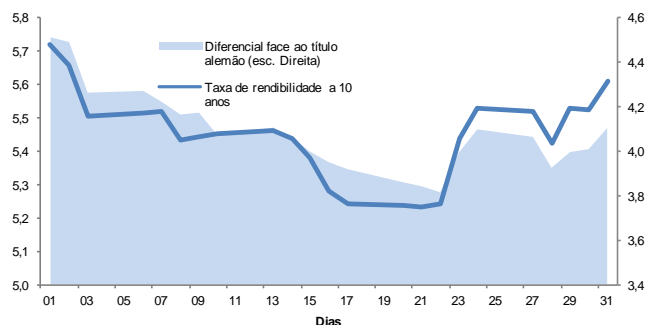
4 O BCE, na reunião de 2 de maio, desceu as taxas de juro de referência e anunciou outras medidas não convencionais de estímulo à transmissão da política monetária. A descida das taxas de juro de referência é justificada num contexto em que permanecem ancoradas as expectativas de inflação, de acordo com o objetivo do banco central, e em que estão enfraquecidas as dinâmicas monetárias e de crédito.⁴ Neste contexto, as taxas de juro do mercado monetário interbancário diminuíram ligeiramente, em termos médios em maio. Em relação às novas medidas, o BCE, em articulação com o Banco Europeu de Investimento e a Comissão Europeia, pretende promover o funcionamento do mercado para títulos de ABS que têm como garantia empréstimos a PME, admitindo a possibilidade de compra destes produtos, isto é, de considerar estes ativos elegíveis como colateral para as operações do banco central.⁵ O BCE anunciou ainda o prolongamento dos leilões a taxa fixa e montante ilimitado até meados de 2014.

5 No mercado português, as taxas de rendibilidade dos títulos governamentais portugueses diminuíram em maio, apesar deste movimento ter sido já totalmente corrigido em junho. Em termos médios mensais, a taxa de rendibilidade a 10 anos diminuiu 0,7 p.p., em maio face a abril. O diferencial face ao título alemão diminuiu para cerca de 4,1 p.p. (de 4,5 p.p.). Este comportamento foi, contudo, diferenciado ao longo do mês, tendo-se registado uma descida mais acentuada na primeira parte do mês e uma posterior correção (Gráfico 1). Relativamente às restantes maturidades da curva obrigacionista, destaca-se uma ligeira descida mais acentuada a 10 anos, tornando a curva de rendimentos, que representa as taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública para as principais maturidades, mais horizontal (Gráfico 2), beneficiando da emissão no mercado primário. O comportamento das taxas de rendibilidade a 10 anos foi díspar entre os países da área do euro (Tabela 1): subida na Alemanha e em França, descida em Portugal, Grécia e, em menor dimensão, na Irlanda e manutenção em torno dos níveis de abril em Espanha e em Itália. Em resultado deste comportamento, o diferencial face à Alemanha diminuiu, perante a subida mais acentuada do título alemão.

⁴ A taxa de juro das operações principais de refinanciamento diminuiu 25 p.p. para 0,5% e a taxa de juro da facilidade de cedência marginal de liquidez diminuiu 50 p.p. para 1%. A taxa de juro da facilidade de depósito manteve-se inalterada em 0%.

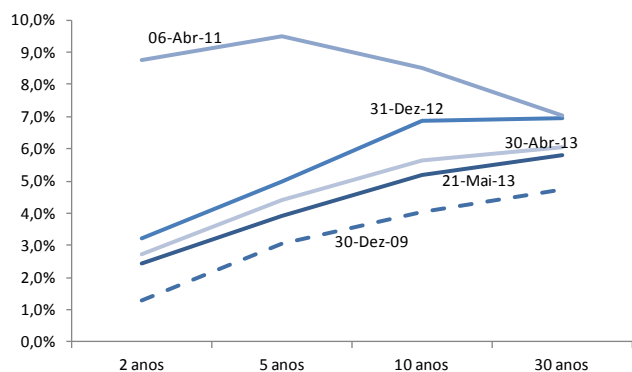
⁵ Asset Backed Securities (ABS) são ativos financeiros que têm como colateral créditos concedidos a empresas não financeiras.

Gráfico 1 – Evolução mensal da taxa de rendibilidade do título de dívida pública portuguesa a 10 anos no mês de Maio (em pontos percentuais)



Fonte: Bloomberg (website).

Gráfico 2 – Curva de rendimentos dos títulos benchmark da dívida pública (em percentagem)



Fonte: IGCP. | Nota: 30 de Dezembro de 2009 refere-se ao último dia do ano anterior à crise de dívida soberana europeia, 6 de Abril de 2011 refere-se ao dia de anúncio do pedido de assistência financeira a Portugal.

Tabela 1 – Spread de títulos de dívida pública a 10 anos face à Alemanha (em pontos percentuais)

	31 dez 2009	31 dez 2010	30 dez 2011	30 mar 2012	29 jun 2012	28 set 2012	31 dez 2012	31 jan 2013	28 fev 2013	30 mar 2013	30 abr 2013	31 mai 2013	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,5	4,7	4,5	3,9	3,5	3,6	3,8	2,9	2,9	0,0	-1,0
França	0,2	0,4	1,3	1,1	1,1	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,1	-0,1
Portugal	0,7	3,6	11,5	9,7	8,6	7,6	5,6	4,4	4,9	5,1	4,5	4,1	-0,4	-1,5
Irlanda	1,2	5,9	6,6	5,1	4,9	3,7	3,2	n.d.	n.d.	2,9	2,3	2,2	-0,1	-1,0
Itália	0,8	1,9	5,3	3,3	4,2	3,7	3,2	2,6	3,3	3,5	2,7	2,7	0,0	-0,5
Grécia	2,4	9,5	29,8	18,8	23,8	17,8	10,4	8,9	9,4	11,0	9,7	7,8	-1,9	-2,6

Fonte: Bloomberg (website). | Nota: O spread refere-se ao diferencial face à Alemanha para títulos de dívida pública com maturidade a 10 anos. Para a Irlanda até dezembro de 2012 foram utilizadas as taxas de rendibilidade da obrigação benchmark a 9 anos. "n.d." refere-se a dados não disponíveis.

6 A nova emissão de dívida pública portuguesa a 10 anos foi bem recebida pelo mercado. Em Portugal, a emissão sindicada a 10 anos, realizada a 7 de maio, no montante de 3 mil M€ obteve total colocação, com uma taxa média de rendibilidade de 5,67%. Em Espanha, as emissões de obrigações (a 3, 5 e 10 anos) na segunda metade de maio foram colocadas a taxa de rendibilidade superior às emissões anteriores, contrastando com as emissões mais favoráveis no início do mês.

Dívida direta do Estado ⁶

7 O stock da dívida direta do Estado aumentou, em abril, 0,3% em termos mensais e 7,8% em termos homólogos. A dívida direta do Estado fixou-se no final de abril em 200 190 M€ (Tabela 2), um aumento de 514 M€ face a março e de 5671M€ face a dezembro de 2012, (Tabela 2). Em termos de

⁶ A dívida direta do Estado é um subconjunto da dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht e utiliza critérios diferentes.

composição e em relação a março, o maior aumento verificou-se na dívida titulada de curto prazo. Em relação a dezembro, o aumento da dívida foi repartido pela dívida titulada e pelo programa de assistência financeira.

Tabela 2 – Dívida Direta do Estado ⁷ (stock em final de período, em milhões de euros)

	Abr-12	Dez-12	Mar-13	Abr-13	Variação (%)		
					mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	124 967	119 840	123 259	124 124	0,7	-0,7	62,0
Curto prazo	18 275	24 360	25 312	26 263	3,8	43,7	13,1
Médio e longo prazo	106 692	95 479	97 947	97 861	-0,1	-8,3	48,9
Não titulada	13 820	11 665	11 664	11 609	-0,5	-16,0	5,8
Cert. Aforro	10 479	9 669	9 693	9 691	0,0	-7,5	4,8
Cert. do Tesouro	1 362	1 416	1 407	1 403	-0,3	3,0	0,7
Outra	1 980	580	564	516	-8,7	-74,0	0,3
Assist. Financeira	46 982	63 013	64 753	64 456	-0,5	37,2	32,2
Total	185 768	194 519	199 677	200 190	0,3	7,8	100,0
Por memória:							
Transaccionável	120 447	115 280	117 867	118 918	0,9	-1,3	59,4
Não Transaccionável	65 321	79 239	81 810	81 272	-0,7	24,4	40,6
Euro	166 551	171 444	175 705	176 550	0,5	6,0	88,2
Não euro	19 217	23 075	23 972	23 640	-1,4	23,0	11,8

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os stocks (incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF), encontram-se valorizados em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

8 Os empréstimos recebidos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira totalizaram 63,3 mil M€ (ao valor de encaixe) no fim do mês de abril, sem alteração em relação ao mês anterior. Durante o mês de abril não se registou nenhum desembolso adicional ao abrigo do PAEF. Neste sentido, foram recebidos 63,3 mil M€ (ao valor de encaixe) dos quais 44,1 mil M€ provenientes da U.E. (22,0 do MEEF e 19,1 mil M€ do FEEF) e 22,2 mil M€ proveniente do FMI (Tabela 3). A conclusão da 7.ª avaliação regular efetuada no âmbito do PAEF permitirá o desembolso de aproximadamente 2,0 mil M€ (1,3 mil M€ da U.E. e de cerca de 0,7 mil M€ do FMI).

Tabela 3 – Desembolsos no âmbito do PAEF (ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	2011	2012	2013		Total recebido	2013	2014
	Executado	Executado	Até 31-Abr	Previsão*			
TOTAL	34,2	27,5	1,6	10,1	63,306	10,0	5,1
FMI	13,1	8,2	0,8	3,6	22,161	3,3	1,7
U.E.	21,1	19,3	0,8	6,5	41,145	6,7	3,4
MEEF	14,1	7,9	0,0	1,6	21,995	3,4	1,7
FEEF	7,0	11,347	0,8	4,9	19,150	3,4	1,7

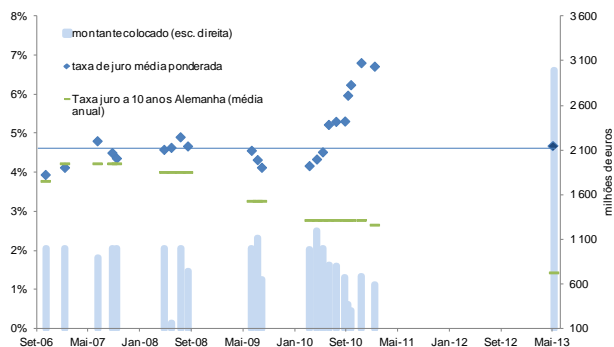
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (*) Previsão que consta no relatório do OE/2013; o montante total já recebido difere do indicado na Tabela 2 por não incluir a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, as mais/menos valias e variações cambiais.

9 No mês de maio, foi emitida a primeira Obrigação do Tesouro (OT) a 10 anos, desde o início do programa de assistência financeira. A emissão de OT – a primeira desde Janeiro de 2011 – no início do mês beneficiou do sentimento económico internacional mais favorável, tendo sido colocados 3 mil M€ à taxa média de 5,67% (Gráfico 1). A comparação histórica das taxas de rendibilidade das emissões de OT com maturidade comparável deve ser feita com particular precaução tendo em conta, entre outros, a aversão internacional ao risco, a taxa de yield do mercado secundário em países parceiros e o montante de colocação. A taxa média de emissão desta OT foi substancialmente inferior à da última emissão, que, contudo, se efetuou em condições especialmente adversas para o mercado obrigacionista português. Este nível de taxa é comparável

⁷ O montante, em valor nominal, recebido no âmbito do PAEF representa 32,4% do total da Dívida Direta do Estado. O montante em dívida às instituições FMI/U.E. no âmbito do PAEF corresponde a um total de 64,7 mil milhões de euros, valor inferior ao valor de encaixe. Esta diferença deve-se, por um lado, à diferença entre o valor nominal e de encaixe no caso dos empréstimos da UE e por outro à depreciação do euro face à moeda na qual os empréstimos do FMI estão determinados.

com o de emissões a partir de 2007, ainda que estas com montantes colocados mais baixos. Nessa altura o diferencial face à taxa de juro da Alemanha era substancialmente inferior. Note-se que a emissão equivalente na Irlanda, de uma primeira OT com maturidade a 10 anos desde o início do programa de assistência financeira, foi colocada à taxa média de 4,15%⁸.

Gráfico 3 – Leilões e sindicatos de Obrigações de Tesouro com maturidade de 9, 10 e 11 anos
(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP, Reuters e cálculos da UTAO.

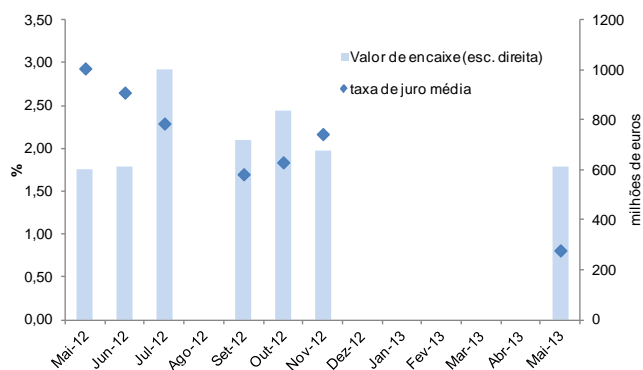
10 Foram emitidos dois Bilhetes do Tesouro (BT) a 6 e 12 meses. A 16 de maio foram emitidos dois Bilhetes do Tesouro (Tabela 4, Gráfico 6 e Gráfico 7). As colocações foram consideradas bem sucedidas na medida em que permitiram a colocação da totalidade dos montantes a uma taxa de juro inferior à das operações anteriores. As taxas médias de colocação foram de 0,81% e 1,23% para os BT com maturidade a 6 e 12 meses, respetivamente.

Tabela 4 – Emissões brutas de dívida pública em maio

Instrumento	Obrigações do Tesouro		Bilhetes do Tesouro	
	Fev-24	Nov-13	Nov-13	Mai-14
Maturidade				
Data da Transação	07-Mai	16-Mai	16-Mai	16-Mai
Prazo	10 anos	6 meses	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€) ¹	3 000	614	1 668	
Montante de Procura (M€) ^{1,2}	4000	909	2 781	
Taxa média (%) ³	5,67	0,81	1,23	
Preço médio da emissão (%)	99,877	99,576	98,746	
Dif. p/ mercado secundário (%) ⁴	5,5			
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	Jan-11	Nov-12	Abr-13	
	6,72	2,17	1,39	

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: 1) Valor nominal, em fase competitiva e não competitiva. 2) No caso da OT o montante da procura é aproximado. 3) Resultado do leilão em fase competitiva. 4) Mercado secundário, preço a 31 de abril para a obrigação PGB 4.95 10/25/23.

Gráfico 4 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 6 meses (em percentagem e em milhões de euros)

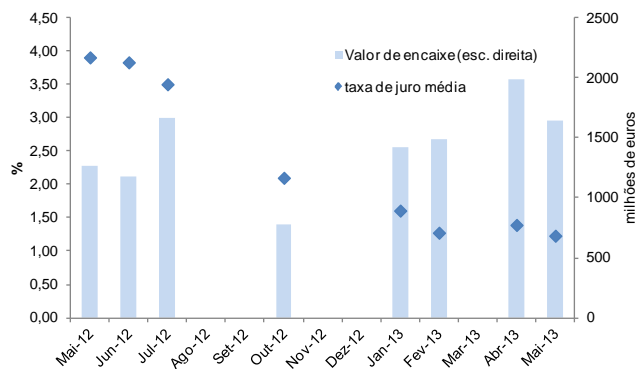


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

⁸ Emissão sindicada a 15 de Março de 2013, no montante de 5 mil M€.

Gráfico 5 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 12 meses

(em percentagem e em milhões de euros)



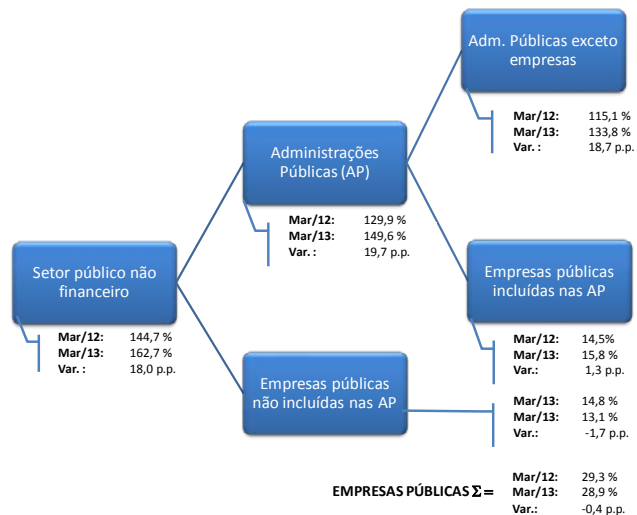
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Divida do setor público não financeiro – 1.º trimestre de 2013

11 A dívida do setor público não financeiro manteve uma trajetória ascendente.⁹ A dívida do setor público não financeiro ascendeu, no final do 1.º trimestre de 2013, a 162,7 % do PIB (266,2 mil M€), um aumento de 4,5 p.p. face ao observado no final de 2012 e de, aproximadamente, 18 p.p. em termos anuais (Ilustração 1). Excluindo a dívida das empresas públicas que não fazem parte do perímetro da administração pública, o incremento anual foi de 19,7 p.p. do PIB, fixando-se a dívida em 149,6% do PIB em março de 2013. Por subsector, a administração central é aquela que evidencia uma dívida maior (141,5% do PIB), seguindo-se-lhe a administração regional e local (8,0% do PIB).

Ilustração 1 – Dívida do setor público não financeiro

(em percentagem e em pontos percentuais do PIB)

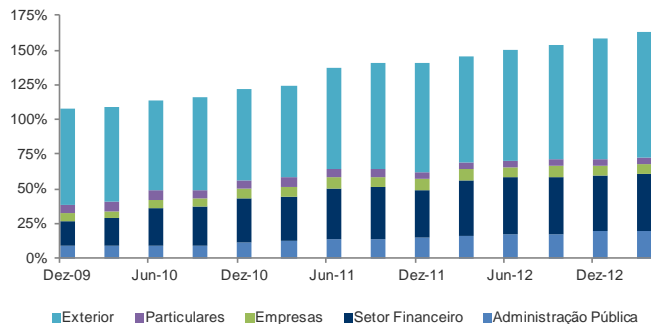


Fontes: Banco de Portugal (Dívida Pública Trimestral) e cálculos da UTAO. | Nota: não inclui a dívida de empresas públicas financeiras (como por exemplo a CGD e a Parpública).

⁹ Corresponde à dívida não consolidada das administrações públicas (administração central, administração regional e local, fundos da segurança social e empresas públicas incluídas no perímetro da administração pública), acrescida da dívida das empresas públicas não incluídas no perímetro de consolidação. Esta inclui os seguintes instrumentos: empréstimos, títulos de dívida, certificados de aforro e do Tesouro, créditos comerciais e outras responsabilidades.

12 A dívida do setor público não financeiro encontra-se detida maioritariamente por entidades não residentes. No final do 1.º trimestre de 2013, a dívida pública detida por não residentes atingiu 89,9% do PIB. Face ao período homólogo, esta cresceu 14 p.p. do PIB, o que representou cerca de 78% do aumento total. Saliente-se que os empréstimos ao abrigo do PAEF contribuíram para o aumento do peso dos investidores não residentes no total da dívida, uma vez que estes representaram a principal fonte de financiamento no último ano.

Gráfico 6 – Dívida do setor público não financeiro por financiador
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal

13 Em termos consolidados, registou-se igualmente um aumento da dívida das administrações públicas.¹⁰ Em termos consolidados, a dívida das administrações públicas atingiu 129,6% do PIB (212,1 mil M€) no final do 1.º trimestre, um acréscimo de, aproximadamente, 15,5 p.p. face ao período homólogo (Tabela 1 e Gráfico 2). Os passivos/ativos entre entidades das administrações públicas (os quais constituem os elementos de consolidação) aumentaram 5,8 mil M€ face ao verificado em março 2012, atingindo 32,8 mil M€ em março de 2013 (Gráfico 3). Para esta variação contribuíram, entre outros fatores, os empréstimos concedidos pelo Estado às empresas públicas incluídas no perímetro de consolidação, a centralização de depósitos no IGCP que resultam da liquidez de alguns organismos públicos e a compra de títulos de dívida pública portuguesa por parte de entidades públicas.

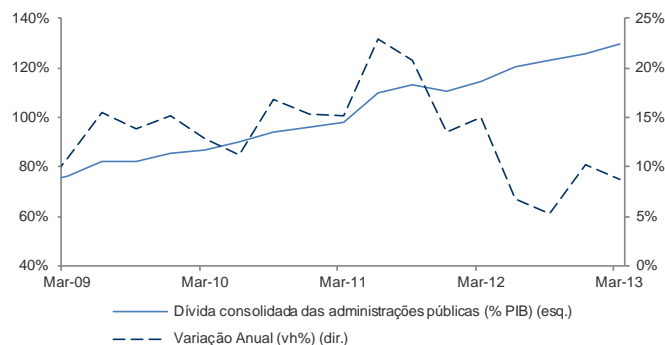
Tabela 5 – Dívida pública sob diversas óticas (em milhares de milhões de euros, em percentagem e em pontos percentuais do PIB)

	Mar-12		Mar-13		Var. homóloga	
	mil M€	% PIB	mil M€	% PIB	mil M€	em p.p.
(1) Dívida não consolidada das administrações públicas	221,8	129,9	244,8	149,6	23,0	19,7
(2) Dívidas entre entidades das administrações públicas	26,9	15,7	32,7	20,0	5,8	4,2
(3)=(1-2) Dívida consolidada das administrações públicas	194,9	114,1	212,1	129,6	17,2	15,5
(4) Créditos comerciais obtidos pelas administrações públicas	4,0	2,4	3,8	2,3	-0,2	0,0
(5)=(3-4) Dívida na ótica de Maastricht	190,93	111,8	208,293	127,3	17,4	15,5
(6) Depósitos da administração central	16,8	9,9	18,5	11,3	1,7	1,5
(7)=(5-6) Dívida na ótica de Maastricht líq. de depósitos da administração central	174,1	101,9	189,8	116,0	15,7	14,1

Fonte: Banco de Portugal (Dívida Pública Trimestral) e cálculos da UTAO.

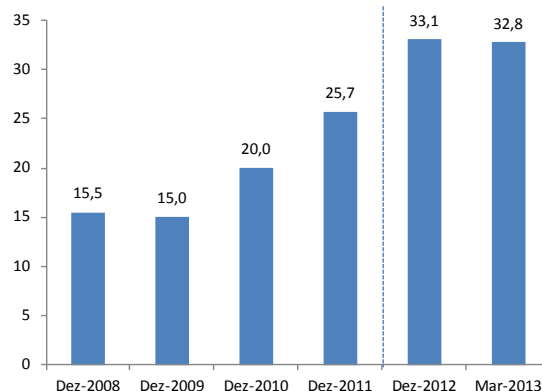
¹⁰ Dívida não consolidada das administrações públicas excluindo dívida entre entidades das administrações públicas.

Gráfico 7 – Dívida consolidada das administrações públicas
(em percentagem do PIB e percentagem)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Gráfico 8 – Ativos/passivos entre entidades das administrações públicas
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal (Dívida Pública Trimestral) | Nota: "os passivos/ativos entre entidades do setor público não financeiro" compreendem os ativos de entidades das administrações públicas que são ao mesmo tempo passivos de outras entidades públicas e, por isso, constituem os elementos de consolidação.

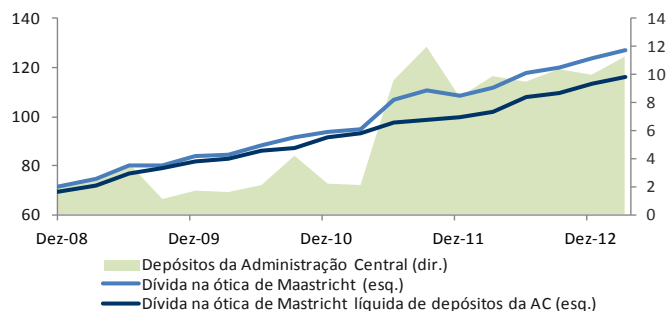
14 A dívida pública na ótica de Maastricht fixou-se em 127,3% do PIB no final do 1.º trimestre de 2013, um nível superior ao orçamentado para o conjunto do ano.¹¹ A dívida pública na ótica de Maastricht manteve uma tendência de crescimento, evidenciando um aumento de 3,8 mil M€ (3,7 p.p. do PIB) face ao trimestre anterior e de 17,4 mil M€ (15,5 p.p. do PIB) face ao período homólogo (Gráfico 4). Este encontra-se já num nível superior ao previsto pelo Ministério das Finanças para o final de 2013 (122,3% do PIB).¹² Contudo, não se pode desde já concluir que a dívida ultrapassará esta projeção no final de 2013. Com efeito, o rácio da dívida pública de Maastricht no PIB poderá diminuir até ao final do ano. Essa redução poderá resultar, por exemplo, da utilização da liquidez existente (cerca de 18,5 mil M€ em depósitos) em amortizações de títulos de dívida pública ou

¹¹ A dívida na ótica de Maastricht é medida em termos consolidados e dela excluem-se os créditos comerciais obtidos pelas administrações públicas. Este conceito difere do conceito dívida direta do Estado, compilada pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) numa base mensal, devido, principalmente, a: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de Maastricht se incluem 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.

¹² Segundo a OCDE (OECD Economic Outlook de 29 de Maio) a dívida pública na ótica de Maastricht irá situar-se em 127,7% no final de 2013, sendo que esta previsão tem subjacentes maiores necessidades de financiamento e um PIB nominal consideravelmente mais baixo.

para a concessão de empréstimos a empresas públicas incluídas no perímetro de consolidação, que se destinem à amortização de passivos junto de outras entidades ou ainda por via de receitas de privatizações.¹³ O nível liquidez que se verifica atualmente decorre em grande medida dos empréstimos concedidos pelo FMI e pelas instituições europeias no âmbito do programa de auxílio económico e financeiro, desde meados de 2011, e que ainda não foram utilizados, bem como pelas últimas emissões de obrigações do tesouro. De notar que a dívida pública na ótica de *Maastricht*, líquida de depósitos da administração central, situou-se nos 116 % do PIB no 1.º trimestre de 2013 (101,9% no período homólogo).

Gráfico 9 – Dívida Pública na ótica de Maastricht
(em percentagem do PIB)

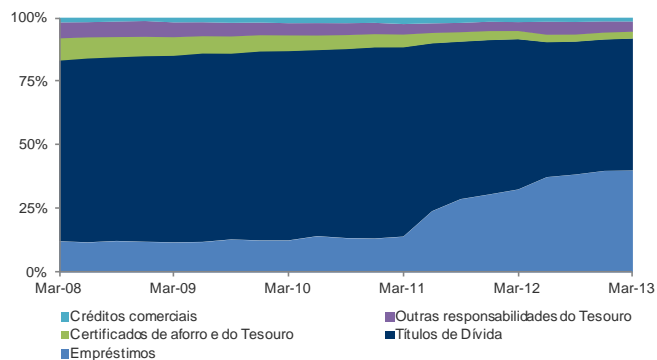


Fonte: Banco de Portugal (Dívida Pública Trimestral)

15 As necessidades de financiamento da administração pública no 1.º trimestre foram cobertas maioritariamente através de títulos de dívida pública, algo que não se verificava desde finais de 2010. Os empréstimos provenientes do FMI, FEEF e MEEF, no âmbito do programa de ajustamento económico e financeiro foram a principal fonte de financiamento das administrações públicas nos últimos dois anos. No início de 2011, os empréstimos constituíam 13,2% do stock da dívida pública, em termos não consolidados, tendo-se fixado em 39,9% no final do 1.º trimestre de 2013. No caso dos títulos de dívida, o seu peso no stock da dívida pública passou de 75,1% no início de 2011 para 51,8% (Gráfico 5). No entanto, as necessidades de financiamento da administração pública no 1.º trimestre de 2013 foram cobertas maioritariamente através de títulos de dívida pública, algo que não se verificava desde finais de 2010.

Gráfico 10 – Dívida da administração pública por instrumento financeiro

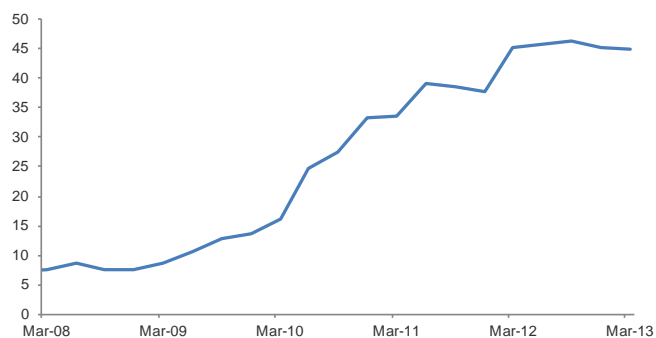
(em percentagem do stock de dívida da administração pública)



Fonte: Banco de Portugal

16 Registou-se uma redução dos títulos de dívida da administração pública detidos pelo setor financeiro residente. O montante de títulos de dívida da administração pública detidos pelo setor financeiro residente tem seguido uma tendência crescente nos últimos anos e fixou-se em 44,9 mil M€ no final de março de 2013. No entanto, registou-se uma inversão da tendência nos últimos dois trimestres.

Gráfico 11 – Títulos de dívida da administração pública detidos pelo setor financeiro residente
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

¹³ De acordo com o relatório do FMI sobre a 7.ª avaliação do PAEF, a diminuição do rácio da dívida durante o ano 2013 será efetuada através da venda de ativos estrangeiros detidos pelos fundos da segurança social (e respetiva compra de dívida pública nacional) e pela transferência de ações do banco estatal CGD para a *Parpública*. Esta operação permitirá o reembolso dos passivos que o Tesouro contraiu junto da *Parpública* na sequência do encaixe da receita de privatizações ocorridas em anos anteriores. De acordo com a [Recomendação do Conselho COM\(2013\) 394, de 29 de maio, com vista a pôr termo à situação de défice orçamental excessivo em Portugal](#): §17 "A evolução no sentido ascendente em 2012 relativamente às projeções foi sobretudo devida ao tratamento estatístico dado à transferência das receitas da privatização da *Parpública* para o Estado, bem como ao efeito da evolução menos favorável do PIB e da revisão das projeções em matéria de défice". Com efeito, a reclassificação estatística ocorrida em 2012 de passivos de curto prazo (não incluídos na dívida de *Maastricht*), os quais foram contraídos pelo Tesouro junto da *Parpública* em anos anteriores na sequência de processos de privatização, em empréstimos de longo prazo (com impacto na dívida de *Maastricht*) contribuiu para o facto da dívida pública se ter situado acima do previsto no final desse ano. Assim, a cedência à *Parpública* da participação do Tesouro na CGD, a ocorrer 2013, possibilitará a consolidação da dívida pública de *Maastricht* e, portanto, a reversão do aumento ocorrido em 2012.