

### Condições de mercado

**1 Em maio assistiu-se à subida das taxas de juro da dívida soberana italiana decorrente da instabilidade política no país, bem como à desvalorização do euro e à subida do preço do petróleo.** Nos principais índices bolsistas assistiu-se a uma descida na área euro, com uma queda do *Eurostoxx50* de 3,7% e a uma subida nos Estados Unidos, quer do *S&P500* de 2,2%, quer do *Dow Jones Industrial* de 1,0%, e no Reino Unido, com o *Footsie 100* a subir 2,2%. As taxas de rentabilidade da dívida soberana na área do euro apresentaram variações em sentido oposto, destacando-se a subida acentuada nos títulos de Itália e a descida nos títulos alemães. O preço do petróleo subiu durante o mês de maio para um máximo desde novembro de 2014, chegando a atingir 80 USD/barril, o que reflete tensões geopolíticas no médio oriente e na Venezuela. Com efeito, o preço do petróleo situa-se num nível em que eventuais subidas adicionais podem ter efeitos negativos no crescimento económico mundial.

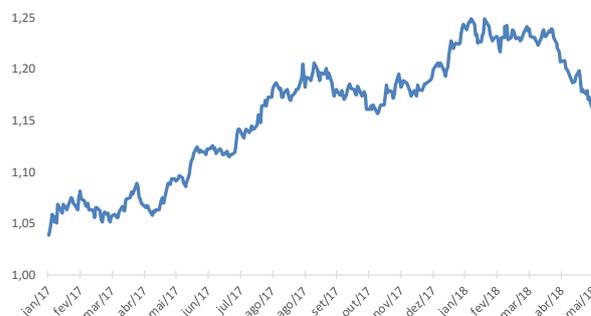
**2 A instabilidade política em Itália relativa à formação do Governo influenciou a evolução dos mercados financeiros da área do euro.** Na sequência das eleições do dia 4 de março de 2018, o presidente de Itália Sergio Mattarella recusou a escolha do eurocético Paolo Savona para ministro das finanças. O presidente recusou a intenção do futuro primeiro-ministro Giuseppe Conte visto que essa escolha para ministro das finanças poderia causar alarme nos investidores, tendo consequências negativas para a dívida pública italiana. Com efeito, o índice bolsista italiano FTSE MIB caiu 9,2% entre o final de abril e o final de maio, enquanto no mercado secundário de dívida soberana na área do euro assistiu-se a subidas acentuadas das taxas de rentabilidade da dívida italiana.

**3 De acordo com as previsões de primavera da Comissão Europeia, o crescimento económico na União Europeia continuará forte em 2018, mas deverá desacelerar em 2019.** O crescimento económico na União Europeia em 2017 foi o mais elevado nos últimos dez anos, situando-se em 2,4%, tendo todos os países apresentado taxas de crescimento positivas. Para esta evolução contribuíram os elevados níveis de confiança, os baixos custos de financiamento, a melhoria dos balanços do setor privado, o mercado de trabalho e o crescimento mundial. Para 2018, o crescimento deverá situar-se em 2,3%, abrandando posteriormente em 2019 para 2,0% à medida que os estímulos de política monetária venham a ser retirados. Quanto à taxa de inflação na área do euro, a previsão para 2018 é 1,5% subindo ligeiramente para 1,6% em 2019, mantendo-se próxima do verificado em 2017.

**4 O euro desvalorizou-se face à generalidade das moedas, refletindo essencialmente a incerteza política em Itália.** No mercado cambial, o euro depreciou-se 3,1% em relação ao dólar norte-americano (Gráfico 1), sendo que atingiu um mínimo no dia 29 de maio (1,1558 EUR/USD) desde julho de 2017. Para esta evolução terá contribuído sobretudo a incerteza sobre a formação do Governo em Itália, e em menor grau as expectativas de política monetária divergente entre a área do euro e os Estados

Unidos, apesar da maior expectativa de um acordo entre a França e Alemanha que permita um aumento dos poderes do Mecanismo Europeu de Estabilidade. Face à libra esterlina e ao iene, a desvalorização do euro foi de -0,3% e -3,6%, respetivamente.

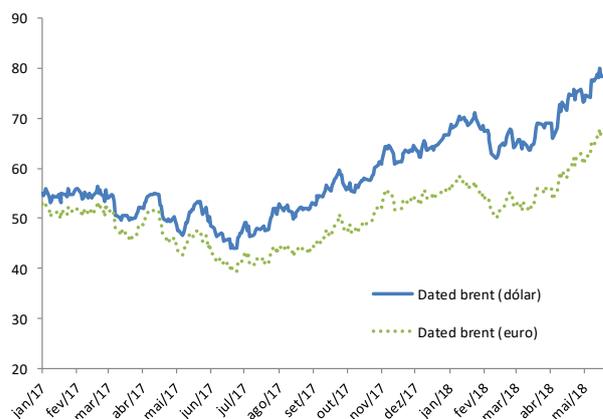
Gráfico 1 – Cotação do euro-dólar  
(1 euro = x dólares)



Fonte: BCE.

**5 Entre o final de abril e o final de maio verificou-se um aumento do preço do petróleo (dated Brent), essencialmente devido à redução da oferta e às tensões geopolíticas no médio oriente e na Venezuela.** No final de maio o preço do petróleo foi de 76,45 USD/barril e 65,35 EUR/barril, o que corresponde a aumentos de 0,7% e 4%, respetivamente, refletindo conflitos na Síria e Iémen, instabilidade política na Venezuela e a possibilidade de sanções económicas aplicadas pelos Estados Unidos ao Irão e Venezuela (Gráfico 2). De forma a amenizar o aumento do preço do petróleo, a Rússia e a Arábia Saudita consideraram um possível aumento de produção. O preço do petróleo em dólares atingiu um máximo (80,42 USD/barril) desde novembro de 2014, sendo que eventuais subidas futuras acima do nível atual poderão ter efeitos negativos no crescimento económico mundial.

Gráfico 2 – Preço do petróleo (dated Brent)  
(preço do barril)



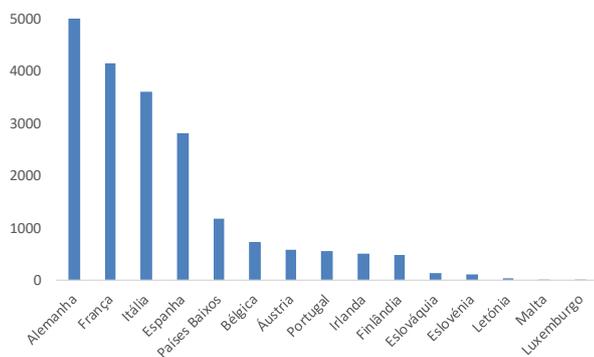
Fonte: Thomson Reuters.

**6 No mês de maio de 2018, o montante de aquisições líquidas de títulos do programa alargado de compras de ativos, no âmbito da política monetária não convencional, foi ligeiramente superior ao valor líquido mensal definido pelo BCE.** No mês de maio, as compras líquidas no âmbito do programa alargado de compra de ativos (*Expanded*

Asset Purchase Programme, APP) foram de 31,6 mil M€, ficando acima do objetivo de 30 mil M€ previsto na decisão de política monetária. Relativamente ao principal instrumento, o programa de compras do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP), o valor de compras líquidas situou-se em 24,2 mil M€ para títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. Com efeito, o valor de compras efetuado em maio de 2018 teve em consideração a decisão de política monetária do dia 26 de outubro de 2017, na qual o BCE determinou a descida do montante mensal de compras líquidas a partir de janeiro de 2018 de 60 mil M€ para 30 mil M€. Relativamente aos valores mensais, as compras no âmbito do PSPP para obrigações de dívida pública foram proporcionais aos valores líquidos acumulados desde o início do programa em março de 2015: Alemanha, França, Itália e Espanha (Gráfico 3 e Gráfico 4). Quanto aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras efetuado em maio situou-se em 568 M€, sendo o valor acumulado desde o início do programa de 33 667 M€, com uma maturidade média de 8,16 anos.

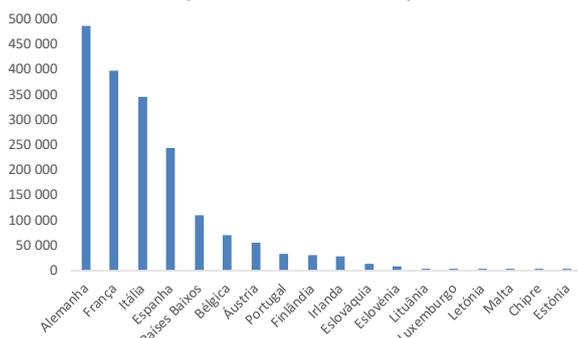
**7 Ainda no âmbito do BCE, Vítor Constâncio foi substituído na vice-presidência pelo espanhol Luis de Guindos.** Vítor Constâncio foi substituído no cargo de vice-presidente do BCE no dia de 31 de maio, após um mandato de 8 anos entre 2010 e 2018. Adicionalmente, foram divulgadas no dia 24 de maio as atas da reunião de política monetária do Banco Central Europeu, revelando que os decisores da instituição estão confiantes no retorno da taxa de inflação ao objetivo de médio prazo do BCE, abaixo mas perto de 2%, reconhecendo ao mesmo tempo que os mercados esperam a conclusão do programa de compra de ativos até ao final deste ano.

**Gráfico 3 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em maio de 2018**  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE.

**Gráfico 4 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início em março de 2015**  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE.

**8 Nos Estados Unidos, o Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) decidiu manter as taxas de juro diretas, permanecendo o carácter acomodaticio da política monetária.** Na reunião do dia 2 de maio o FOMC decidiu por unanimidade manter as taxas dos *fed funds* no intervalo 1,5% - 1,75%, contribuindo para melhorar o mercado de trabalho e o regresso sustentado da taxa de inflação para 2%. Com efeito, a Reserva Federal espera que a melhoria na atividade económica permita aumentos graduais nas taxas de juro diretas. Consequentemente, nos mercados financeiros existia uma expectativa para a subida das taxas dos *fed funds* na reunião de junho.

**9 O Banco de Inglaterra decidiu manter a taxa de juro diretora, bem como o montante de títulos de dívida pública e privada adquirido no âmbito do programa de compras de títulos.** No dia 9 de maio o Comité de Política Monetária decidiu manter a taxa de juro diretora em 0,5% devido ao facto do crescimento económico do 1.º trimestre ter ficado abaixo da expectativa do banco central. Com efeito, face à proposta de uma subida imediata da taxa de juro diretora, verificou-se uma votação de dois membros a favor e sete membros contra, tendo a maioria demonstrado a necessidade de observar a evolução dos indicadores económicos nos próximos meses. Relativamente ao programa de compras de ativos, verificou-se unanimidade na decisão de manutenção do *stock* adquirido de obrigações de empresas não financeiras em 10 mil M£ e do *stock* de obrigações de dívida pública do Reino Unido em 435 mil M£.

**10 No mercado obrigacionista de dívida pública da área do euro destaca-se a subida acentuada das taxas de rentabilidade da dívida italiana.** O aumento da aversão ao risco por parte dos investidores institucionais como resultado da instabilidade política verificada em Itália, conduziram a um aumento das taxas de juro da dívida soberana dos países periféricos da área euro. A taxa de rentabilidade da obrigação a 10 anos da Itália foi de 2,77% no final de maio, refletindo uma subida mensal de 99 pontos base (Tabela 1). Por outro lado, o título da dívida da Alemanha situou-se em 0,34%, o que corresponde a uma descida mensal de 22 pontos base. Com efeito, o diferencial face ao título de dívida pública da Alemanha subiu para 121 pontos base no caso do título de dívida soberana da Itália (Tabela 2). Relativamente às taxas de rentabilidade da dívida pública com maturidade a 2 e 5 anos, registaram-se subidas para Itália, Espanha e Portugal, mas descidas para Alemanha, França, Bélgica e Irlanda.

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

	30/dez/15	30/dez/16	30/jun/17	29/set/17	29/dez/17	30/abr/18	31/mai/18	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,5	3,7	3,0	2,4	1,9	1,7	2,0	0,3	0,0
Itália	1,6	1,8	2,2	2,1	2,0	1,8	2,8	1,0	0,8
Espanha	1,8	1,4	1,5	1,6	1,6	1,3	1,5	0,2	-0,1
Irlanda	1,1	0,7	0,9	0,7	0,7	1,0	0,9	0,0	0,3
França	1,0	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	-0,1	-0,1
Bélgica	1,0	0,5	0,8	0,7	0,6	0,8	0,7	-0,1	0,1
Alemanha	0,6	0,2	0,5	0,5	0,4	0,6	0,3	-0,2	-0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

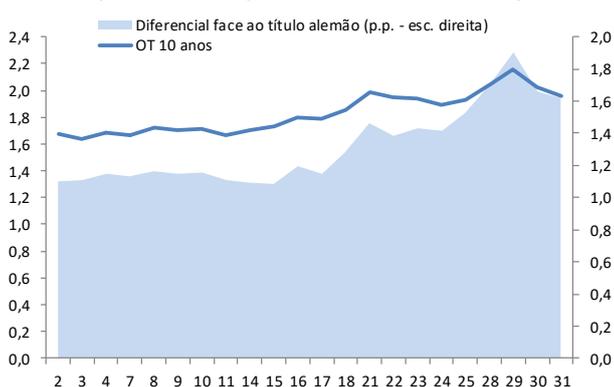
	30/dez/15	30/dez/16	30/jun/17	29/set/17	29/dez/17	30/abr/18	31/mai/18	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	188	354	255	190	149	110	162	52	13
Irlanda	52	54	40	27	24	40	60	20	37
França	36	48	35	28	36	23	33	10	-3
Bélgica	34	32	33	26	20	26	40	14	20
Itália	97	161	169	164	158	123	243	121	85
Espanha	114	118	106	114	113	72	115	43	1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**11 Relativamente à dívida pública de Portugal, registou-se uma subida essencialmente concentrada no final do mês de maio, essencialmente devido aos efeitos no mercado secundário de dívida pública decorrentes da instabilidade política em Itália.** As taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa evidenciaram subidas próximas das verificadas para os títulos de dívida pública de Espanha, o que corresponde a subidas menos acentuadas do que as registadas para os títulos de Itália, mas em sentido oposto à evolução verificada para as taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública da Alemanha. Com efeito, o diferencial em relação ao título alemão com maturidade 10 anos (Gráfico 5) evidenciou uma subida na segunda metade do mês, refletindo efeitos externos no mercado secundário de dívida soberana da área do euro. No que se refere à curva de rendimentos da dívida pública portuguesa, verificou-se uma subida ao longo de todas as maturidades entre o final do mês de maio e o final do mês anterior (Gráfico 6).

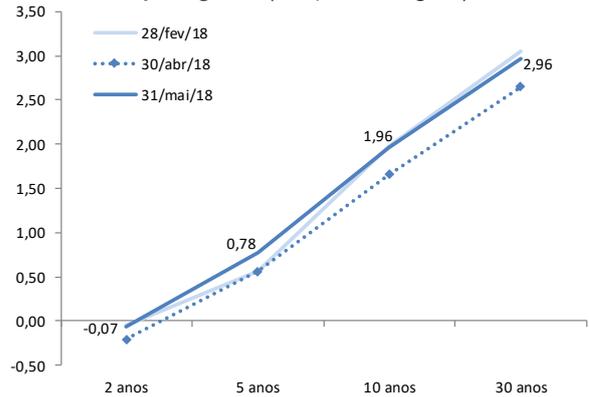
**12 A agência de notação financeira Moody's manteve o rating atribuído a Portugal, permanecendo em nível considerado abaixo de investimento.** No dia 15 de maio a agência de rating Moody's manteve a notação financeira atribuída à dívida pública portuguesa de longo prazo em Ba1 (positivo), permanecendo abaixo do nível considerado investimento. Esta conclusão reflete a recuperação económica em combinação com o controlo da despesa pública e a descida dos custos de financiamento. Em sentido oposto, também foi tido em consideração o crescimento moderado do produto potencial, bem como os riscos relacionados com o sistema bancário devido ao elevado volume de crédito malparado e baixa rentabilidade. Com efeito, a recapitalização dos bancos em situação mais frágil poderia ser benéfica. Relativamente ao PIB real, a agência Moody's prevê um crescimento real de 2,1% e 1,7% para 2018 e 2019, respetivamente.

**Gráfico 5 – Evolução diária em maio da taxa de rentabilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)**



Fonte: IGCP.

**Gráfico 6 – Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa (em percentagem)**



Fonte: IGCP. | Nota: a curva de rendimentos é baseada na taxa de rentabilidade dos títulos de dívida de referência para cada maturidade.

**13 Em maio de 2018 Portugal emitiu Obrigações do Tesouro (OT) com maturidades 5 e 10 anos.** No dia 9 de maio foram realizados dois leilões de OT em que o montante total de 1207 M€ foi colocado na fase competitiva. O título OT 4,95% 25Out2028 foi emitido em 724 M€ com taxa de rentabilidade de 0,529%. Relativamente ao título OT 2,125% 17Out2028, a emissão foi de 483 M€ e a taxa de rentabilidade de 1,670%, sendo que a última emissão deste título foi realizada em março de 2018 no montante de 975 M€, cuja taxa de rentabilidade foi de 1,778%.

**14 No mercado monetário, Portugal efetuou a emissão de Bilhetes do Tesouro com maturidade 6 meses e 12 meses.** No dia 16 de maio Portugal realizou dois leilões de Bilhetes do Tesouro no montante conjunto de 1750 M€ relativos aos títulos BT16nov2018 e BT17mai2019, tendo-se registado uma taxa de juro média ponderada de -0,351% e -0,272%, respetivamente. Tendo por comparação a emissão conjunta com idêntica maturidade realizada em março de 2018, verificou-se um aumento do montante colocado (1250 M€ em março) que poderá ter tido efeitos na ligeira subida da taxa de juro, mas mantendo-se em taxas de juro negativas.

#### Dívida direta do Estado

**15 As necessidades líquidas de financiamento do Estado diminuíram em termos homólogos no 1.º quadrimestre de 2018 devido à redução da despesa com ativos financeiros, tendo-se registado, contudo, uma redução da receita de ativos financeiros.** As necessidades líquidas de financiamento do Estado no 1.º quadrimestre de 2018 ascenderam a 4138 M€, em resultado de um défice do subsetor Estado de 3197 M€ e de uma despesa líquida com ativos financeiros no montante de 941 M€ (Tabela 3). A despesa com ativos financeiros refletiu, por um lado, 660 M€ em injeções de capital atribuídas à Infraestruturas de Portugal (595 M€), ao Metropolitano de Lisboa (41,8 M€) e à CP - Comboios de Portugal (22,9 M€), e, por outro lado, 381 M€ em empréstimos a médio e longo prazo concedidos ao Metropolitano de Lisboa (299,6 M€) e ao Metro do Porto (81,3 M€). Face ao período homólogo, as necessidades de financiamento reduziram-se 1665 M€, para o que contribuiu o efeito base resultante da injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos, efetuada no 1.º trimestre de 2017, no valor de 2500 M€, no âmbito do plano de recapitalização.

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

	2018				Jan-Abr		Exec. 2017	OE 2018	Var. anual
	Jan	Fev	Mar	Abr	2017	2018			
<b>Necessidades líquidas financiamento</b>	<b>480</b>	<b>960</b>	<b>629</b>	<b>2069</b>	<b>5803</b>	<b>4138</b>	<b>9978</b>	<b>11546</b>	<b>1568</b>
<i>Défiça orçamental (sub-setor Estado)</i>	<b>236</b>	<b>486</b>	<b>548</b>	<b>1926</b>	<b>3280</b>	<b>3197</b>	<b>4823</b>	<b>5532</b>	<b>710</b>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	306	499	95	145	3333	1045	6448	6777	330
<i>Empréstimos médio/longo prazo</i>	306		75		53	381	1193	4191	2998
<i>Dotações de Capital</i>		497	18	145	3275	660	5178	2467	-2711
<i>Outros</i>		2	2	0,3	5	4	77	119	43
<i>Receita de ativos financeiros</i>	63	24	14	3	811	104	1292	763	-529
<i>Despesa líquida com ativos financeiros</i>	<b>243</b>	<b>475</b>	<b>81</b>	<b>143</b>	<b>2523</b>	<b>941</b>	<b>5156</b>	<b>6014</b>	<b>858</b>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

**16 No 1.º quadrimestre de 2018 verificou-se um aumento homólogo da dívida direta do Estado em resultado, sobretudo, do acréscimo da dívida titulada de médio e longo prazo e de certificados de tesouro, tendo-se registado, contudo, uma redução significativa do stock de dívida financiada ao abrigo do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF).** No final do 1.º quadrimestre, a dívida direta do Estado situou-se em 245 451 M€, o que representa um aumento de 3,0% face ao final de 2017 (Tabela 4). O acréscimo registado entre janeiro e abril de 2018 reflete as emissões da Obrigação do Tesouro a 10 anos realizadas em janeiro (4,0 mil M€), fevereiro (821 M€), março (975 M€) e maio (483 M€), da OT a 5 anos realizada em maio (724 M€), da OT a 15 anos realizada em abril (3000 M€), da OT a 4 anos efetuada em fevereiro (490 M€) e da OT a 27 anos realizada em março (292 M€).<sup>1</sup> Por outro lado, registou-se um aumento homólogo do stock de certificados do tesouro de 2655 M€ e uma diminuição dos certificados de aforro no valor de 493 M€. Quanto aos Bilhetes do Tesouro, foram efetuadas duas emissões durante o mês de maio de títulos a 6 e a 12 meses no valor de 1750 M€. De referir ainda que, no final de abril a dívida direta do Estado, após cobertura cambial, atingiu o montante de 244,8 mil M€, tendo aumentado 4,2 mil M€ face a março/2018, refletindo as operações necessárias ao financiamento da amortização prevista para junho/2018, no valor de 6,6 mil M€.

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

	abr/17	mar/18	abr/18	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
<b>Titulada</b>	<b>149 592</b>	<b>153 870</b>	<b>158 084</b>	<b>2,7</b>	<b>5,7</b>	<b>64,4</b>	<b>4 214</b>	<b>8 493</b>
Curto prazo	22 716	17 690	18 832	6,5	-17,1	7,7	1 141	-3 884
Médio e longo prazo	126 876	136 180	139 253	2,3	9,8	56,7	3 073	12 377
<b>Não titulada</b>	<b>28 411</b>	<b>31 017</b>	<b>31 139</b>	<b>0,4</b>	<b>9,6</b>	<b>12,7</b>	<b>122</b>	<b>2 728</b>
Cert. Aforro	12 384	11 905	11 892	-0,1	-4,0	4,8	- 13	- 493
Cert. do Tesouro	12 831	15 359	15 486	0,8	20,7	6,3	127	2 655
Outra	3 196	3 754	3 762	0,2	17,7	1,5	8	566
<b>Assist. Financeira</b>	<b>66 017</b>	<b>56 186</b>	<b>56 227</b>	<b>0,1</b>	<b>-14,8</b>	<b>22,9</b>	<b>41</b>	<b>-9 790</b>
<b>Total</b>	<b>244 020</b>	<b>241 073</b>	<b>245 451</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>100,0</b>	<b>4 378</b>	<b>1 430</b>

Por memória:

Transaccionável	143 198	149 824	154 151	2,9	7,6	62,8	4 327	10 953
Não Transaccionável	100 823	91 249	91 300	0,1	-9,4	37,2	51	-9 523
Euro	225 422	232 774	237 037	1,8	5,2	96,6	4 263	11 615
Não euro	18 598	8 298	8 413	1,4	-54,8	3,4	115	-10 185
Contas margem	1 918	217	225	:	:	:	8	-1 693

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.

<sup>1</sup> De referir que a maturidade da Obrigação do Tesouro é de 16 anos, no entanto, nos mercados financeiros trata-se do título para referência a 15 anos.

**17 No 1.º quadrimestre de 2018 registou-se um aumento homólogo da despesa com juros da dívida pública.** No período em análise a despesa com juros e outros encargos da dívida pública ascendeu a 2974 M€, o que representa um aumento de 11,9% em termos homólogos. A projeção para 2018, inscrita no OE/2018, é de um aumento de 1,4% (Tabela 5). Este aumento resultou, sobretudo, da despesa com juros relativa a obrigações do tesouro cujo aumento ascendeu a 380 M€ em termos homólogos. Relativamente aos outros instrumentos de dívida, há que referir a diminuição homóloga dos juros suportados com os empréstimos obtidos ao abrigo do PAEF (-111 M€), em resultado das amortizações antecipadas dos empréstimos ao FMI. A despesa com juros referentes a OT situou-se em 2221 M€ (variação homóloga de 20,7%), devido ao diferente perfil intra-anual. Relativamente aos certificados de aforro e do tesouro, o valor dos juros ascendeu a 264 M€, tendo-se registando uma diminuição homóloga de 2,3%.

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

	2018				Execução Jan-Abr		Tvh (%)	Execução Objectivo	
	jan	fev	mar	abr	2017	2018		2017	OE/2018
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>146</b>	<b>1 167</b>	<b>301</b>	<b>1 312</b>	<b>2 618</b>	<b>2 926</b>	<b>11,7</b>	<b>7 034</b>	<b>7 129</b>
Bilhetes do Tesouro	-3	0	-3	0	1	-6	-534,8	2	-36
Obrigações do Tesouro	0	1 044	5	1 172	1 841	2 221	20,7	4 599	4 833
Empréstimos PAEF	26	51	253	18	459	348	-24,2	1 567	1 270
Certif. de Aforro e do Tesouro	116	44	52	51	270	264	-2,3	669	761
CEDIC / CEDIM	1	0	0	2	4	3	-22,4	18	5
Outros	6	28	-6	69	43	96	122,0	179	296
<b>Comissões</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>22,0</b>	<b>93</b>	<b>100</b>
Empréstimos PAEF	0	26	0	0	11	26	138,0	11	26
Outros	9	2	3	8	28	22	-22,9	82	74
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>154</b>	<b>1 195</b>	<b>304</b>	<b>1 321</b>	<b>2 658</b>	<b>2 974</b>	<b>11,9</b>	<b>7 127</b>	<b>7 229</b>
Tvh (%)	-14,7	-1,2	-3,0	38,5	-	11,9	-	-	1,4

Por memória:

Juros recebidos de aplicações	0	-3	0	0	2	-3	-285	-4	39
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>154</b>	<b>1 192</b>	<b>304</b>	<b>1 321</b>	<b>2 659</b>	<b>2 971</b>	<b>12</b>	<b>7 123</b>	<b>7 268</b>
Tvh (%)	-13,7	-1,6	-3,3	38,3	-	11,7	-	-	2,0

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**18 Em maio a República Portuguesa emitiu dívida de médio e longo prazo através de dois leilões com maturidades a 5 e a 10 anos.** No dia 9 de maio, a República Portuguesa realizou dois leilões para a emissão de Obrigações do Tesouro a 5 e a 10 anos (Tabela 6), no valor de 724 e 483 M€, respetivamente. Na emissão a 5 anos a procura superou cerca de 2,8 vezes o montante colocado, tendo a taxa de juro média de colocação atingido os 0,529%. Relativamente à emissão com maturidade a 10 anos, a procura ascendeu a cerca de 2,3 vezes o montante colocado, tendo a taxa de juro média de colocação atingido os 1,67%. Adicionalmente, no dia 16 de maio realizaram-se leilões de BT a 6 e a 12 meses; o BT com maturidade a 6 meses, registou uma procura de 865 M€, tendo sido colocado 500 M€ a uma taxa de juro média de -0,351%; o BT com maturidade a 12 meses, registou uma procura de 2060 M€, tendo sido colocado 1250 M€ a uma taxa de juro média de -0,272%. No caso das emissões dos BT a 6 e a 12 meses, bem como da OT a 10 anos, as taxas de juro médias das respetivas colocações foram próximas das registadas nas últimas emissões de idêntica maturidade. No tocante ao leilão da OT a 5 anos a taxa de juro média registada situou-se 0,387 p.p. abaixo da alcançada na última emissão com igual maturidade,

ocorrida em outubro de 2017, pese embora o hiato temporal neste caso seja de cerca de 7 meses (Gráfico 7 e Gráfico 8).

**Tabela 6 – Emissão de Bilhetes do Tesouro e de Obrigações do Tesouro em maio**  
(em milhões de euros e em percentagem)

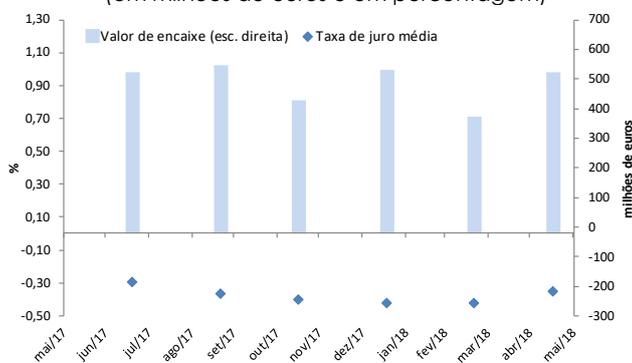
Instrumento	Obrigações do Tesouro (Leilão)		Bilhetes do Tesouro	
	out/23	out/28	nov/18	mai/19
Maturidade	out/23	out/28	nov/18	mai/19
Data da Transacção	09/mai	09/mai	16/mai	16/mai
Prazo	5 anos	10 anos	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	724	483	500	1 250
Montante de Procura (M€)	2019	1102	865	2 060
Taxa média (%)	0,529	1,670	-0,351	-0,272

Por memória:

Emissão anterior com maturidade equivalente (data e taxa média em %)	out/17	mar/18	mar/18	abr/18
	0,916	1,778	-0,424	-0,389

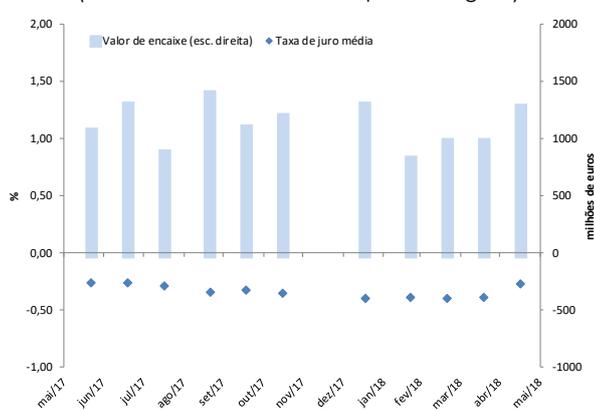
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 7 – Emissões de Bilhetes do Tesouro a 6 meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 8 – Emissões de Bilhetes do Tesouro a 12 meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)

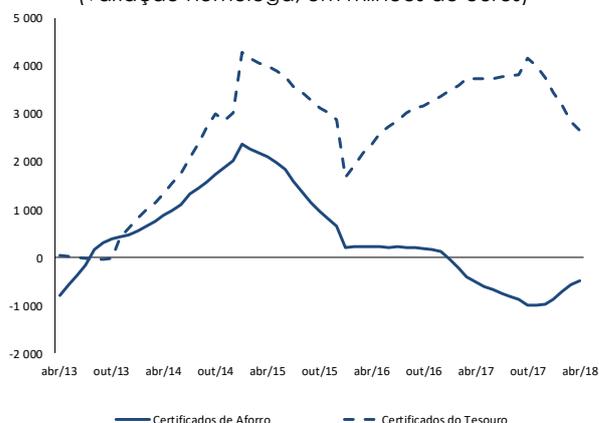


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**19 No final de abril o stock de certificados de tesouro registou um acréscimo face ao final de 2017, contudo, tem vindo a registar-se uma desaceleração na emissão líquida destes títulos desde outubro de 2017.** No final de abril/2018 o stock de certificados de tesouro atingiu 15 486 M€, refletindo um aumento de 452 M€ face ao final do ano 2017 (+3,0%). Apesar do aumento verificado no 1.º quadrimestre de 2018, tem vindo a registar-se uma desaceleração na emissão líquida de certificados de tesouro desde outubro de 2017. Com efeito, em outubro/2017 registou-se uma variação homóloga do

stock de certificados de aforro de 4161 M€, valor que tem vindo a decrescer desde essa data, ascendendo a 2655 M€ em abril/2018 (Gráfico 9). Esta evolução encontra-se influenciada pela decisão de suspensão da subscrição de Certificados do Tesouro Poupança Mais desde 30 de outubro 2017, tendo sido criado um novo produto de poupança denominado Certificados do Tesouro Poupança Crescimento.<sup>2</sup> Relativamente aos certificados de aforro, o stock ascendeu a 11 892 M€ no final de abril de 2018, mantendo-se a tendência de queda registada desde novembro de 2016. O stock agregado dos certificados de aforro e de tesouro tem vindo a registar uma evolução crescente, sendo que, em outubro/2017 ocorreu a maior variação mensal homóloga dos últimos 12 meses (459 M€). Desde esta data as variações mensais do stock agregado de certificados de aforro e de tesouro são mais reduzidas, situando-se em 113,6 M€ em abril/2018.

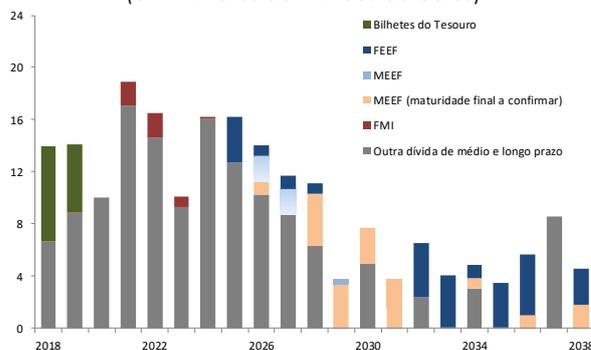
**Gráfico 9 – Stock de Certificados de aforro e tesouro**  
(variação homóloga, em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**20 O perfil de amortização de títulos de dívida de médio e longo prazo encontra-se concentrado no período entre 2021 e 2025.** Do stock total de títulos de dívida pública de médio e longo prazo detido a 31 de maio, e que totaliza cerca de 142 mil M€, será necessário amortizar durante o período 2021-2025 um montante aproximado de 70 mil M€, dos quais se salientam, pela sua dimensão, os anos 2021 (amortização prevista de 17 mil M€), 2022 (15 mil M€) e 2024 (16 mil M€). Salienta-se que, em 31 de maio/2018 o saldo vivo das obrigações do tesouro para o futuro próximo é o seguinte: 6,6 mil M€ em junho/2018, 8,9 mil M€ em 2019 e 10 mil M€ em 2020 (Gráfico 10 e Gráfico 11).

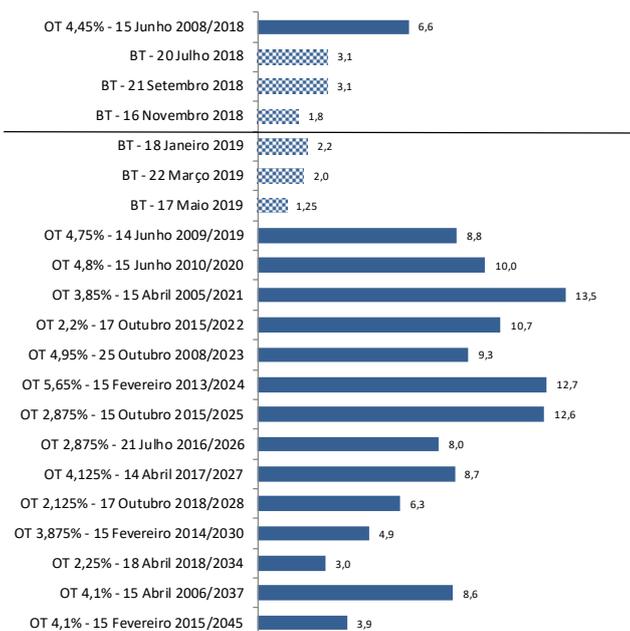
**Gráfico 10 – Perfil de amortização a 31 de maio de 2018**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

<sup>2</sup> Resolução do Conselho de Ministros n.º 157-D/2017 de 26 de outubro (DR N.º 208/2017, 1.º Suplemento, série I 2017-1027).

**Gráfico 11 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro a 31 de maio de 2018**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os títulos de dívida pública encontram-se ordenados por ordem crescente de maturidade.

### Dívida pública na ótica de Maastricht<sup>3</sup>

**21 Em termos nominais, a dívida pública na ótica de Maastricht aumentou durante o mês de abril.** De acordo com os dados publicados pelo Banco de Portugal a dívida pública na ótica de Maastricht no final do mês de abril ascendeu a 250,1 mil M€, o que constitui um aumento de 4,2 mil € face ao registado no final do 1.º trimestre (245,9 mil M€). A dívida líquida de depósitos das administrações públicas verificou um aumento de 1,8 mil M€ face ao mês anterior, situando-se em 225 mil M€, enquanto os referidos depósitos aumentaram 2,5 mil M€. A subida nominal da dívida pública em abril decorre do elevado montante de emissões líquidas de dívida titulada que visam assegurar essencialmente liquidez para a amortização da Obrigação do Tesouro em junho de 2018. Em termos homólogos o crescimento da dívida pública foi de 2,6 mil M€.

**22 Em percentagem do PIB, a dívida pública no final do 1.º trimestre de 2018 foi de 126,3%, refletindo uma subida face ao final do ano 2017, mas uma descida quando comparado com o trimestre homólogo.** No final do 1.º trimestre do ano a dívida pública foi de 245,9 mil M€, cifrando-se em 126,3% do PIB. Este resultado constitui um aumento de 0,6 p.p. face ao final de 2017 (125,7%), refletindo um acréscimo nominal de 3,2 mil M€. Em termos homólogos, verificou-se uma descida do rácio em 3,8 p.p. (130,1% no final do 1.º trimestre de 2017), destacando-se o contributo do saldo orçamental primário (3,2 p.p.) e o efeito dinâmico que decorre do crescimento do PIB nominal ter sido superior à taxa de juro implícita ao stock da dívida (1,2 p.p.), em contraste com o contributo

<sup>3</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

residual da variação dos depósitos das administrações públicas (Tabela 7).<sup>4</sup> Finalmente, deve referir-se que o valor agora avançado pelo Banco de Portugal para a dívida na ótica de Maastricht situa-se dentro do intervalo de projeção efetuado pela UTAO no final do 1.º trimestre.

**Tabela 7 – Decomposição da variação homóloga do rácio da dívida pública (em percentagem do PIB)**

	2017 (31 março)	2018 (31 março)
Dívida Pública (% do PIB)	130,1	126,3
Variação em p.p. do PIB		-3,8
efeito do saldo primário		-3,2
efeito dinâmico		-1,2
efeito taxa de juro		3,8
efeito PIB		-5,1
Ajustamento défice-dívida		0,6

por memória:

	2017 (31 dezembro)
Dívida Pública (% do PIB)	125,7
Variação em p.p. do PIB	-4,2
efeito do saldo primário	-0,9
efeito dinâmico	-1,2
efeito taxa de juro	3,9
efeito PIB	-5,1
Ajustamento défice-dívida	-2,1

Fonte: Banco de Portugal, INE e cálculos da UTAO.

**Gráfico 12 – Dívida pública na ótica de Maastricht**  
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal.

**23 Durante o ano de 2018 as projeções das instituições nacionais e internacionais apontam para uma redução da dívida pública.** Revisitando as previsões dos principais referenciais internacionais, verifica-se uma expectativa de descida relativamente ao peso da dívida pública no PIB em todas as instituições no período 2018-2019, sendo a previsão mais favorável do FMI (-4,9 p.p.) e a mais prudente a da OCDE (-2,6 p.p.). Estas previsões encontram-se em linha com as expectativas do Governo (PE 2018-22).

**Tabela 8 – Previsões para a dívida pública**  
(em percentagem do PIB)

	2017	2018	2019
FMI	125,7	120,8	117,2
Comissão Europeia	125,7	122,5	119,5
OCDE	125,7	123,1	120,0
Ministério das Finanças	125,7	122,2	118,4

Fontes: (1): FMI (Portugal: *staff concluding statement of the 2018 article IV mission*, maio de 2018); (2) Comissão Europeia (*Spring 2018 European forecast*, maio de 2018); (3) OCDE (*OECD Economic Outlook 2018*, maio de 2018); (4) Ministério das Finanças (PE/2018-22, abril 2018).

subsetor, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada. iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro.

<sup>4</sup> A operação de recapitalização da CGD foi considerada no 1.º trimestre de 2017 e como tal não influencia esta variação homóloga.