

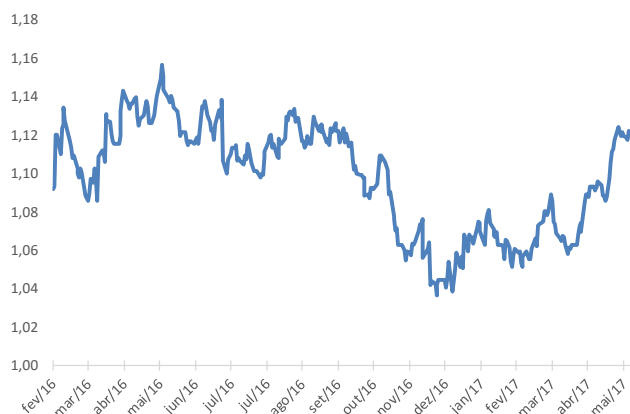
Condições de mercado

1 Em maio, os mercados financeiros reagiram a um maior apetite ao risco, sobretudo na primeira metade do mês. Em meados do mês observou-se uma subida abrupta da volatilidade, associada por alguns participantes de mercado às questões políticas nos EUA, entre as quais a demissão do Diretor do FBI, James Comey, responsável pela investigação das ligações entre a campanha de Trump e a Rússia e as notícias de que Trump terá partilhado informação secreta sobre o Daesh com autoridades da Rússia. Nos mercados acionistas, o tom otimista resultou em subidas generalizadas, sobretudo nos países periféricos da área do euro e nos EUA.

2 Nos EUA, foi reforçada a perspetiva de evolução positiva da economia, apesar da Reserva Federal norte-americana não ter alterado a taxa de juro dos Fed funds. No comunicado da reunião, os responsáveis de política monetária destacaram o fortalecimento do mercado de trabalho e o facto da inflação estar em níveis próximos do objetivo de 2%. O abrandamento da economia no 1.º trimestre de 2017 é visto como sendo transitório, mantendo-se a perspetiva de um crescimento moderado da atividade.

3 O euro apreciou-se face à generalidade das moedas, beneficiando do resultado das eleições presidenciais em França (Gráfico 1). Em França, E. Macron venceu a 2ª volta das eleições presidenciais francesas contra M. Le Pen, tendo conseguido uma maioria absoluta de 66% (algo acima do que era indicado pelas sondagens recentes), com o nível de abstenção a situar-se em 25%. O resultado era amplamente esperado pelos investidores, pelo que a reação nos mercados financeiros foi pouco expressiva. No mercado cambial, o euro apreciou-se no momento após a divulgação dos resultados, mas este movimento foi, de seguida, revertido. A divulgação da 2ª estimativa flash do PIB na área do euro, que confirmou um crescimento de 1,7% no 1.º trimestre, também terá contribuído para suportar a apreciação do euro. Em relação à taxa de inflação, o valor divulgado para maio indica uma desaceleração superior à antecipada, passando de 1,9% para 1,4%.

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



Fonte: BCE.

4 A Comissão Europeia, nas suas previsões de Primavera, reviu em ligeira alta a previsão de crescimento para a área do euro este ano, referindo que os riscos para o crescimento estão mais equilibrados, apesar de se manter um enviesamento para

os riscos descendentes. Relativamente à inflação, a CE procedeu a uma revisão em baixa, quer para 2017 quer para 2018. Para 2018, mantém-se a previsão de aceleração do PIB na Alemanha, França e Itália e desaceleração em Espanha, Irlanda e Portugal.

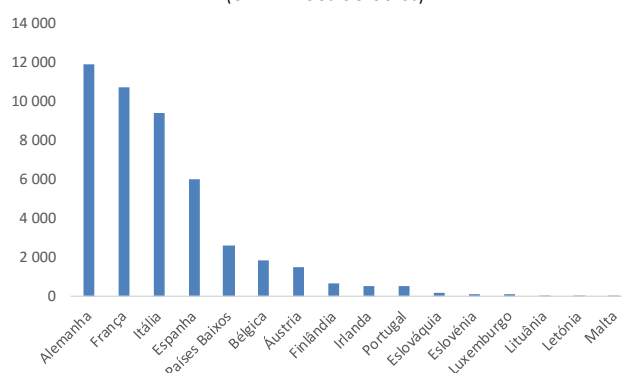
5 No final do mês, em resultado de notícias sobre a Grécia, registou-se um ligeiro aumento da volatilidade na área do euro.

As taxas de rendibilidade dos títulos obrigacionistas da Grécia, apesar de terem diminuído significativamente nos últimos meses, sofreram um ligeiro aumento com a aproximação do final do mês, perante o insucesso na obtenção de um acordo entre as instituições internacionais sobre possíveis medidas de alívio da dívida. Deste modo, não foi decidida a libertação de tranches do atual programa de assistência, considerados essenciais para que o país consiga cumprir com os pagamentos de cerca de 8 mil M€ a efetuar em julho. Espera-se a conclusão das negociações na próxima reunião do Eurogrupo a 15/junho.

6 Em maio de 2017, o BCE comprou no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP) 51,5 mil M€ de títulos de dívida pública.

Durante o mês de maio, 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 maio situou-se em 504 M€, abaixo da média mensal de 1023 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 27 647 M€, situando-se a maturidade média desses títulos em 8,95 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 maio
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

7 Nos mercados obrigacionistas da área do euro observaram-se descidas generalizadas das taxas de rendibilidade, sendo de destacar o mercado português (Tabela 1 e Tabela 2). Num contexto de otimismo nos mercados financeiros internacionais, o mercado obrigacionista português beneficiou da divulgação dos dados do PIB do 1.º trimestre acima do esperado e a expectativa ao longo do mês que se veio a concretizar do anúncio por parte da Comissão Europeia sobre a saída do Procedimento por Défice Excessivo. Caso esta proposta da CE seja aprovada pelo Conselho da UE, Portugal

passará do braço corretivo para o braço preventivo do Pacto de Estabilidade, onde estará sujeito às regras do Tratado Orçamental. A Comissão alertou ainda para o facto de persistirem alguns desequilíbrios macroeconómicos excessivos, tendo recomendado a continuação da implementação de reformas estruturais, o reforço do setor financeiro e a melhoria do mercado de trabalho.

8 Adicionalmente, a Moody's, no relatório anual sobre Portugal, avaliou positivamente a evolução da economia portuguesa. Na sua avaliação, a agência de rating espera um aumento do crescimento do PIB para 1,7%, em 2017, e uma moderação para 1,4%, em 2018. No entanto, as perspetivas económicas de longo prazo mantêm-se condicionadas pela manutenção de elevados níveis de dívida pública e de endividamento do setor privado, em conjunto com a vulnerabilidade do setor bancário. Neste contexto, verificou-se uma descida dos yields ao longo da curva de rendimentos (Gráfico 3 e Gráfico 4).

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	28/abr/17	31/mai/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	3,5	3,0	-0,5	-0,7
Itália	1,9	1,6	1,3	1,2	1,8	2,3	2,2	-0,1	0,4
Espanha	1,6	1,8	1,2	0,9	1,4	1,6	1,5	-0,1	0,2
Irlanda	1,2	1,1	0,5	0,3	0,7	0,8	0,8	-0,1	0,0
França	0,8	1,0	0,2	0,2	0,7	0,8	0,7	-0,1	0,0
Bélgica	0,8	1,0	0,2	0,1	0,5	0,8	0,7	-0,1	0,1
Alemanha	0,5	0,6	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,0	0,1

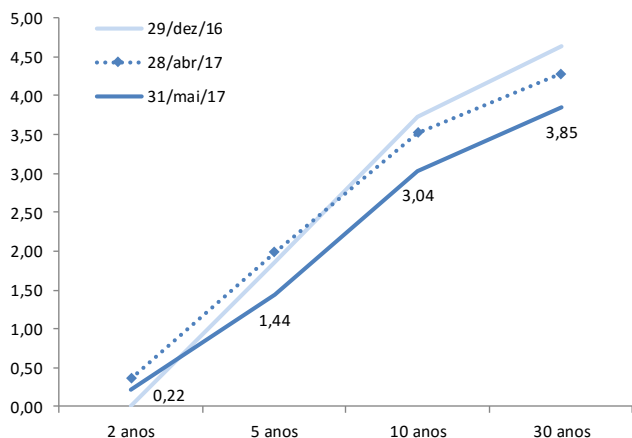
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

	30/dez/14	30/dez/15	30/jun/16	30/set/16	30/dez/16	28/abr/17	31/mai/17	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	212	188	312	343	354	321	273	-47	-81
Irlanda	70	52	64	44	54	52	46	-6	-8
França	28	36	31	31	48	52	43	-9	-5
Bélgica	28	34	36	25	32	46	35	-11	3
Itália	134	97	139	131	161	196	189	-7	28
Espanha	106	114	129	100	118	132	124	-8	6

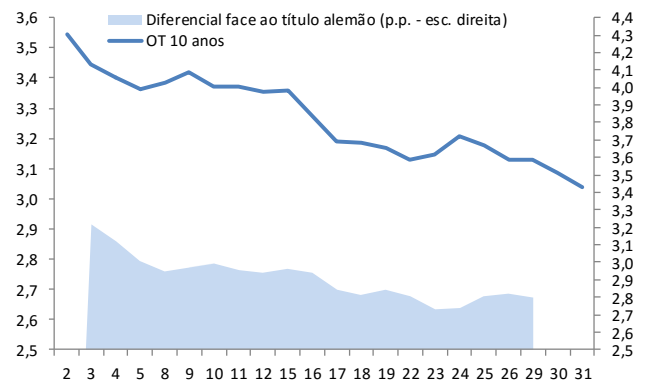
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

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 maio da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



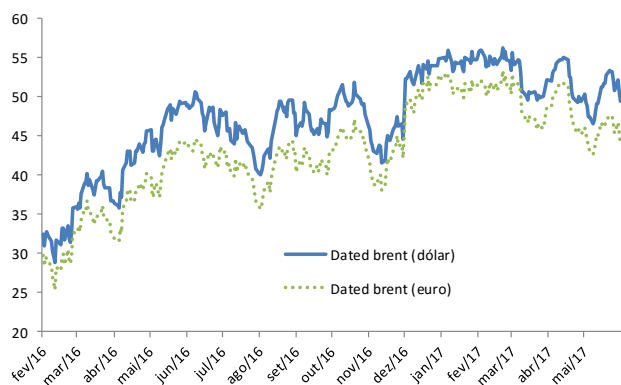
Fonte: IGCP

9 Em Portugal, foram emitidos títulos obrigacionistas no montante máximo previsto (1250 M€) nos prazos 5 e 10 anos e bilhetes do Tesouro a 6 e 12 meses. A taxa de rendibilidade média do leilão desceu em ambos os prazos face à última emissão comparável. No prazo a 5 anos a taxa de juro situou-se em 1,828%, o que compara com 2,174% da emissão anterior e, no prazo a 10 anos em 3,386%, que compara com 3,95%. Os bilhetes do Tesouro permitiram a colocação de 1500 M€, com os custos médios de financiamento a descerem para -0,21% (face a -0,158%, em março) e -0,153% (face a -0,135%, em abril), nos prazos de 6 e 12 meses respetivamente.

10 No mercado acionista português observou-se uma subida superior à dos índices europeus, tendo o setor financeiro contribuído para esta valorização. Em particular, destacaram-se as ações do BCP, beneficiando da divulgação dos lucros do banco que aumentaram, no 1.º trimestre 7,4% face ao período homólogo, acima do esperado. O banco conduziu uma emissão de 1 mil M€ de obrigações hipotecárias a 5 anos, numa operação que foi considerada bem-sucedida, na medida em que a procura foi de cerca de 1,8 mil M€. O yield foi fixado em 0,876%, que compara com o yield da OT a 5 anos de 1,6%. A emissão foi colocada maioritariamente junto de gestores de ativos (45%), sendo a maioria dos investidores portugueses (36%) e da Alemanha e Áustria (25%).

11 O preço do petróleo desceu entre o final de abril e o final de maio, 2,7% em euros e 0,1% em dólares (Gráfico 5). O preço do petróleo voltou a reduzir-se, tendo atingindo os níveis mais baixos desde a assinatura do acordo da OPEP para reduzir a oferta (em nov./16). Para este movimento do preço do petróleo contribuiu o aprofundar dos receios de que o aumento da produção nos EUA contrabalance os cortes implementados pelos países da OPEP e a Rússia. No mesmo sentido contribuíram as notícias que apontam para que a Líbia (isenta dos cortes na produção definidos pela OPEP) esteja a produzir ao ritmo mais elevado desde out/14. No final do mês verificou-se uma subida dos preços do petróleo, num contexto em que os países produtores concordam com o prolongamento do acordo da redução de oferta por 9 meses, até março/2018.

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



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

12 Verificou-se até abril um aumento das necessidades líquidas de financiamento do Estado.

As necessidades líquidas de financiamento do Estado no 1.º quadrimestre atingiram 5,8 mil M€, o que representa um acréscimo de 1,5 mil M€ face ao período homólogo (Tabela 3). Para esta evolução contribuiu, sobretudo, a injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos efetuada em março no valor de 2,5 mil M€ no âmbito do plano de recapitalização. A receita de ativos financeiros no primeiro trimestre, num montante de 811 M€, é justificada, em grande medida, pelo reembolso ao Estado da última franche das obrigações de capital contingente por parte do BCP (CoCos) no valor de 700 M€ e pelas amortizações de empréstimos a médio e longo prazo, distribuídos principalmente pela administração local (54,7 M€) e pela administração regional (38,1 M€). Por último, o défice do subsector Estado fixou-se em 3,3 mil M€ até abril, valor superior ao observado no período homólogo em 400 M€.

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

	Jan-Abr		Exec. 2016	2017 (p)
	2016	2017		
Necessidades líquidas de financiamento	3530	5803	8325	13482
Défice orçamental (sub-setor Estado)	2888	3280	6157	6639
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	693	3333	3112	8065
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	:	53	1104	2677
<i>Dotações de Capital</i>	:	3275	1943	5277
<i>Outros</i>	:	5	65	111
<i>Receita com ativos financeiros</i>	51	811	934	1222
Despesa líquida com ativos financeiros	642	2523	2169	6843

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

13 Registou-se um aumento mensal significativo da dívida direta do Estado em abril.

No final de abril a dívida direta do Estado atingiu 244 mil M€, o que representa um aumento de 4 mil M€ face a março (1,7%) e 13,7 mil M€ em termos homólogos (6,0%) (Tabela 4).¹ O acréscimo mensal tem subjacente o aumento de dívida de médio e longo prazo como resultado da emissão das OT a 5 e a 8 anos no valor de 1,3 mil M€ e da emissão da OTRV em mil M€. Também se verificou um aumento do saldo de BT em 1,3 mil M€ (leilões a 3 e a 11 meses). Adicionalmente, o saldo de Certificados do Tesouro e de Aforro aumentou 210 M€. Por último, as

contrapartes das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros subiram 92 M€.²

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

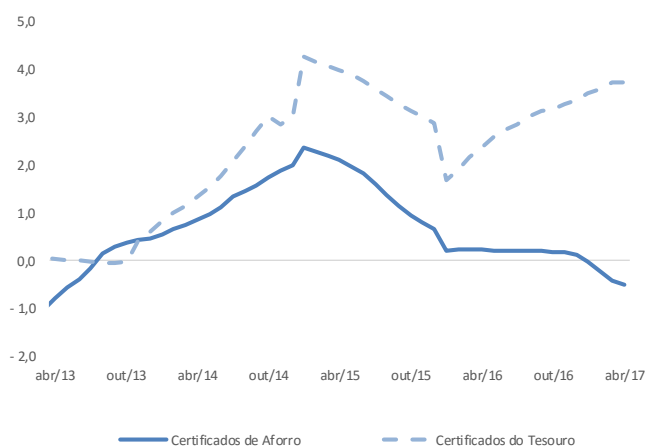
	abr/16	mar/17	abr/17	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	135 484	145 776	149 592	2,6	10,4	61,3	3 816	14 108
Curto prazo	20 404	21 158	22 716	7,4	11,3	9,3	1 558	2 312
Médio e longo prazo	115 080	124 618	126 876	1,8	10,2	52,0	2 258	11 796
Não titulada	24 786	28 060	28 411	1,3	14,6	11,6	351	3 626
Cert. Aforro	12 891	12 467	12 384	-0,7	-3,9	5,1	-82	-506
Cert. do Tesouro	9 099	12 530	12 831	2,4	41,0	5,3	301	3 732
Outra	2 796	3 064	3 196	4,3	14,3	1,3	132	400
Assist. Financeira	69 999	66 187	66 017	-0,3	-5,7	27,1	-170	-3 982
Total	230 269	240 023	244 020	1,7	6,0	100,0	3 997	13 752
Por memória:								
Transaccionável	129 935	139 653	143 198	2,5	10,2	58,7	3 544	13 262
Não Transaccionável	100 333	100 370	100 823	0,5	0,5	41,3	453	489
Euro	207 709	221 162	225 422	1,9	8,5	92,4	4 260	17 713
Não euro	22 560	18 861	18 598	-1,4	-17,6	7,6	-263	-3 961
Contas margem	1 674	1 827	1 918	:	:	:	92	244

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.

14 O mês de abril foi o quarto consecutivo de queda homóloga do stock de Certificados de Aforro.

O stock de Certificados de Aforro atingiu 12,4 mil M€ em abril, i.e., um decréscimo homólogo de -3,9% (506M€) (Gráfico 6), o que representa o quarto mês consecutivo de queda. Adicionalmente, em termos mensais, registou-se o sexto mês de redução sucessiva. Por outro lado, o stock de Certificados do Tesouro fixou-se em 12,8 mil M€, um aumento de 2,4% em termos mensais e de 41,0% em termos homólogos.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

15 O acréscimo da despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado no primeiro quadrimestre de 2017 foi superior ao previsto para o ano como um todo.

A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado atingiu 2659 M€ no primeiro trimestre, o que representa um aumento de 3,9% face ao período homólogo, sendo que a previsão para o ano como um todo é a de um aumento de 2,3% (Tabela 5). Merece destaque o pagamento dos juros referentes às OT no valor de 1841 M€, um aumento mensal significativo (1012 M€ no 1.º trimestre) devido ao pagamento dos juros relativos às OT com maturidade em abril de 2021, abril de 2027 e abril de 2037, e, os 459 M€ relativos ao empréstimo do PAEF. A despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro diminuiu (-12,3%) para um total de 270 M€. Os juros pagos referentes a Bilhetes do Tesouro e a outros instrumentos de dívida, nomeadamente Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável foram pouco significativos.

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 A dívida após coberturas cambiais ascendeu a 242,1 mil M€.

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

	Execução		Tvh (%)	2016	Objectivo OE-2017	Tvh (%) OE/2017	Grau de Execução (%)
	2016	2017					
Juros da dívida pública	2 536	2 618	3,2	7 282	7 453	2,4	35,1
Bilhetes do Tesouro	6	1	-74,5	9	9	-4,9	16,3
Obrigações do Tesouro	1 763	1 841	4,4	4 544	4 793	5,5	38,4
Empréstimos PAEF	467	459	-1,7	1 846	1 806	-2,1	25,4
Certif. de Aforro e do Tesouro	308	270	-12,3	792	680	-14,1	39,7
CEDIC / CEDIM	10	4	-64,6	24	14	-42,5	25,0
Outros	-17	43	-348,9	67	151	124,6	28,8
Comissões	27	39	45,9	99	80	-18,9	49,3
Empréstimos PAEF	6	11	-	16	2	-87,4	550,0
Outros	21	28	34,6	83	78	-5,7	36,4
Juros e outros encargos pagos	2 563	2 658	3,7	7 380	7 533	2,1	35,3
Tvh (%)		3,7		3,9	2,0		
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-3	2	-149	-4	-9		
Juros e outros encargos líquidos	2 560	2 659	3,9	7 376	7 546	2,3	35,2
Tvh (%)		3,9					

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

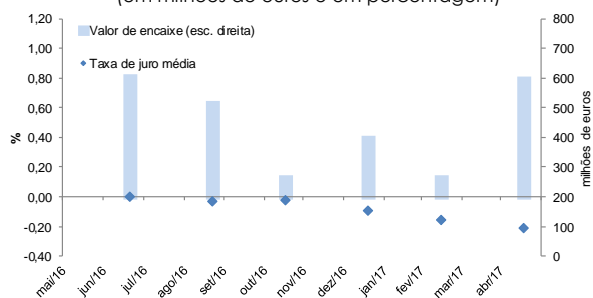
16 Já em maio, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 6 e a 12 meses e OT a 5 e a 10 anos. No dia 17 de maio, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro, no valor de 583 M€ com maturidade a 6 meses, cuja procura superou os 1 115 M€, a uma taxa média de -0,21%, e o segundo, a 12 meses no valor de 1 267 M€, cuja procura se situou nos 1,6 mil M€, a uma taxa de -0,153%. De referir que em ambos os casos a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 6, Gráfico 7 e Gráfico 8). Adicionalmente realizaram-se duas emissões de OT no dia 10 de maio, uma com maturidade em 2022, a uma taxa de 1,828%, no valor de 695 M€ e outra com maturidade em 2027 a uma taxa de 3,386%, no montante de 732 M€.

Tabela 6 – Emissão de Bilhetes do Tesouro e Obrigações de Tesouro em abril

Instrumento	Bilhetes do Tesouro		OT	
	nov/17	mai/18	out/22	abr/27
Data da Transacção	17/mar	17/mar	10/mar	10/mar
Prazo	6 meses	12 meses	5 anos	10 anos
Montante Colocado (M€)	583	1 267	695	732
Montante de Procura (M€)	1 115	1 620	1 253	1 216
Taxa média (%)	-0,210	-0,153	1,828	3,386
Por memória: emissão equivalente com maturidade	mar/17	mar/17	abr/17	jan/16
equivalente (taxa média, %)	-0,158	-0,112	2,174	2,973

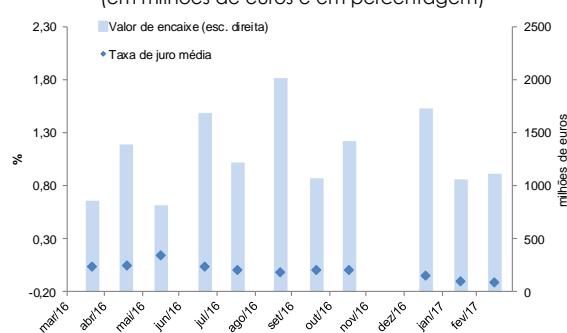
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

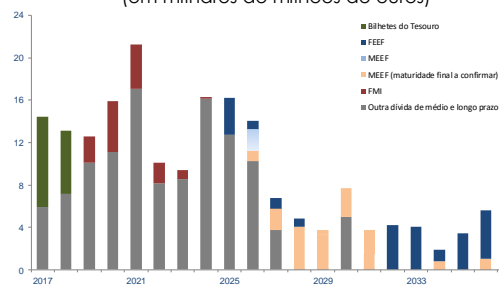
Gráfico 8 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

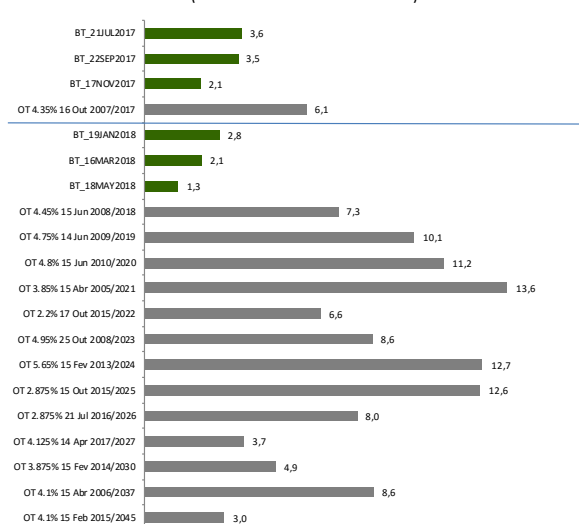
17 Durante o ano de 2017 foram efetuadas recompras de OT no valor de 1,4 mil M€. Ao longo de 2017 foram efetuadas recompras de OT com maturidade a outubro de 2017, no valor de 360 M€, e com maturidade em junho de 2018 no montante de 1050 M€. Ainda relativamente a 2017, encontra-se previsto a amortização da OT com maturidade em outubro no valor de 5,9 mil M€. Por último, de referir que salvo novas emissões encontra-se projetado a amortização de 8,6 mil M€ em BT (em valor nominal, incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública) em julho, setembro e novembro (Gráfico 9 e Gráfico 10).

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

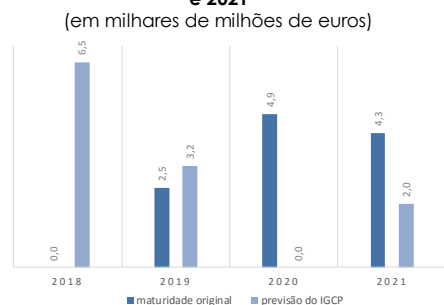


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os dados estão ordenados por ordem crescente de maturidade.

18 Encontra-se previsto a amortização do empréstimo do FMI durante 2018 e 2021 no valor de 11,6 mil M€. Tendo em consideração as maturidades originais dos empréstimos do FMI no âmbito do PAEF, encontram-se previsto amortizações de

2,5 mil M€ em 2019, 4,9 mil M€ em 2020 e de 4,3 mil M€ em 2021, totalizando 11,6 mil M€ em cinco anos (Gráfico 11). No entanto, para este mesmo período, o IGCP, de acordo com a apresentação aos investidores de junho, projeta o reembolso de 6,5 mil M€ em 2018, 3,2 mil M€ em 2019 e 2 mil M€ em 2021. Com efeito, o Governo português pediu a 23 de maio uma autorização junto do Ecofin para reembolsar de forma antecipada o FMI em 10 mil M€. Segundo o governo o reembolso antecipado do empréstimo do FMI tem duas finalidades. Por um lado, visa a redução do custo com juros e por outro, alisar o perfil da dívida e da amortização da dívida ao longo dos próximos anos.

Gráfico 11 – Perfil de amortização do empréstimo do FMI durante 2018 e 2021



Fonte: IGCP.

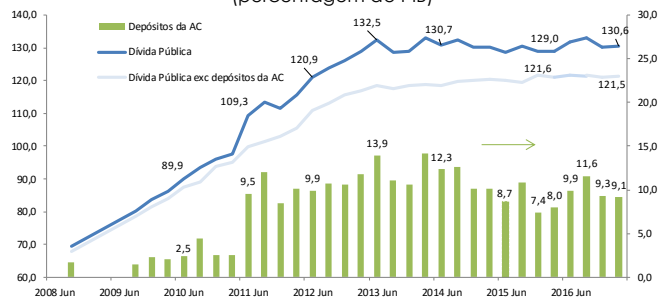
Dívida pública na ótica de Maastricht

19 Em termos nominais, a dívida pública na ótica de Maastricht, aumentou em abril. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de *Maastricht* no final de abril ascendeu a 247,4 mil M€, valor superior ao registado no final do 1.º trimestre (243,5 mil M€). Em termos homólogos o aumento foi de 11,5 mil M€. Relativamente à dívida líquida de depósitos da administração central observou-se um aumento de 1,1 mil M€ em termos mensais fixando-se em 227,6 mil M€.

20 Segundo o Banco Portugal a dívida pública em percentagem do PIB no final do primeiro trimestre de 2017 foi de 130,6%. De acordo com o Banco de Portugal, a dívida pública no final do 1.º trimestre ascendeu a 243,5 mil M€, o que representa 130,6% do PIB, sendo este um valor ainda provisório. Nesse sentido, observou-se um aumento face ao final de 2016 (130,4%), sendo este valor superior ao previsto para o final do ano pelo Ministério das Finanças (127,9% do PIB) no âmbito do PE/2017-21. Por outro lado, a dívida pública excluindo os depósitos da administração central terá atingido 121,5% do PIB no final do 1.º trimestre, um acréscimo de 0,4 p.p. face ao final de 2016, fixando os depósitos da administração central em 9,1% do PIB. Por último, refira-se que o valor projetado pelo Banco de Portugal encontra-se dentro do intervalo de projecção efetuado pela UTAO referente à dívida pública do 1.º trimestre de 2017.

³ Para a maior consolidação entre setores poderá ter contribuído uma possível aquisição líquida de títulos de dívida pública portuguesa por parte do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) tal como se encontra previsto,

Gráfico 12 – Dívida pública (percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

21 As diversas instituições nacionais e internacionais projetam para 2017 uma redução da dívida pública em percentagem do PIB. Em 2016, a dívida pública em percentagem do PIB fixou-se em 130,4% (Tabela 7). No que se refere a 2017, as diversas previsões, quer do Ministério das Finanças, FMI e Comissão Europeia, apontam para uma redução do rácio da dívida no PIB, nomeadamente: a Comissão Europeia prevê 128,5%, o FMI 128,6% e o Ministério das Finanças 127,9% do PIB.

Tabela 7 – Previsões para a dívida pública (em percentagem do PIB)

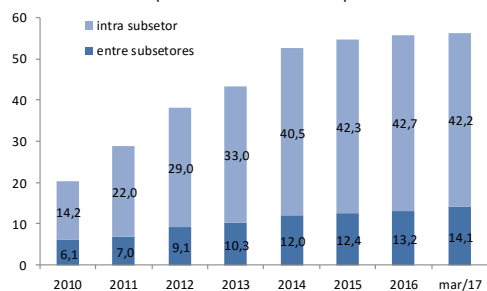
	2016	2017	2018
FMI	130,3	128,6	127,1
Comissão Europeia	130,4	128,5	126,2
OCDE	130,4	128,6	126,5
Ministério das Finanças	130,4	127,9	124,2

Fontes: FMI (Fiscal Monitor abril 2017), Comissão Europeia (Spring 2017 European Forecast, maio de 2017, OCDE (Portugal – Economic forecast June 2017) e PE/2017-21.

Verificou-se no 1.º trimestre um aumento dos elementos de consolidação da dívida das administrações públicas. A dívida pública das Administrações Públicas não consolidada atingiu 163% do PIB no 1.º trimestre de 2017 (304,5 mil M€), um aumento face ao verificado no final de 2016 (162,7% do PIB). No entanto, a dívida consolidada das administrações públicas (dívida pública de *Maastricht*) atingiu 130,6% (243,5 mil M€). A diferença entre ambas decorre da consolidação da dívida das administrações públicas, i.e., excluem-se os ativos das administrações públicas em passivos emitidos pelas próprias administrações públicas como por exemplo os empréstimos e injeções de capital efetuados pelo Tesouro a empresas públicas dentro do perímetro, bem como a dívida pública nacional adquirida pelo FEFSS.³ Adicionalmente, e contrariamente à dívida das AP, a dívida de *Maastricht* exclui os créditos comerciais. Relativamente à consolidação *intra-setores* (administração central, administração local e regional, segurança social e empresas públicas incluídas nas administrações pública), esta tem permanecido constante durante os últimos anos atingindo no 1.º trimestre de 2017 um valor de 42,2 mil M€ no 1.º trimestre de 2017. Por outro lado, a consolidação *entre-subsetores* tem vindo a aumentar tendo atingido 14,1 mil M€ no final de março de 2017 (13,2 mil M€ em dezembro de 2016 e 12,4 mil M€) devido, em parte, ao aumento de dívida nacional na carteira do FEFSS (Gráfico 13).

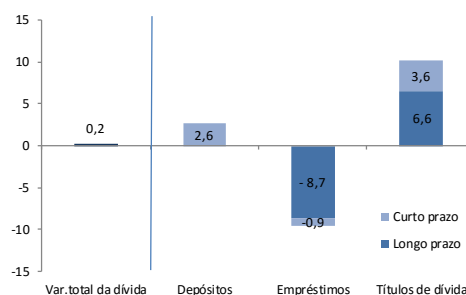
mantendo a tendência verificada durante o ano de 2015. Adicionalmente, e contrariamente à dívida das AP, a dívida de *Maastricht* exclui os créditos comerciais.

Gráfico 13 – Elementos de consolidação da Dívida pública
(mil milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

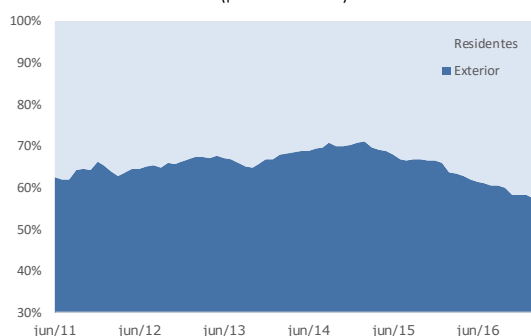
Gráfico 14 – Dívida pública por instrumento e maturidade – variação entre março de 2017 e março de 2015
(pontos percentuais do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

22 Por instrumento, o peso dos títulos de dívida pública no total da dívida pública aumentou significativamente. Em março de 2017, o peso dos títulos de dívida no total da dívida pública ascendeu a 56,2%, o que representa um aumento face ao registado no primeiro trimestre de 2015 (50,8%). Ao mesmo tempo o peso dos empréstimos do total da dívida diminuiu de 41,7% em março de 2015 para 34,3% no final do primeiro trimestre de 2017. O peso dos depósitos aumentou de 7,5% para 9,5%, em resultado do acréscimo do stock de certificados de aforro e do tesouro em 5,7 mil M€. Para esta evolução contribuíram sobretudo os reembolsos antecipados do empréstimo do FMI (8,3 mil M€ durante o período em causa) e a emissão líquida de Obrigações do Tesouro (14,1 mil M€), bem como de Obrigações de Tesouro de Rendimento Variável no valor de 4,5 mil M€. Adicionalmente, registou-se um acréscimo pouco significativo de Bilhetes de Tesouro (605M€) (Gráfico 14). Como consequência, sobretudo, do reembolso do empréstimo do FMI e do aumento do stock de certificados de aforro e do tesouro o peso dos não residentes enquanto financiadores da dívida pública tem vindo a diminuir, designadamente caiu de 71% em janeiro de 2015 para 56,8% em março de 2017 (Gráfico 15).

Gráfico 15 – Dívida pública por financiador
(peso no total)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Caixa 1 – Tesouraria Central do Estado

Nesta caixa apresenta-se uma análise à evolução da Tesouraria Central do Estado até ao final de 2016, dando-se particular destaque aos depósitos efetuados junto do Banco de Portugal (BdP), bem como dos fundos aplicados nas instituições de crédito (IdC).

1. Introdução

O Decreto-Lei n.º 273/2007 de 30 de junho concretizou a reforma da gestão da tesouraria, integrando no IGCP a gestão da totalidade da tesouraria central do Estado e da dívida pública, implementando-se uma gestão integrada dos ativos e passivos financeiros do Estado, com vista a um aumento de ganhos de eficiência. Com esta reforma, os saldos de tesouraria passaram a ser utilizados para compensar parcialmente os saldos da dívida, diminuindo a dívida em circulação e os consequentes encargos financeiros para o Estado.

Este modelo guia-se por um conjunto de **4 princípios gerais** considerados fundamentais para a **gestão da tesouraria do Estado**, designadamente os explicitados no artigo 2.º do referido Decreto-Lei:

- O princípio da unidade e do equilíbrio da tesouraria;
 - O princípio da gestão integrada dos ativos e passivos financeiros do Estado;
 - O princípio da minimização do financiamento externo do Estado;
- e,
- O princípio da redução dos saldos de tesouraria para níveis de segurança mínimos, tecnicamente aceitáveis.

2. Descrição das disponibilidades e aplicações do Estado

As disponibilidades e aplicações da Tesouraria Central do Estado incluem, entre outros, os depósitos junto do Banco de Portugal, as aplicações junto das instituições financeiras enquanto depósitos à ordem ou a prazo, os depósitos efetuados no estrangeiro, as contas recebedoras do IGCP – DUC (documento único de cobrança) e a tesouraria da Autoridade Aduaneira e da Autoridade Tributária ("Caixas").⁴

Nos últimos anos, a evolução das disponibilidades e aplicações da Tesouraria Central do Estado foi, em muito, determinada pelo Programa de Auxílio Económico e Financeiro (PAEF). Pode dividir-se o comportamento da Tesouraria Central do Estado em dois períodos: o antes e o depois do PAEF. Antes do PAEF os valores médios na tesouraria foram inferiores a 3 mil M€ (em março de 2011 atingiram 1,4 mil M€). Após o PAEF as disponibilidades e aplicações do Estado passaram a ser em média, superiores a 13 mil M€ (Tabela 1 e Gráfico 1). Em 2015, registou-se uma forte queda nas disponibilidades e aplicações do Estado no valor aproximado de 4,9 mil M€. A redução em 2015 resultou, sobretudo, do facto de parte do aumento extraordinário do défice orçamental por via da resolução do Banif ter sido financiada através do uso de depósitos do Estado.

Consideram-se como depósitos do Estado as disponibilidades e aplicações excluindo as contas margem, i.e., os montantes ou outras garantias que as contrapartes devem depositar à ordem de uma instituição financeira para fazer face a perdas potenciais e os montantes detidos nas contas recebedoras da autoridade tributária ("Caixas") e do IGCP que ainda não se encontram ao total dispor do IGCP. No caso específico do IGCP, a existência de contas margem insere-se nos swaps efetuados entre contrapartes financeiras e o IGCP. Essas garantias podem ser constituídas sob a forma de títulos de dívida ou dinheiro. No entanto, após o pedido de auxílio económico e financeiro, as contrapartes deixaram de utilizar títulos de dívida pública enquanto garantia devido ao *rating* dos mesmos e o seu significado em termos de possibilidade de incumprimento, passando a ser efetuadas em dinheiro. Para o IGCP, as garantias recebidas referentes às perdas potenciais das contrapartes são consideradas um passivo. Note-se que como resultado da depreciação do euro o IGCP apresenta ganhos nos swaps cambiais, pelo que, no final dos contratos, mantendo-se este ganho, os depósitos das contrapartes serão desfeitos.

Tabela 8 - Disponibilidades e aplicações do Estado, por tipo
(posições em final de período, em milhões de euros)

	2010	2011	...	2015	mar/16	2016	mar/17
1. Depósitos no Banco de Portugal	1	4 743		5 593	7 917	11 845	11 922
2. Aplicações financeiras	1 884	7 567		3 125	1 632	526	207
3. Depósitos no estrangeiro	13	6		5	5	4	4
4. Caixas	602	532		154	374	467	377
5. Outros	138	100		114	93	124	109
6. Disponibilidades e aplicações (1)+(2)+(3)+(4)+(5)	2 638	12 949		8 991	10 021	12 967	12 619
7. Conta margem	-	643		2 106	1 518	2 108	1 827
8. Depósitos (6)-(4)-(5)-(7)	1 898	11 674		6 617	8 036	10 859	10 792

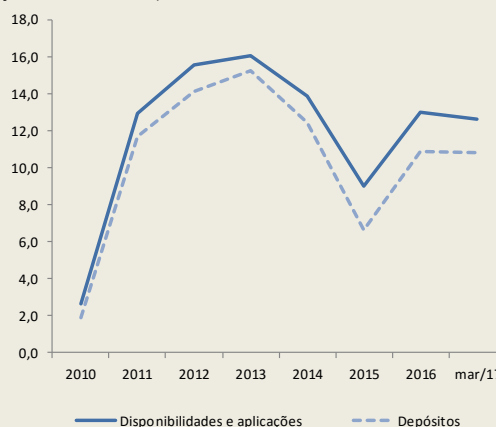
Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: As "contas de margem" são montantes que as contrapartes depositam junto do IGCP para fazer face a perdas potenciais.

O PAEF garantiu a entrada de 76,5 mil M€ (em valor desembolsado) através de empréstimos do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF/EFSM), do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF/EFSSF) e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Parte desses

fundos foi depositado em contas do IGCP junto do Banco de Portugal, subdividindo-se em: (i) a conta EFSM; (ii) a conta EFSF; (iii) a facilidade de suporte aos bancos (linha de 12 mil M€ destinados ao mecanismo de apoio público à solvabilidade de bancos viáveis).⁵

Com o fim do PAEF (em maio de 2014), a gestão de liquidez de curto prazo por parte do IGCP foi alterada. Designadamente, os rendimentos obtidos com a emissão de Obrigações do Tesouro, bem como os 2,5 mil M€ que constavam na conta de facilidade de suporte de liquidez (cuja finalidade era a recapitalização do setor financeiro) aos quais foi dada a permissão formal de uso para outros fins, passaram a ser depositados numa conta única junto do Banco de Portugal.

Gráfico 16 - Disponibilidades e Aplicações do Estado: valores totais
(posições em final de período, em milhares de milhões de euros)



Fontes: Ministério das Finanças e Cálculos da UTAO.

3. Evolução dos depósitos do Estado e situação no final do 1.º trimestre de 2017

No que se refere às aplicações financeiras que o Tesouro tem junto das instituições de crédito, estas têm vindo a diminuir desde 2012, onde atingiram 9,8 mil M€. Por outro lado, no final de 2015 fixaram-se em 3,1 mil M€ tendo diminuído para 207 M€ no final do 1.º trimestre de 2017. Com efeito, verificou-se uma redução significativa dos depósitos a prazo nas instituições de crédito do país no 1.º trimestre de 2017 (de 526M€ no final de 2016 para 207 M€ no 1.º trimestre de 2017) devido à anulação das operações contratadas ao abrigo de *Global Master Repurchase Agreements (GMRA)*, no âmbito das quais estão previstos mecanismos de reforço dos colaterais associados a estas transações em função da evolução do respetivo valor de mercado determinado de acordo com as especificações acordadas entre as contrapartes, e usualmente concretizadas através da constituição de depósitos de caução. (Gráfico 16, Gráfico 17 e Tabela 8). Esta evolução resultou, em parte, no uso mais intenso da conta de depósitos junto do Banco de Portugal enquanto conta corrente do Estado.

Com efeito, o saldo da conta de depósitos no Banco de Portugal cresceu substancialmente nos últimos anos, passando de 4,7 mil M€ no final de 2011 para 11,9milM€ no 1.º trimestre de 2017 (Gráfico 16, Gráfico 17 e Tabela 8), o que representa um aumento em termos homólogos de 7,9milM€ e de 77M€ face ao verificado no final de 2016.

A Tesouraria Central do Estado contempla ainda, montantes que não estando depositados em contas do IGCP, encontram-se temporariamente em contas ("Caixas") de diversas instituições nomeadamente, na tesouraria da Autoridade Alfandegária, na

⁴ A tesouraria do IGCP criou uma rede de cobranças própria sustentada pelo Documento Único – DUC, enquanto documento desmaterializado e por um sistema informático de controlo diário das cobranças, depósitos e fundos entrados na Tesouraria do Estado, o Sistema de Cobranças do Estado – SCE, com ligação direta aos sistemas próprios das entidades administradoras da receita. Com efeito, o uso do DUC permite a cobrança das receitas de qualquer entidade através da Rede

de Cobranças do Estado, designadamente: Multibanco, Instituições de Crédito, Serviços Locais de Cobrança dos Impostos e das Alfândegas, CTT, entre outros.

⁵ De salientar o uso da linha de facilidade de suporte aos bancos para recapitalização do BCP, BPI, CGD e BANIF através de CoCos (5,8 mil M€) e para fazer face ao empréstimo de 3,9 mil M€ ao Fundo de Resolução no âmbito do Novo Banco, totalizando 9,7 mil M€.

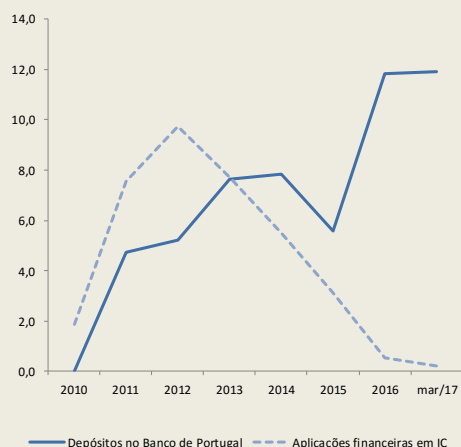
tesouraria dos Serviços Locais de Finanças e em outras contas recebedoras de pagamentos (CTT, SIBS, IRN).⁶

Em termos anuais, o valor devido na tesouraria da Autoridade Alfandegária e da Autoridade Tributária no final de cada ano tem vindo a apresentar uma tendência de diminuição situando-se em 374 M€ no final do 1.º trimestre de 2016 devido ao aumento da eficiência da unidade de tesouraria do Estado. No final do 1.º trimestre de 2017 este valor ascendia a 377 M€.

Em termos globais, assistiu-se no 1.º trimestre de 2017 a uma estabilização das disponibilidades e aplicações face ao final de 2016 (de 12 967 M€ para 12 619 M€) e a um acréscimo em termos homólogos (10 021 M€ no final do 1.º trimestre de 2016). Por seu turno, assistiu-se à manutenção da tendência de acréscimo dos depósitos no Banco de Portugal (7,9 mil M€ em março de 2016, 11,8 mil M€ no final de 2016 e 11,9 mil M€ no final do 1.º trimestre de 2017) e de diminuição das aplicações financeiras em instituições de crédito (de 1 632 M€ em março de 2016, 526 M€ no final de 2016 e 207 M€ no final de março de 2017).

Por outro lado, apesar da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos efetuada no início de 2017 e do reembolso antecipado do empréstimo do FMI em 1,7 mil M€, a emissão líquida de OT no valor de 4,2 mil M€ e de certificados de aforro e do Tesouro de 800 M€ permitiu a estabilização das disponibilidades e aplicações durante o 1.º trimestre de 2017.

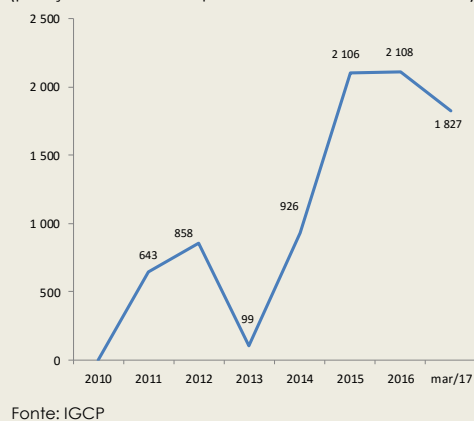
Gráfico 17 - Disponibilidades e Aplicações do Estado: subdivisão entre aplicações em Instituições de Crédito e Depósitos no Banco de Portugal
(posições em final de período, em milhares de milhões de euros)



Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

No que se refere às contas margem, estas aumentaram significativamente desde finais de 2013, para um valor em torno de 2100 M€ em 2015. No entanto, registou-se um decréscimo de 2108 M€ no final de 2016 para 1827 M€ no final de março de 2017 (Gráfico 18).

Gráfico 18 - Contas Margem
(posição em final de período, em milhões de euros)



Fonte: IGCP

Relativamente aos depósitos do Estado, estes fixaram-se em 10,8 mil M€ no final do 1.º trimestre de 2017 (Tabela 8 e Gráfico 16), registando-se um aumento em termos homólogos (8 mil M€ em março de 2016). Por outro lado, os depósitos do Estado estabilizaram face ao final de 2016 (10,9 mil M€).

⁶ O montante devido nas caixas irá ser posteriormente depositado na conta do IGCP junto do Banco de Portugal.