

1. Condições de mercado

1 Durante o mês de julho verificaram-se ganhos nos principais índices bolsistas internacionais e uma ligeira recuperação do euro face ao dólar norte-americano, mantendo-se a política monetária inalterada na área do euro e nos Estados Unidos. Os principais índices bolsistas na área do euro, nos Estados Unidos, no Reino Unido e no Japão, registaram uma subida generalizada, nomeadamente o *Eurostoxx50* (3,4%), *S&P500* (3,6%) e *Dow Jones Industrial* (4,7%), *Footsie100* (1,5%) e *Nikkei* (0,9%). Não obstante os riscos acrescidos ligados às tensões comerciais e ao aumento do protecionismo, as bolsas internacionais beneficiaram da divulgação de resultados da maioria das empresas cotadas e dos acordos comerciais alcançados entre a Comissão Europeia e os EUA. Na zona euro, de acordo com os dados revelados pelo Eurostat, o crescimento económico do 2.º trimestre foi de 0,3% em cadeia e 2,1% em termos homólogos, o que constitui um abrandamento face ao trimestre anterior (com um crescimento de 0,4% em cadeia e 2,5% em termos homólogos) e encontra-se em linha com a revisão em baixa das previsões para o crescimento económico no biénio 2018-2019 divulgadas pelo FMI e pela Comissão Europeia.

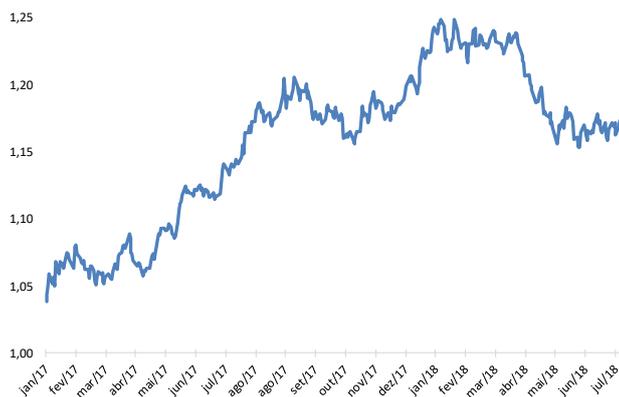
2 Na área do euro, o BCE manteve a política monetária inalterada e Mario Draghi salientou a necessidade de manter uma política monetária acomodatória para estimular a inflação subjacente. Na sua reunião mensal de 26 de julho, o Conselho do BCE não alterou a política monetária para a área do euro, mantendo as taxas de juro inalteradas, bem como as decisões anunciadas no mês anterior respeitantes às medidas de política monetária não convencionais. O montante de compras líquidas mensais no âmbito do programa de compra alargado de ativos (*the expanded asset purchase programme, APP*) deverá diminuir gradualmente a partir do final de setembro e deverá terminar no final de 2018. No seu comunicado, o Conselho considerou os riscos em torno das perspetivas de crescimento para a área do euro globalmente equilibrados, embora mereçam relevo as incertezas relacionadas com os fatores globais, designadamente o protecionismo e a volatilidade acrescida dos mercados financeiros. Refere, ainda, que apesar do aumento da inflação homóloga medida pelo IHPC para 2,0% em junho, impulsionada pelo preço dos produtos energéticos e bens alimentares não processados, esta deverá manter-se em níveis próximos do atual durante o resto do ano. No entanto, a inflação subjacente (excluindo a energia e os bens alimentares não transformados) permaneceu fraca, esperando-se a sua retoma até ao final do ano, apoiada pela recuperação económica, pelas medidas de política monetária e pelo aumento do crescimento dos salários. Com efeito, a estimativa rápida do Eurostat, divulgada a 31 de julho parece confirmar as previsões do BCE, uma vez que neste mês a inflação anual na zona euro deverá sofrer um novo agravamento, situando-se em 2,1%, constituindo a energia o componente com uma subida mais expressiva, estimando-se, no entanto, um aumento para 1,3% da inflação subjacente. Numa perspetiva global, o Presidente

sublinhou o compromisso do BCE com a manutenção das condições de liquidez favoráveis e de uma política monetária largamente acomodatória para fortalecer a tendência ascendente da inflação subjacente, em convergência com o objetivo de manter a inflação próxima, mas abaixo de 2%, no médio prazo.

3 Nos Estados Unidos, o Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) manteve inalteradas as taxas de juro diretoras e consequentemente a orientação acomodatória da política monetária, mas sinalizando a necessidade de equilibrar os objetivos do crescimento económico e pleno emprego com a estabilidade dos preços. Nas reuniões que tiveram lugar a 31 de julho e 1 de agosto o FOMC decidiu manter as taxas dos *fed funds* inalteradas no intervalo 1,75%–2,00%, apoiando a sua decisão na evolução positiva do mercado de trabalho e no crescimento robusto da economia americana, mantendo-se a inflação subjacente em níveis próximos dos 2%. Não obstante, o Presidente Jerome Powell salientou o vigor da economia americana, afirmando que futuras alterações da política monetária deverão considerar a necessidade de equilibrar os objetivos de pleno emprego e estabilidade dos preços, com o objetivo de manter a inflação de médio prazo em torno dos 2%.

4 O euro tem vindo a depreciar-se face ao dólar durante o ano de 2018, refletindo a política monetária divergente entre as duas zonas monetárias, mas recuperou terreno durante o mês de julho. No mercado cambial, o euro manteve a sua tendência de depreciação face ao dólar norte-americano, com uma queda de 2,1% desde o final de 2017. Contudo, no mês de julho recuperou 0,7%, pese embora tenha registado no dia 19 (1,1588 EUR/USD) um valor próximo do mínimo anual. Para esta evolução têm contribuído as políticas monetárias divergentes entre as duas zonas monetárias, que deverão aprofundar-se no último trimestre de 2018. Assim, enquanto na área do euro as taxas diretoras deverão manter-se inalteradas até ao final do terceiro trimestre de 2019, nos EUA esperam-se subidas adicionais até ao final do ano, expectativa suportada pelo crescimento da economia americana (o PIB aumentou 4,1% em termos homólogos no 2.º trimestre de 2018, de acordo com a primeira estimativa divulgada pelo Governo) e pelo aumento da inflação subjacente, que registou um crescimento homólogo de 2,4% no mês de julho, a que corresponde um aumento mensal de 0,2% p.p.. A subida mais rápida das diretoras, a par dos resultados económicos que apontam para um crescimento sustentado da economia americana, têm contribuído para atrair os investidores, refletindo-se positivamente na rentabilidade das emissões de dívida pública norte-americanas e contribuindo para a apreciação do dólar (Gráfico 1). Relativamente à generalidade das restantes moedas, verificou-se uma apreciação do euro, com exceção do real brasileiro face ao qual desvalorizou 2,4% em julho, tratando-se apenas de uma variação mensal, uma vez que desde o início do ano se verificou uma valorização de 10,3%.

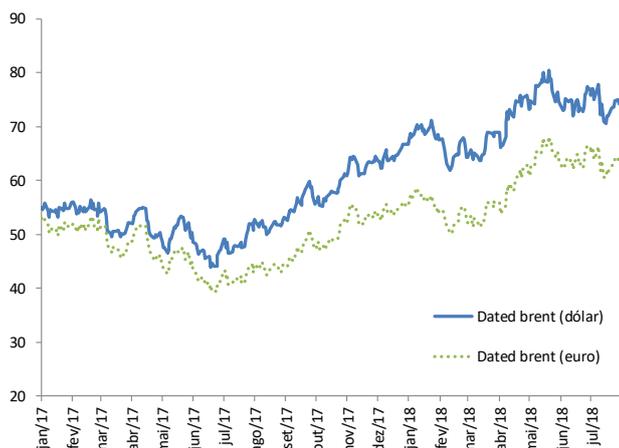
Gráfico 1 – Cotação do euro-dólar
(1 EUR = X USD)



Fonte: BCE.

5 O preço do petróleo (dated Brent) diminuiu no mês de julho, refletindo expectativas sobre um aumento da oferta, não obstante a persistência de tensões geopolíticas em países exportadores de petróleo, num contexto de elevada procura. Em julho de 2018, a média da cotação internacional do petróleo (dated Brent) foi de 74,25 USD/barril, um valor que representa um aumento de 53,2% face à média registada no mês homólogo (48,48 USD/barril, em julho de 2017). No final de julho de 2018 o preço do petróleo situou-se em 74,16 USD/barril e 63,19 EUR/barril (Gráfico 2), refletindo reduções mensais de 2,2% e 1,3%, respetivamente. Para esta evolução terá contribuído a expectativa de aumento da oferta por parte da Arábia Saudita, correspondendo aos apelos do Presidente dos Estados Unidos, Donald Trump, para que a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) mantenha o mercado de petróleo amplamente abastecido, diminuindo os preços.

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

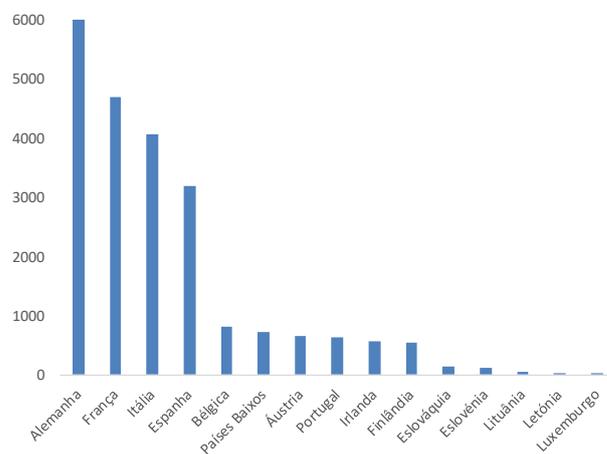


Fonte: Thomson Reuters.

6 Relativamente às medidas de política monetária não convencionais do BCE, o montante de aquisições líquidas em julho de títulos, no âmbito do programa alargado de compras de ativos (APP), situou-se em linha com o objetivo

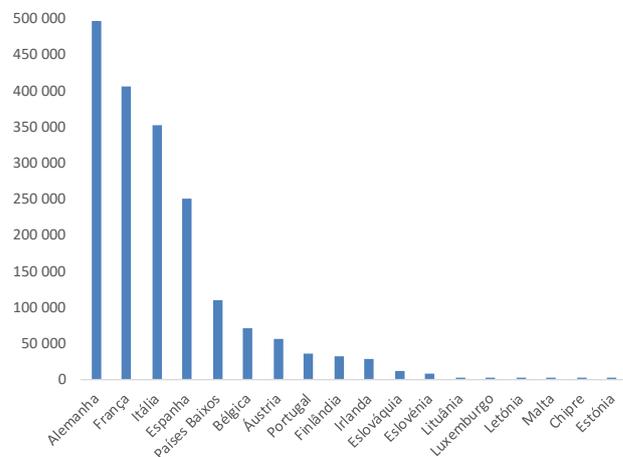
mensal. Durante o mês de julho, as compras líquidas no âmbito do programa alargado de compra de ativos situaram-se em 29,9 mil M€, em linha com o objetivo de 30 mil M€ previsto na decisão de política monetária do dia 26 de outubro de 2017.¹ No tocante ao instrumento de política monetária mais significativo, o programa de compras do setor público (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*), o montante de compras líquidas em julho foi de 25 mil M€ para títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. Em termos acumulados desde o início do programa em março de 2015, o montante de compras líquidas no âmbito do programa PSPP ascendeu a 2092 mil M€ em obrigações de dívida pública e de instituições supranacionais, sendo proporcionais ao peso de cada país, destacando-se a Alemanha, França, Itália e Espanha (Gráfico 3 e Gráfico 4). Com respeito aos títulos de dívida pública portuguesa, o valor de compras líquidas efetuado em julho foi de 638 M€, sendo o valor acumulado desde o início do programa de 34 924 M€, com uma maturidade média de 8,08 anos.

Gráfico 3 – Repartição dos ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em julho 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.

¹ De acordo com a decisão de política monetária do BCE do passado dia 14 de junho, o objetivo mensal de compras ao abrigo do APP foi

reduzido de 30 mil M€ para 15 mil M€ a partir de setembro, terminando no final de dezembro de 2018.

7 No mercado de dívida soberana da área do euro as taxas de rentabilidade apresentaram ligeiras subidas face ao final de junho. Em junho, as obrigações de dívida soberana com maturidade a 10 anos registaram uma ligeira subida da taxa de rentabilidade na generalidade dos países da área do euro, tendo-se reduzido ligeiramente no caso de Portugal (Tabela 1). O título de dívida pública da Alemanha, registou uma subida de 14 pontos base, situando-se em 0,44% no final de julho, constituindo esta a maior variação mensal. Em consequência, o diferencial face à taxa de rentabilidade do título de dívida soberana da Alemanha, desceu para a generalidade dos países da área do euro, sendo esta redução de 18,6 p.b. no caso de Portugal (Tabela 2). Relativamente às taxas de rentabilidade da dívida soberana com maturidade a 2 e 5 anos, verificaram-se descidas para Portugal e Espanha, em ambas as maturidades.

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

	30 dez 2015	30 dez 2016	30 Jun 2017	29 set 2017	29 dez 2017	29 jun 2018	31 jul 2018	Variação mensal (em p.p.)	Variação desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,5	3,7	3,0	2,4	1,9	1,8	1,7	-0,04	-0,2
Itália	1,6	1,8	2,2	2,1	2,0	2,7	2,7	0,04	0,7
Espanha	1,8	1,4	1,5	1,6	1,6	1,3	1,4	0,08	-0,2
Irlanda	1,1	0,7	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9	0,09	0,2
França	1,0	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,07	-0,1
Bélgica	1,0	0,5	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	0,05	0,1
Alemanha	0,6	0,2	0,5	0,5	0,4	0,30	0,44	0,14	0,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

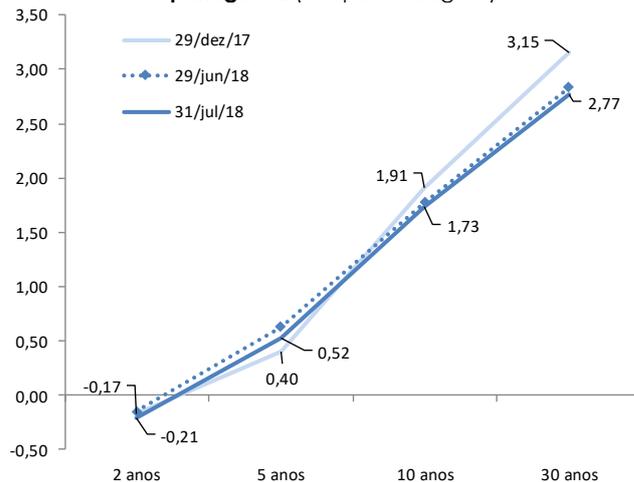
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos base)

	30 dez 2015	30 dez 2016	30 Jun 2017	29 set 2017	29 dez 2017	29 jun 2018	31 jul 2018	Variação mensal	Variação desde o início do ano
Portugal	188	354	255	190	149	148	129	-18,6	-19,6
Irlanda	52	54	40	27	24	51	45	-5,4	21,8
França	36	48	35	28	36	36	29	-7,5	-6,9
Bélgica	34	32	33	26	20	39	30	-9,1	9,3
Itália	97	161	169	164	158	237	228	-9,8	69,3
Espanha	114	118	106	114	113	102	95	-6,4	-18,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

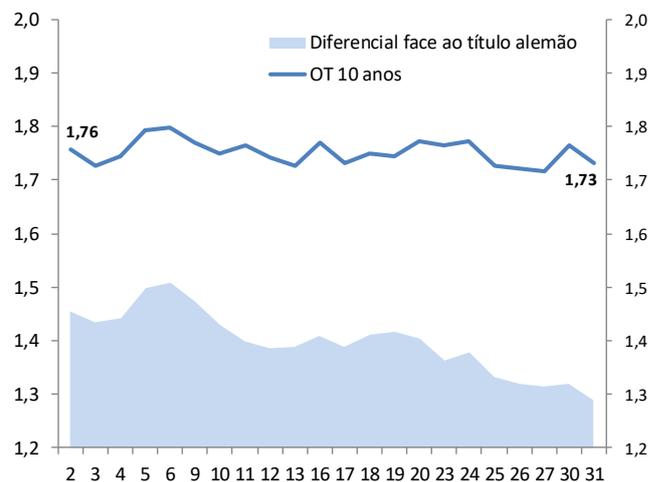
8 Em julho registou-se uma descida das taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa, ao longo da curva de rendimentos. As taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa registaram uma descida durante o mês de julho para as diversas maturidades (Gráfico 5), sendo mais expressiva nos títulos a 5 anos (redução de 11 p.b. durante o mês de julho). Face ao final de 2017 as taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa registaram uma redução a 2, 10 e 30 anos, de -4 p.b., -18 p.b. e -38 p.b., respetivamente. Relativamente ao título com maturidade a 5 anos registou-se um aumento da taxa de rentabilidade de +12 p.p. nos primeiros 7 meses de 2018. Estes movimentos contribuíram para a atenuação da inclinação da curva de rendimentos nos prazos mais longos (Gráfico 5). O diferencial entre a taxa de rentabilidade do título com maturidade a 10 anos de Portugal e da Alemanha situou-se em 129 pontos base no final de julho, refletindo uma descida mensal de 18,6 pontos base (Gráfico 6). A compressão dos spreads face à Alemanha resultou do efeito conjugado de descida das taxas de rentabilidade da dívida da República Portuguesa e da subida nas taxas de juro germânicas (Tabela 2).

Gráfico 5 – 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.

Gráfico 6 – Evolução diária em julho da taxa de rentabilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

9 Em julho o FMI e a Comissão Europeia publicaram as atualizações às suas previsões de crescimento económico. Ambas as instituições consideraram que embora a retoma permaneça robusta existem riscos descendentes para o crescimento, relacionados com a adoção de medidas protecionistas unilateralmente decididas e respetivas retaliações, conducentes a uma possível escalada de tensões comerciais e geopolíticas. Na sua atualização de julho do *World Economic Outlook*, o FMI estimou um crescimento real na área do euro de 2,2% e 1,9% em 2018 e 2019, respetivamente, o que representa uma revisão em baixa de -0,2 e -0,1 p.p., mantendo-se as estimativas inalteradas para os EUA e para a economia mundial (Tabela 3). A Comissão Europeia também reviu em baixa as previsões para 2018 para a área do euro (-0,2 p.p.), em resultado da moderação do crescimento das suas principais economias no primeiro trimestre do ano (Tabela 4). Ambas as instituições consideraram riscos descendentes para o crescimento, salientando-se a introdução de medidas protecionistas unilaterais por parte dos EUA e de retaliação dos parceiros, aumentando o risco de uma guerra comercial conducente ao abrandamento do

comércio de bens e serviços que faça perigar a retoma global e a acumulação de tensões geopolíticas, a par do possível aumento da volatilidade nos mercados financeiros.

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

	2018	2019	Variação face às previsões de abril/2018	
			2018	2019
Economia mundial	3,9	3,9	0,0	0,0
Economias avançadas	2,4	2,2	-0,1	0,0
Área do euro	2,2	1,9	-0,2	-0,1
Alemanha	2,2	2,1	-0,3	0,1
França	1,8	1,7	-0,3	-0,3
Itália	1,2	1,0	-0,3	-0,1
Espanha	2,8	2,2	0,0	0,0
Portugal*		0	-2,4	-1,8
EUA	2,9	2,7	0,0	0,0
Japão	1,0	0,9	-0,2	0,0
Reino Unido	1,4	1,5	-0,2	0,0
Economias de mercado emergentes	4,9	5,1	0,0	0,0

Fonte: FMI, "World Economic Outlook", divulgado a 2 de julho de 2018.

Tabela 4 – Previsões da Comissão Europeia para o crescimento do PIB real
(em taxa de variação anual)

	2018	2019	Variação face às previsões de Primavera	
			2018	2019
Área do euro	2,1	2,0	-0,2	0,0
Alemanha	1,9	1,9	-0,4	-0,2
França	1,7	1,7	-0,3	-0,1
Itália	1,3	1,1	-0,2	-0,1
Espanha	2,8	2,4	-0,1	0,0
Portugal	2,2	2,0	-0,1	0,0
Reino Unido	1,3	1,2	-0,2	0,0

Fonte: Comissão Europeia, "Summer 2018 Interim Economic Forecast", divulgado a 12 de julho de 2018.

10 De acordo com dados do Banco de Portugal (BdP), em junho os indicadores coincidentes para a atividade económica e para o consumo privado diminuíram. De acordo com os dados divulgados pelo BdP,² no mês de junho o indicador coincidente mensal para a atividade económica manteve a trajetória descendente, evidenciada desde outubro de 2017, tendo variado 1,8%, diminuindo 0,1 p.p. face ao mês anterior. Relativamente ao indicador coincidente mensal para o consumo privado, registou-se também uma variação de 1,8%, o que representa uma diminuição de 0,2 p.p. face ao mês de maio de 2018.

2. Evolução da Dívida Pública

2.1. Dívida direta do Estado

11 As necessidades líquidas de financiamento do Estado diminuíram no primeiro semestre do corrente ano quando comparadas com o mesmo período do ano anterior. As necessidades líquidas de financiamento do Estado até junho de 2018 ascenderam a 4231 M€, o que representa uma redução de 1,5 mil M€ face ao 1.º semestre do ano anterior. Para tal contribuiu a diminuição do défice do subsector Estado no valor de 2616 M€ (3022 M€ no período homólogo) e da despesa líquida com ativos financeiros no montante de 1615 M€ (2762 M€ no 1.º semestre de 2017)

(Tabela 5). A despesa com ativos financeiros refletiu, por um lado, os empréstimos de médio e longo prazo ao Fundo de Resolução (430 M€), ao Metropolitano de Lisboa (332 M€) e ao Metro do Porto (111 M€) e as injeções de capital atribuídas à Infraestruturas de Portugal (740 M€), ao Metropolitano de Lisboa (64 M€) e à CP – Comboios de Portugal (37 M€). Adicionalmente, refira-se que no mês de junho a República Portuguesa apresentou uma capacidade líquida de financiamento no valor de 1399 M€ motivada pelo *superavit* orçamental do subsector Estado no valor de 1632 M€.

Tabela 5 – Necessidades líquidas de financiamento
(em milhões de euros)

	2018				Jan-Jun		Exec. 2017	OE 2018
	Mar	Abr	Mai	Jun	2017	2018		
Necessidades líquidas financiamento	629	2069	1493	-1399	5784	4231	9978	11546
<i>Défice orçamental (sub-setor Estado)</i>	<i>548</i>	<i>1926</i>	<i>1051</i>	<i>-1632</i>	<i>3022</i>	<i>2616</i>	<i>4823</i>	<i>5532</i>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	<i>95</i>	<i>145</i>	<i>457</i>	<i>269</i>	<i>3906</i>	<i>1771</i>	<i>6448</i>	<i>6777</i>
<i>Empréstimos médio/longo prazo</i>	<i>75</i>		<i>430</i>	<i>70</i>	<i>495</i>	<i>881</i>	<i>1193</i>	<i>4191</i>
<i>Dotações de Capital</i>	<i>18</i>	<i>145</i>	<i>26</i>	<i>199</i>	<i>3398</i>	<i>885</i>	<i>5178</i>	<i>2467</i>
<i>Outros</i>	<i>2</i>	<i>0,3</i>	<i>1</i>	<i>0</i>	<i>14</i>	<i>5</i>	<i>77</i>	<i>119</i>
<i>Receita de ativos financeiros</i>	<i>14</i>	<i>3</i>	<i>16</i>	<i>37</i>	<i>1144</i>	<i>157</i>	<i>1292</i>	<i>763</i>
<i>Despesa líquida com ativos financeiros</i>	<i>81</i>	<i>143</i>	<i>441</i>	<i>232</i>	<i>2762</i>	<i>1615</i>	<i>5156</i>	<i>6014</i>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

12 A dívida direta do Estado registou uma forte queda no mês de junho justificada, sobretudo, pela evolução da dívida titulada de médio e longo prazo. No final do 1.º semestre, a dívida direta do Estado situou-se nos 243,7 mil M€, o que representa uma redução de 2,7 mil M€ face ao mês de maio. Assistiu-se em junho à redução do stock de Obrigações do Tesouro como resultado da amortização da OT 4,45% 15 junho 2008/2018 no valor de 6,6 mil M€, que mais do superou o valor emitido através das OT com maturidade em outubro de 2023 (412 M€) e outubro de 2028 (588 M€). A contrapor, observou-se um aumento do stock de Bilhetes do Tesouro no valor de 1285 M€, refletindo a emissão de BT com maturidade em setembro de 2018 (300 M€) e maio de 2019 (985 M€), de certificados do Tesouro em 150 M€ e de CEDIC em 1481 M€. A evolução descrita permitiu que a dívida direta do Estado no final do 1.º semestre apresentasse valores similares aos registados no início do ano e no final do 1.º semestre de 2017. De referir ainda que, no final do 1.º semestre, a dívida direta do Estado após cobertura cambial atingiu o montante de 242,9 mil M€.

Tabela 6 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	jun/17	mai/18	jun/18	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	151 837	158 970	156 108	-1,8	2,8	64,1	-2 862	4 271
Curto prazo	22 616	18 388	21 154	15,0	-6,5	8,7	2 767	-1 462
Médio e longo prazo	129 221	140 582	134 953	-4,0	4,4	55,4	-5 629	5 733
Não titulada	28 182	31 590	31 796	0,7	12,8	13,0	205	3 614
Cert. Aforro	12 237	11 878	11 873	0,0	-3,0	4,9	-5	-364
Cert. do Tesouro	13 405	15 655	15 809	1,0	17,9	6,5	154	2 404
Outra	2 540	4 058	4 114	1,4	62,0	1,7	56	1 574
Assist. Financeira	64 626	56 306	56 289	0,0	-12,9	23,1	-17	-8 337
Total	243 339	246 345	243 665	-1,1	0,1	100,0	-2 680	326
<i>Por memória:</i>								
Transaccionável	146 084	154 198	149 854	-2,8	2,6	61,5	-4 344	3 770
Não Transaccionável	98 560	92 668	94 338	1,8	-4,3	38,7	1 670	-4 222
Euro	227 614	237 209	234 527	-1,1	3,0	96,2	-2 683	6 913
Não euro	17 031	8 614	8 611	0,0	-49,4	3,5	-3	-8 420
Contas margem	1 305	521	527	:	:	:	6	-778

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.

² Banco de Portugal, *Indicadores Coincidentes*, 20 de julho de 2018.

13 No primeiro semestre registou-se um aumento da despesa com juros da dívida pública verificando-se, no entanto, uma desaceleração. No final do 1.º semestre a despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida pública ascendeu a 4637 M€, o que representa um aumento de 2,1% face ao período homólogo, acréscimo que se assemelha à projeção inscrita no OE/2018 de um aumento de 2,0% para o ano como um todo (Tabela 7). No entanto, registou-se uma desaceleração face ao crescimento verificado em abril (11,7%) e maio (6,7%) O acréscimo da despesa com juros e encargos da dívida direta do Estado resulta, sobretudo, do aumento dos juros associados a Obrigações do Tesouro (OT), de 3167 M€ para 3414 M€, decorrente do aumento do saldo de OT com pagamento de cupão em abril. A atenuar, observa-se uma redução da despesa relativa aos empréstimos no âmbito do PAEF de 913 M€ para 691 M€, em resultado das amortizações antecipadas dos empréstimos ao FMI. Ainda, a despesa com juros relativa aos Certificados de Aforro e do Tesouro atingiu os 357 M€, o que representa um aumento de 7 M€ face ao período homólogo.

Tabela 7 – Despesa com juros e outros encargos da dívida
(em milhões de euros)

	2018					Execução Jan-Jun		Tvh (%)	Execução Objectivo		
	jan	fev	mar	abr	mai	2017	2018		2017	OE/2018	
Juros da dívida pública	146	1167	301	1312	196	1462	4 488	4 583	2,1	7 034	7 129
Bilhetes do Tesouro	-3	0	-3	0	-6	0	3	-12	-511,0	2	-36
Obrigações do Tesouro	0	1044	5	1172	0	1 193	3 167	3 414	7,8	4 599	4 833
Empréstimos PAEF	26	51	253	18	157	186	913	691	-24,3	1 567	1 270
Certif. de Aforro e do Tesouro	116	44	52	51	50	44	350	357	2,0	669	761
CEDIC / CEDIM	1	0	0	2	0	2	7	5	-29,8	18	5
Outros	6	28	-6	69	-6	38	48	128	169,1	179	296
Comissões	9	29	3	8	2	5	51	56	10,1	93	100
Empréstimos PAEF	0	26	0	0	0	0	11	26	138,0	11	26
Outros	9	2	3	8	2	5	40	30	-25,4	82	74
Juros e outros encargos pagos	154	1 195	304	1 321	198	1 467	4 538	4 639	2,2	7 127	7 229
Tvh (%)	-14,7	-1,3	-3,0	38,5	-35,9	-6,7	-	2,2	-	-	1,4

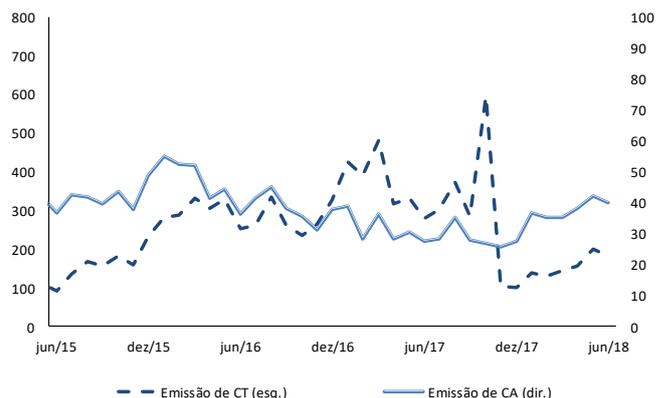
Por memória:

Juros recebidos de aplicações	0	-3	0	0	0	1	3	-2	-158	-4	39
Juros e outros encargos líquidos	154	1 192	304	1 321	198	1 468	4 542	4 637	2	7 123	7 268
Tvh (%)	-13,7	-1,6	-3,3	38,3	-36,1	-6,6	-	2,1	-	-	2,0

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

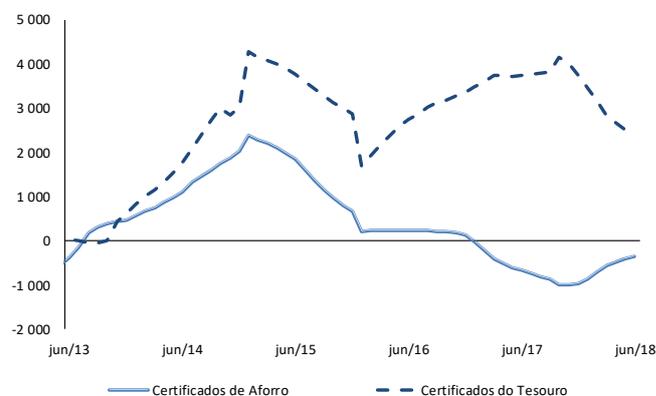
14 Em junho registou-se uma nova desaceleração do stock de certificados do tesouro como consequência do nível reduzido de novas emissões. No final do 1.º semestre, o stock de certificados de tesouro (CT) atingiu 15,8 mil M€, refletindo um aumento de 17,9% em termos homólogos (acrécimo de 2,4 mil M€), mantendo-se a tendência de desaceleração que se verifica desde outubro de 2017. Esta tendência é justificada pelos níveis reduzidos de novas emissões (182 M€ em junho) que se verificam desde novembro de 2017, evolução influenciada pela decisão de suspensão da subscrição de Certificados do Tesouro Poupança Mais desde 30 de outubro 2017, e criação, em substituição, de um novo produto de poupança denominado Certificados do Tesouro Poupança Crescimento³. Por outro lado, as amortizações de CT em junho fixaram-se em 28 M€. Adicionalmente, a posição dos certificados de aforro (CA) atingiu um valor de 11877 M€, o que representa uma redução face a maio, reflexo de um nível de reembolsos (56 M€) superior ao montante emitido e capitalizado (51 M€) (Gráfico 7 e Gráfico 8).

Gráfico 7 – Emissão bruta de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro (em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 8 – stock de certificados de Aforro e do Tesouro (variação homóloga; milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

15 Já em julho foram efetuadas novas emissões de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro. No dia 13 de julho foram realizados leilões de OT a 10 e a 16 anos, no montante de 650 M€ e 300 M€ na fase competitiva, respetivamente. A taxa média de colocação foi de 1,727% no leilão a 10 anos e de 2,257% a 16 anos. Adicionalmente, no dia 20 de julho realizaram-se leilões de BT a 6 e a 12 meses; o BT com maturidade a 6 meses, registou uma procura de 965 M€, tendo sido colocado 400 M€ a uma taxa de juro média de -0,399%; o BT com maturidade a 12 meses, registou uma procura de 2705 M€, tendo sido colocado 1350 M€ a uma taxa de juro média de -0,280%.

Tabela 8 – Novas emissões de Obrigações e Bilhetes do Tesouro (em milhões de euros)

Instrumento	Obrigações do Tesouro (Leilão)		Bilhetes do Tesouro	
	out/28	abr/34	jan/19	jul/19
Maturidade				
Data da Transacção	13/jul	13/jul	20/jul	20/jul
Prazo	10 anos	16 anos	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	650	300	400	1 350
Montante de Procura (M€)	1312	838	965	2 705
Taxa média (%)	1,727	2,257	-0,399	-0,280
<i>Por memória:</i>				
Emissão anterior com maturidade equivalente (data e taxa média em %)	jun/18	:	mai/18	jun/18
	1,919	:	-0,351	-0,290

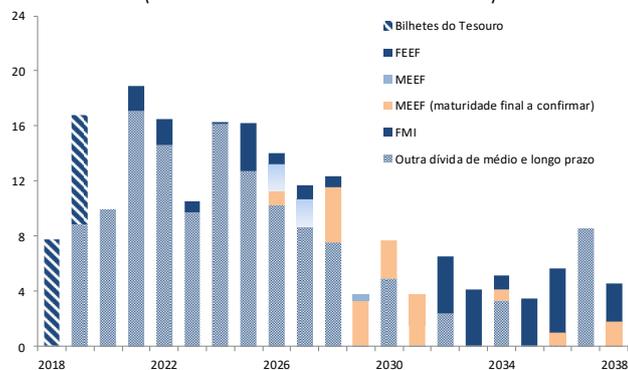
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

³ 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).

16 Terminou no dia 17 de julho o período de subscrição da Obrigação do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV) com maturidade em 2025. A OTRV destinada a investidores indeterminados⁴ e subscrita até ao dia 17 de julho atingiu um valor total emitido de 1000 M€. Esta obrigação, com maturidade de 7 anos e data de reembolso no dia de 23 de julho de 2025, apresenta um pagamento de juros semestral a uma taxa variável correspondente à Euribor a 6 meses +1,00% (taxa de juro mínima de 1,00%). Refira-se ainda que a data de liquidação e de admissão para negociação foi no dia 23 de julho.

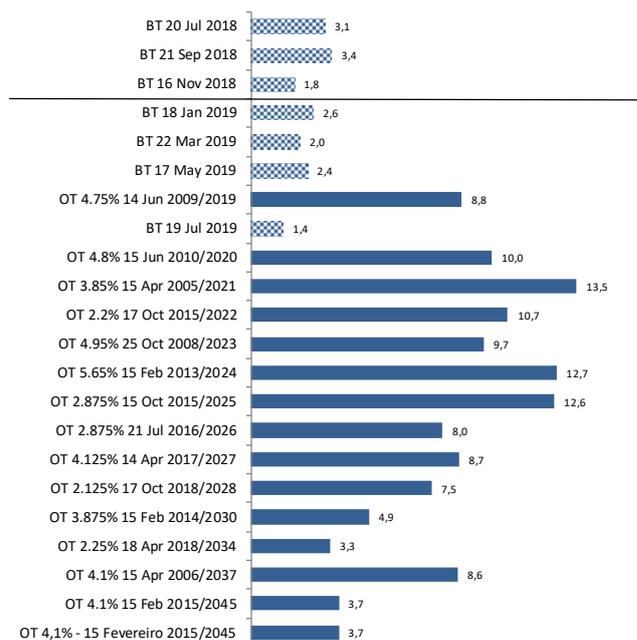
17 Apesar do nível elevado de reembolsos a efetuar nos próximos anos não se observa uma política de recompras bilaterais por parte da República Portuguesa. O perfil de amortização de títulos de dívida de médio e longo prazo encontra-se concentrado no período entre 2021 e 2025. Do stock total de títulos de dívida pública de médio e longo prazo detido a 31 de julho, 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€) (Gráfico 9 e Gráfico 10). No entanto, não se tem vindo a efetuar nenhum tipo de recompra bilateral num período em que as taxas no mercado primário se encontram em mínimos históricos e que comparam favoravelmente com as taxas de cupão das OT com maturidade em 2019, 2020, 2023 e 2024 que apresentam taxas de aproximadamente 5,0% ou superior.

Gráfico 9 – Perfil de amortização a 31 de julho de 2018
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 10 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro a 31 de julho 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.

2.2. Dívida pública na ótica de Maastricht⁵

18 Em termos nominais, a dívida pública na ótica de Maastricht registou um aumento no segundo trimestre do ano. De acordo com os dados publicados pelo Banco de Portugal a dívida pública na ótica de Maastricht no final do 2.º trimestre de 2018 ascendeu a 246,7 mil M€, o que constituiu um ligeiro acréscimo face ao registado no final do 1.º trimestre (245,8 mil M€). Tal reflete o aumento dos títulos de dívida de curto prazo de 13,5 mil M€ para 14,8 mil M€, dado que quer o total dos empréstimos (de 74,0 mil M€ para 73,7 mil M€), quer dos títulos de dívida de médio e longo prazo (de 133,0 mil M€ para 132,5 mil M€) diminuiu. Relativamente à dívida líquida de depósitos das Administrações Públicas registou-se um aumento significativo no valor de 4,3 mil M€ face ao 1.º trimestre, situando-se em 227,5 mil M€. Em termos mensais, observou-se em junho um decréscimo face a maio (250,3 mil M€) devido, sobretudo, ao reembolso da OT com maturidade a 15 de junho no valor de 6,6 mil M€.

⁴ Pessoas singulares ou coletivas com residência ou estabelecimento em Portugal.

⁵ A dívida na ótica de Maastricht difere do conceito dívida direta do Estado devido, aos seguintes aspetos: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui todas as entidades classificadas para fins estatísticos no setor institucional das

administrações públicas; ii. efeitos de consolidação - a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada. iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro.