

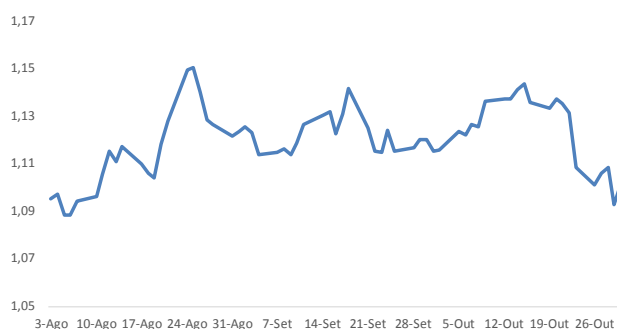
Condições de mercado

1 Em outubro assistiu-se a uma recuperação dos índices dos mercados bolsistas e à desvalorização do euro na segunda metade do mês. Os mercados acionistas registaram uma recuperação face ao mês de setembro, tanto na área do euro, como nos Estados Unidos, Japão e China. Segundo analistas de mercado, a desvalorização do euro a partir de meados do mês de outubro foi em grande medida influenciada pelo resultado das reuniões de política monetária do BCE e da Reserva Federal.

2 Na reunião de 22 de outubro de política monetária, o BCE decidiu manter as taxas de juros diretas, sinalizando a possibilidade de vir a reforçar o carácter acomodaticio da política monetária. O BCE decidiu manter as taxas de juro de referência e salientou o impacto negativo na área do euro decorrente da desaceleração do crescimento das economias dos países emergentes. Neste contexto, o BCE sinalizou para a reunião de dezembro a possibilidade de descida das taxas de juro diretas, bem como a expansão do programa *quantitative easing*, no sentido de afastar a possibilidade de deterioração económica da área do euro.

3 Adicionalmente, o BCE subiu ligeiramente o montante de compras líquidas de ativos financeiros para 63,7 mil M€ no mês de outubro. O montante adquirido até ao final do mês de outubro no âmbito do programa de compras do setor público, iniciado em março de 2015, situou-se em 393,6 mil M€, sendo a maturidade média ponderada dos títulos de 8 anos. De referir que os títulos de dívida pública portuguesa apresentam a maturidade média mais longa (10,64 anos), seguida de Malta (9,70), Espanha (9,66), Itália (9,29) e Bélgica (9,21).

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

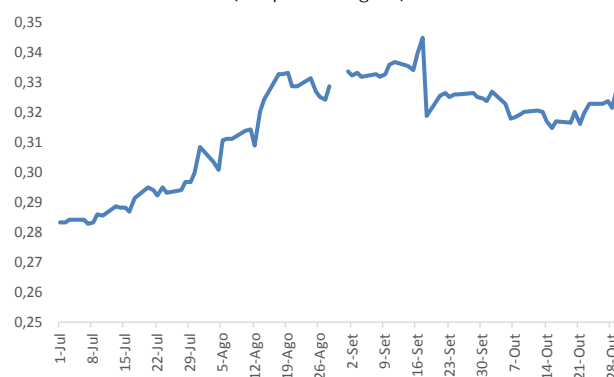


Fonte: BCE.

4 A Reserva Federal decidiu manter as taxas de juro dos Fed funds na reunião de 28 de outubro, mas sinalizou a subida para a próxima reunião em dezembro. O Comité de política monetária (FOMC) decidiu manter a taxa de juro dos Fed funds, no entanto, sinalizou uma subida para a próxima reunião em dezembro. Na sequência da decisão do FOMC, o mercado monetário registou uma apreciação do dólar face ao euro (Gráfico 1) e uma subida das taxas de juro (Gráfico 2).

5 No mercado cambial, o euro depreciou-se face ao dólar norte-americano entre o final de outubro e o final de setembro. O euro depreciou-se em 1,7% entre o último dia do mês de outubro e o de setembro, apesar de se ter verificado no início do mês de outubro uma apreciação do euro face ao dólar norte-americano. Na segunda metade do mês de outubro verificou-se uma depreciação, atingindo um mínimo no dia 28 de outubro (1,093 EUR/USD foi o valor mais baixo desde agosto). A apreciação do dólar poderá ser explicada pelas acima referidas decisões do BCE e da Reserva Federal.

Gráfico 2 – Libor do USD 3 meses
(em percentagem)



Fonte: Fed St. Louis.

6 Os mercados obrigacionistas de dívida soberana da área do euro apresentaram ligeiras descidas das taxas de rentabilidade ao longo do mês de outubro. Na área do euro, verificaram-se ligeiras descidas dos yields ao longo do mês. Em sentido contrário, no caso da dívida portuguesa a 10 anos, verificou-se um aumento na parte final do mês (Tabela 1). Relativamente ao diferencial face ao título a 10 anos da Alemanha, verificou-se uma deterioração mensal de 21,3 pontos base face a setembro (Tabela 2).

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

	31-Dez-13	30-Dez-14	31-Mar-15	30-Jun-15	30-Set-15	30-Out-15	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	6,0	2,7	1,7	3,0	2,4	2,5	0,1	-0,1
Itália	4,1	1,9	1,2	2,3	1,7	1,5	-0,2	-0,4
Espanha	4,1	1,6	1,2	2,3	1,9	1,7	-0,2	0,1
Irlanda	3,4	1,2	0,7	1,6	1,2	1,1	-0,1	-0,1
França	2,6	0,8	0,5	1,2	1,0	0,9	-0,1	0,0
Bélgica	2,5	0,8	0,4	1,2	0,9	0,8	-0,1	0,0
Alemanha	1,9	0,5	0,2	0,8	0,6	0,5	-0,1	0,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

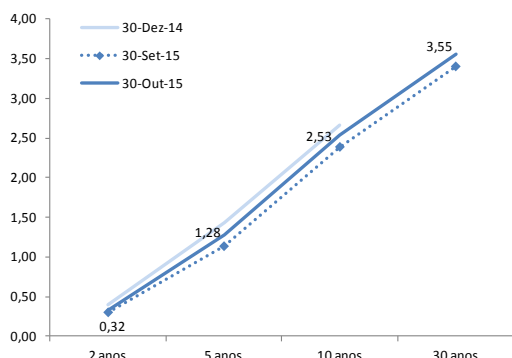
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos base)

	31-Dez-13	30-Dez-14	31-Mar-15	30-Jun-15	30-Set-15	30-Out-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	408	212	150	222	180	201	21,3	-11,1
Irlanda	152	70	57	87	64	59	-5,3	-11,1
França	63	28	29	43	40	35	-5,0	6,6
Bélgica	62	28	26	45	32	29	-3,2	0,5
Itália	216	134	106	157	114	96	-17,5	-37,9
Espanha	220	106	103	153	130	115	-14,9	9,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

7 A curva de rendimentos dos títulos de dívida pública portuguesa registou uma subida nos títulos dos prazos mais longos. As taxas de rentabilidade de dívida pública portuguesa subiram na segunda metade do mês (Gráfico 3, Gráfico 4).

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

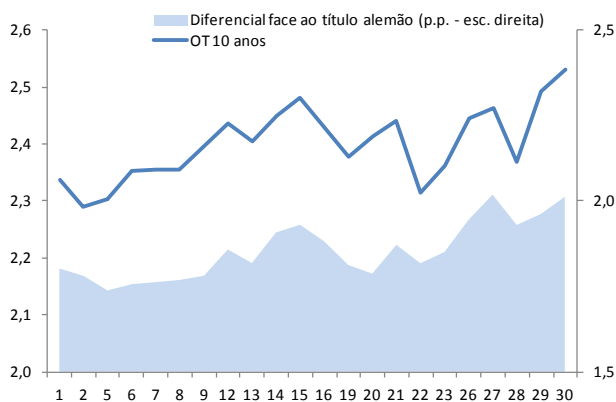


Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rentabilidade dos títulos de dívida *benchmark*. Note-se que, em junho, se verificou alteração do *benchmark* a 2 anos.

8 O IGCP realizou dois leilões de Obrigações do Tesouro com maturidades de 10 anos e 22 anos. No dia 14 de outubro, o IGCP realizou um leilão da OT 2,875% 15Out2025, colocando 950 M€ na fase competitiva com taxa de rentabilidade média de 2,3975%, bem como um leilão da OT 4,1% 15Abr2037 colocando em fase competitiva 350 M€ com taxa de rentabilidade média de 3,2336%. A emissão do título de referência a 10 anos terá contribuído para o aumento da taxa de rentabilidade deste título em mercado secundário.

9 No mercado monetário, o IGCP emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses, tendo o montante total atingido 1,4 mil M€. No dia 21 de outubro, o IGCP realizou dois leilões de Bilhetes do Tesouro: o título BT Jan2016 a 3 meses no montante de 300 M€ com taxa de juro média ponderada negativa (-0,021%), bem como o título a 12 meses BT 23Set2016 no montante de 1,1 mil M€ com taxa de juro média ponderada de 0,006%. No caso título BT 23Set2016, a taxa de juro média ponderada situou-se abaixo da registada no leilão realizado em setembro passado.

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



Fonte: IGCP.

10 Nos principais mercados acionistas, verificou-se uma recuperação em outubro face ao mês de setembro. Na área do euro, assistiu-se a uma recuperação entre o final do mês de outubro e o de setembro do *EuroStoxx 50* (10,2%). No

mercado português, o PSI20 aumentou 8,3% no mesmo período, sendo que o máximo do mês se verificou no dia 9 de outubro impulsionado pelo contributo da cotação das principais empresas. O índice DAX da Alemanha aumentou 12,3% em outubro, recuperando da queda verificada em setembro decorrente do escândalo Volkswagen (VW). Nos Estados Unidos, verificou-se uma valorização dos índices S&P500 (8,3%) e *Dow Jones Industrial* (8,5%). No Japão, o índice *Nikkei* aumentou 9,7% no mesmo período.

11 No mês de outubro, o índice da bolsa de Xangai recuperou face ao verificado ao longo do mês anterior. Ao longo do mês, o índice de Xangai apresentou uma recuperação essencialmente devido à expectativa de descida das taxas de juro diretoras pelo banco central da China (Gráfico 5).

Gráfico 5 – Índice de Xangai



Fonte: Google Finance | Nota: Índice base 100 a 19 de dezembro 1990.

12 A agência de notação financeira Moody's alterou a perspetiva sobre o setor bancário em Portugal para estável, alterando a perspetiva negativa que tinha sido atribuída em 2008. A Moody's refere que Portugal terminou com sucesso o programa de ajustamento económico, através de consolidação orçamental e reformas estruturais. O setor bancário permanece em condições frágeis em linha com o elevado nível de dívida do setor privado, mas encontra-se em melhor posição para absorver perdas potenciais no futuro. A Moody's assinala a incerteza relativamente à venda do Novo Banco, que poderá implicar perdas para o Fundo de Resolução e conseqüentemente para o setor bancário. Relativamente ao financiamento, os depósitos têm mostrado resiliência durante o período de crise, mas existe risco de perda do acesso ao financiamento no mercado de capitais pelos bancos nacionais. Adicionalmente, a Moody's prevê taxas de crescimento do PIB real de 1,7% e 1,8% para 2015 e 2016, respetivamente, mas salienta que permanece uma recuperação económica frágil e vulnerável a choques externos.

13 O FMI divulgou as previsões de crescimento económico para a economia mundial. Em termos económicos, o FMI reviu em baixa o crescimento da economia mundial para 2015 e 2016 face às projeções apresentadas em abril passado. A revisão em baixa para 2015 e 2016 decorre essencialmente do contributo do menor crescimento dos EUA, Japão, Reino Unido e Brasil. A previsão para a área do euro como um todo permanece em 1,5% e 1,6% para 2015 e 2016, respetivamente. De salientar que as revisões em baixa foram mais acentuadas (-2,0 p.p.) para o crescimento do Brasil tanto para 2015 como para 2016, passando a prever recessão económica. Relativamente à situação de Portugal,

o FMI manteve a previsão das taxas de crescimento e reviu ligeiramente em baixa o défice orçamental para 3,1% e 2,7% do PIB para 2015 e 2016, respetivamente. De referir que a previsão do FMI para o défice orçamental permanece acima da divulgada pelo Ministério das Finanças (2,7% e 1,8% para 2015 e 2016, respetivamente).

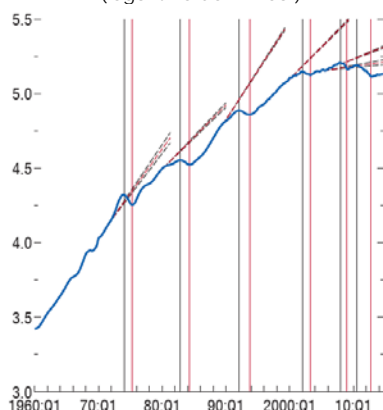
Tabela 3 – Taxas de variação anual do PIB real
(em percentagem)

	2014		2015		2016	
	Previsão de outubro 2015	Variação face às previsões abril	Previsão de outubro 2015	Variação face às previsões abril	Previsão de outubro 2015	Variação face às previsões abril
EUA	2,4	2,6	-0,5	2,8	-0,3	
Japão	-0,1	0,6	-0,4	1	-0,2	
Área do euro	0,9	1,5	0	1,6	0	
Alemanha	1,6	1,5	-0,1	1,6	-0,1	
França	0,2	1,2	0	1,5	0	
Itália	-0,4	0,8	0,3	1,3	0,2	
Portugal	0,9	1,6	0	1,5	0	
Reino Unido	3	2,5	-0,2	2,2	-0,1	
China	7,3	6,8	0	6,3	0	
Brasil	0,1	-3	-2	-1	-2	
Mundo	3,4	3,1	-0,4	3,6	-0,2	

Fonte: FMI

14 De acordo com o FMI, em Portugal os períodos de recessão económica têm tido consequências negativas no nível do produto potencial, bem como da taxa de crescimento. Numa análise do FMI aos efeitos das recessões, incluída no *World Economic Outlook* de outubro de 2015, verificou-se que desde 1960 os períodos de recessão em Portugal (exceto a recessão 1982:4-1984:2) estão associados a uma posterior trajetória do produto potencial mais baixa do que a anterior, bem como a uma posterior descida das taxas de crescimento do produto potencial (Gráfico 6).¹ Com efeito, verificou-se um aumento do hiato entre o produto efetivo e o produto potencial estimado na trajetória anterior.

Gráfico 6 – Portugal: evolução do logaritmo do PIB real e tendências extrapoladas
(logaritmo do PIB real)



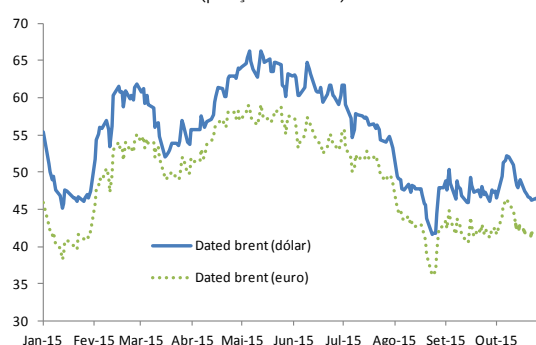
Fonte: FMI (*World Economic Outlook*, outubro de 2015). | Nota: As linhas verticais a vermelho correspondem ao mínimo verificado em cada recessão, enquanto as linhas verticais a preto indicam o máximo anterior da recessão.

15 Em outubro, o Banco de Portugal manteve a projeção do crescimento da economia portuguesa para 2015. A projeção do crescimento real é de 1,7%, em linha com o divulgado em junho, mas atualizada nos contributos das componentes do PIB: i) o contributo da procura interna foi revisto em alta (de 2,1 p.p. para 2,6 p.p.) devido ao consumo privado e público,

enquanto o contributo da procura externa foi revisto em baixa (de 0,4 p.p. para 0,9 p.p.) devido a uma revisão em alta do crescimento das importações superior à das exportações. Com efeito, a capacidade de financiamento da economia portuguesa para 2015 foi revista em baixa, mas permanecerá acima do registado em 2014. A projeção para a taxa de inflação mante-se em 0,5%, refletindo o crescimento dos preços da componente não energética.

16 O preço do petróleo apresentou uma ligeira subida entre o final do mês de outubro e o final do mês de setembro. No início do mês, o preço do petróleo subiu até ao máximo de três meses verificado no dia 8 de outubro atingindo 46,32 €/barrel, essencialmente devido à expectativa de redução da produção pelos Estados Unidos, bem como ao aumento do risco geopolítico do conflito na Síria. Posteriormente, verificou-se uma descida do preço, tendo fechado o mês em 43,57 €/barrel (Gráfico 7).

Gráfico 7 – Preço do petróleo (dated Brent)
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

Divida direta do Estado

17 As necessidades líquidas de financiamento do Estado nos primeiros nove meses do ano apresentam um valor inferior ao verificado no mesmo período do ano anterior. As necessidades líquidas de financiamento do Estado no período janeiro-setembro atingiram cerca de 7,1 mil M€, o que representa um decréscimo face ao registado no período homólogo (Tabela 4). Este decréscimo decorre do menor défice do subsetor Estado (4,3 mil M€ em 2015 face a 5,2 mil M€ em 2014), apesar da maior despesa líquida com ativos financeiros em 2015. O grau de execução de 64% das necessidades líquidas de financiamento encontra-se abaixo do respetivo duodécimo (75%), sobretudo devido à aquisição líquida com ativos financeiros, cujo grau de execução foi de apenas 55%. Este resultado decorre de estarem orçamentados empréstimos de médio e longo prazo no valor de 1,6 mil M€ para as empresas públicas reclassificadas, tendo sido concedidos apenas 360 M€. Relativamente à despesa com ativos financeiros, de salientar: os aumentos de capital efetuados nas empresas Estradas de Portugal e REFER, cuja fusão, em inícios de junho, formou a empresa Infraestruturas Portugal S.A no valor de 1248 M€; a injeção de 647 M€ no capital na CP – Comboios de Portugal e o empréstimo ao Metro do Porto de 301 M€.

¹ Os períodos de recessão apresentados pelo FMI correspondem aos seguintes anos/trimestres: 1974:1-1975:2, 1982:4-1984:2, 1992:1-1993:4, 2002:1-2003:2, 2008:1-2009:1 e 2010:1-2012:4.

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

	Set 2014 (ex. acum.)	Jun	Jul	Ago	Set	Total
Necessidades líquidas de financiamento	7645	2849	1967	-1140	-706	7123
<i>Défiçe orçamental (sub-setor Estado)</i>	<i>5178</i>	<i>2543</i>	<i>1364</i>	<i>-1259</i>	<i>-978</i>	<i>4255</i>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	<i>5952</i>	<i>340</i>	<i>607</i>	<i>155</i>	<i>273</i>	<i>3143</i>
<i>Empréstimos de médio e Longo Prazo</i>	<i>4550</i>	<i>20</i>	<i>28</i>	<i>73</i>	<i>39</i>	<i>575</i>
<i>Dotações de Capital</i>	<i>1349</i>	<i>320</i>	<i>577</i>	<i>81</i>	<i>217</i>	<i>2512</i>
<i>Outros</i>	<i>54</i>	<i>2</i>	<i>2</i>	<i>1</i>	<i>17</i>	<i>54</i>
<i>Receita com ativos financeiros</i>	<i>3484</i>	<i>35</i>	<i>4</i>	<i>37</i>	<i>1</i>	<i>276</i>
<i>Despesa líquida com ativos financeiros</i>	<i>2468</i>	<i>305</i>	<i>603</i>	<i>119</i>	<i>272</i>	<i>2868</i>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

18 O mês de setembro foi o segundo mês consecutivo para o qual o Estado apresentou uma capacidade líquida de financiamento, tendo registado um saldo de 706 M€. Este resultado decorreu de um saldo orçamental do subsector Estado no valor de 978 M€ atenuado por uma aquisição líquida de ativos financeiros no valor de 272 M€, dos quais 95 M€ dizem respeito a aumentos de capital na *Parpública*, 30 M€ nos hospitais E.P.E., 27 M€ na CP- Comboios de Portugal e 25 M€ no Metro do Lisboa, entre outros.

19 Em setembro verificou-se um aumento da dívida direta do Estado o qual que resultou da evolução dos depósitos. No final de setembro, a dívida direta do Estado fixou-se em 225,7 mil M€, o que representa um acréscimo de 2,5 mil M€ face ao mês anterior e de 5,6 mil M€ face ao mês homólogo (Tabela 5). O acréscimo face mês homólogo foi resultado sobretudo da emissão de dívida titulada de médio e longo prazo (10,4 mil M€), tendo a emissão líquida de dívida não titulada sido de 4,4 mil M€. Adicionalmente, observou-se um decréscimo da dívida relativa ao PAEF devido, em parte, à recompra do empréstimo do FMI efetuada já em 2015 (8,4 mil M€). Em termos mensais, o aumento verificado deveu-se, essencialmente, à emissão da OT a sete anos no valor nominal de 3,0 mil M€. Adicionalmente, registaram-se emissões de BT no valor de 3300 M€ a 6 meses e de 1058 M€ a 12 meses e amortizações no valor de 1437 M€. O saldo de Certificados do Aforro e de Certificados do Tesouro aumentou em 167 M€. ^{2, 3} Adicionalmente, como resultado da emissão líquida de dívida direta do Estado de 2,6 mil M€ e da capacidade líquida de financiamento de 706 M€ verificada no mês de setembro registou-se um aumento dos depósitos do subsector Estado e consequente acréscimo dos depósitos da administração central em 3,4 mil M€, tendo-se o stock fixado em 19,8 mil M€. Considerando que, segundo a última previsão do IGCP, os depósitos da administração Central fixar-se-ão em aproximadamente 13,7 mil M€ no final de 2015, perspetiva-se uma redução dos depósitos da administração central em mais de 6,0 mil M€ no último trimestre do ano.

² As flutuações cambiais estão cobertas por swaps cambiais. No mês de setembro a sua variação contribuiu para uma redução da Carteira de Dívida Ajustada do Estado português (conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, com exclusão das promissórias, da dívida de retalho e de CEDIC e CEDIM) no valor de 64 M€.

³ Em termos acumulados, nos primeiros nove meses do ano, verificou-se uma emissão bruta de 3,3 mil M€ de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro.

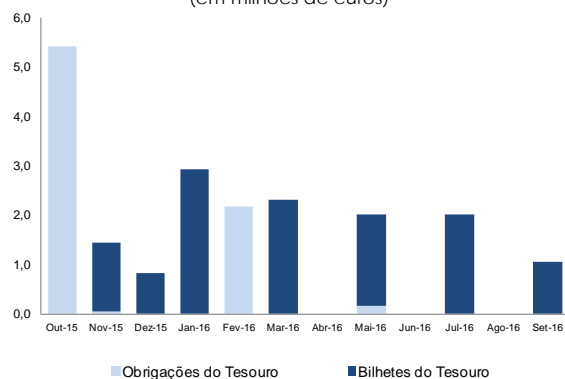
Tabela 5 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Set-14	Ago-15	Set-15	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	124 961	129 942	132 351	1,9	5,9	58,6	2 409	7 390
Curto prazo	22 838	20 403	19 812	-2,9	-13,2	8,8	-591	-3 026
Médio e longo prazo	102 123	109 539	112 539	2,7	10,2	49,9	3 000	10 416
Não titulada	16 815	21 074	21 241	0,8	26,3	9,4	167	4 426
Cert. Aforro	11 595	12 732	12 747	0,1	9,9	5,6	15	1 152
Cert. do Tesouro	4 090	7 218	7 369	2,1	80,2	3,3	152	3 279
Outra	1 130	1 125	1 125	0,0	-0,4	0,5	0	-5
Assist. Financeira	78 260	72 110	72 131	0,0	-7,8	32,0	21	-6 129
Total	220 036	223 126	225 723	1,2	2,6	100,0	2 597	5 687
Por memória:								
Transaccionável	117 851	123 240	126 032	2,3	6,9	55,8	2 792	8 180
Não Transaccionável	102 185	99 886	99 691	-0,2	-2,4	44,2	-195	-2 494
Euro	188 242	198 366	200 941	1,3	6,7	89,0	2 576	12 700
Não euro	31 795	24 760	24 781	0,1	-22,1	11,0	21	-7 013

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.

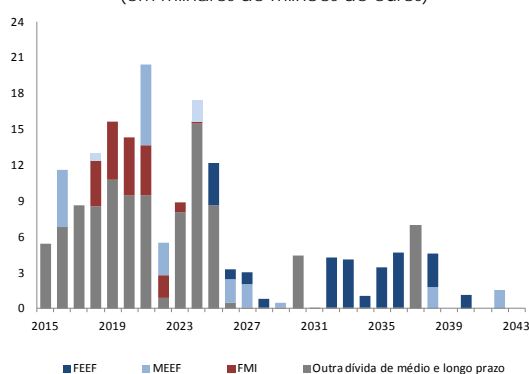
20 Está previsto para o último trimestre a amortização de dívida pública num valor aproximado 7,6 mil M€. Entre outubro e dezembro de 2015 está projetada a amortização de 5,5 mil M€ de OT, dos quais 5,4 mil M€ em outubro (a qual já foi efetuada). Adicionalmente está previsto a amortização de BT no valor de 2,2 mil M€ (Gráfico 8). Entre 2016 e 2019 está prevista a amortização de dívida de médio e longo prazo no valor de 48,8 mil M€ (Gráfico 9).⁴ Relativamente ao programa de financiamento do IGCP para o quarto trimestre, está previsto a emissão bruta de BT com um valor indicativo entre 3,0 mil M€ e 4,5 mil M€, bem como a emissão bruta de OT com um valor indicativo somado entre 1,5 mil M€ e 2,0 mil M€.⁵

Gráfico 8 – Perfil de amortização
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP.

Gráfico 9 – Perfil de amortização
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

⁴ No Ecofin de 21 de junho de 2013 ficou acordado que a maturidade média dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de sete anos, passando de 12,5 para 19,5 anos. A extensão de cada empréstimo (nomeadamente o valor de EUR 4,75 mil milhões que vence em maio de 2016) será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização, não se esperando que Portugal venha a ter de refinar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

⁵ Em outubro já foram emitidas BT no valor de 1,4 mil M€ e OT no montante de 1,3 mil M€.

21 Nos primeiros nove meses, o grau de execução da despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta encontra-se abaixo do respetivo duodécimo. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado acumulada nos primeiros nove meses do ano fixou-se em 5080 M€ (dos quais 223 M€ dizem respeito ao mês de setembro), o que representa um acréscimo de 7,2% face ao mesmo período de 2014, sendo o seu grau de execução (68,1%) inferior ao respetivo duodécimo (Tabela 6). Tal deve-se sobretudo às Obrigações de Tesouro e Certificados de Aforro e do Tesouro em consequência da redução das taxas de juro. No entanto, o acréscimo da despesa com juros face ao mesmo período do ano anterior foi superior ao implícito para o conjunto do ano (7,0%). Para tal contribuiu o padrão intra-anual do pagamento dos juros, nomeadamente os referentes às Obrigações do Tesouro emitidas em 2014 que originaram o pagamento de cupões em fevereiro, abril e julho. Adicionalmente, em março e maio os juros estão influenciados pelo primeiro pagamento de juros associado à 10.^a tranche do empréstimo do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira no âmbito do PAEF e ao empréstimo efetuado pelo FMI, respetivamente. Em sentido oposto, encontram-se os juros pagos no instrumento BT. Não obstante o aumento registado até setembro, verificou-se uma desaceleração face ao verificado no mês de agosto dada a diluição do acréscimo de juros associados às OT e aos empréstimos PAEF relativos ao primeiro trimestre.

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

	2015			jan-set		Objectivo OE-2015	Grau de Execução (%)
	jul	ago	set	2 014	2 015		
Juros da dívida pública	140	320	219	4 756	5 039	7 440	67,7
Bilhetes do Tesouro	4	2	3	336	94	99	94,8
Obrigações do Tesouro	0	0	0	2 430	2 771	4 257	65,1
Empréstimos PAEF	63	246	157	1 569	1 676	2 212	75,8
Certif. de Aforro e do Tesouro	57	45	40	265	372	560	66,3
CEDIC / CEDIM	1	1	0	27	18	62	29,2
Outros	16	26	19	129	109	250	43,6
Comissões	6	2	7	69	57	60	95,3
Empréstimos PAEF	0	0	0	18	2	2	100,5
Outros	6	2	7	51	55	58	95,1
Juros e outros encargos pagos	147	322	226	4 825	5 096	7 500	68,0
Tvh (%)	-38,0	-38,0	-23,5				5,7
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-1,0	-0,9	-2,5	-84,5	-16,6	-36	
Juros e outros encargos líquidos	146	321	223	4 740	5 080	7 464	68,1%
Tvh (%)	-38,1	-38,1	-23,3		7,2	7,0	

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

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

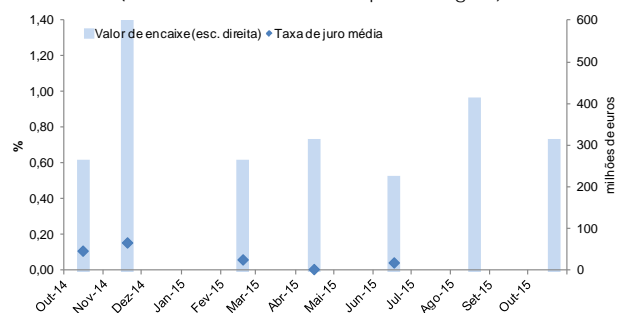
Instrumento	Obrigações do Tesouro		Bilhetes do Tesouro	
	Out-25	Abr-37	Jan-16	Set-16
Maturidade	14-Out	14-Out	21-Out	21-Out
Data da Transacção	14-Out	14-Out	21-Out	21-Out
Prazo	10 anos	22 anos	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	950	350	300	1100
Montante de Procura (M€)	1536	648	1 010	2 015
Taxa média (%)	2,398	3,234	-0,021	0,006
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	Abr-15	Jul-15	Ago-15	Set-15
	2,182	3,534	-0,013	0,051

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

22 Em outubro, a República Portuguesa emitiu Obrigações do Tesouro a dez e a vinte e dois anos, bem como Bilhetes do Tesouro a três e a doze meses. No dia 14 de outubro, a República Portuguesa colocou duas OT no valor de 950 M€ com maturidade de 10 anos, cuja procura superou os 1,5 mil M€ a uma taxa de 2,398%, e de 350 M€ com maturidade de 22 anos, cuja procura se situou nos 648 M€ a uma taxa de 3,234%, via leilão. De salientar que a taxa de juro de colocação da OT a dez anos foi superior à obtida na última operação de maturidade comparável, tendo a de 22 anos sido inferior (Tabela 7). Adicionalmente emitiu BT a 3 e a 12 meses, tendo sido colocado 300 M€ e 1100 M€,

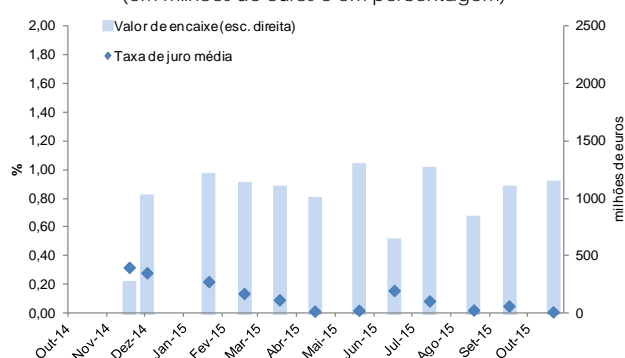
respetivamente, a uma taxa média ponderada de -0,021% a 3 meses e de 0,006% a 12 meses (Gráfico 6 e Gráfico 7).

Gráfico 10 – Bilhetes do Tesouro a seis meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 11 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Dívida pública na ótica de Maastricht ⁶

23 De acordo com a informação provisória disponível, a dívida pública na ótica de Maastricht no final do terceiro trimestre subiu face ao trimestre anterior. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de setembro ascendeu a 231,9 mil M€, um valor superior ao registado no final do segundo trimestre (227,1 mil M€), encontrando-se acima do previsto para o final de 2015 (223 mil M€). Importa salientar que se encontra prevista a substituição de dívida bancária por dívida ao Estado por parte das empresas públicas reclassificadas, bem como a amortização de 5,5 mil M€ em Obrigações do Tesouro no quarto trimestre, contribuindo ambas para a redução da dívida. A confirmar-se o valor provisório, este representa um aumento de 6,2 mil M€ em termos nominais face ao final de 2014 (Tabela 7). Para este aumento terá contribuído a emissão significativa de Obrigações do Tesouro e de Certificados do Tesouro e de Aforro, bem como a não utilização da liquidez acumulada em depósitos da administração central, que se mantiveram em aproximadamente 19,8 mil M€ (11% do PIB). No que se refere à dívida líquida de depósitos da administração central, esta

⁶ 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, isto é, excluem-se os ativos de entidades das administrações públicas que correspondem a passivos de outras entidades das administrações públicas; iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de *Maastricht*.

aumentou para 212,1 mil M€, o que representa um acréscimo de 3,9 mil M€ face ao registado no final de 2014. Também neste caso a previsão oficial para finais 2015 aponta para um valor inferior, para o qual contribui a redução prevista de depósitos que o Ministério das Finanças estima virem a ser de 13,7 mil M€ no final de 2015.

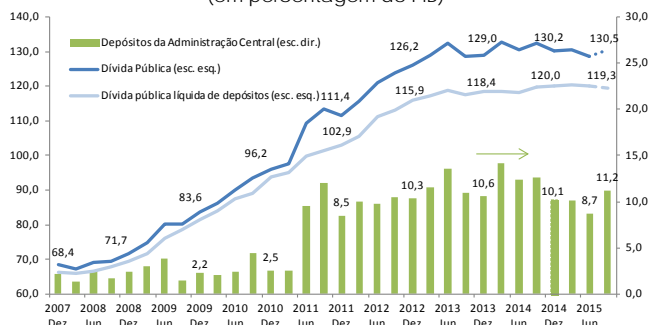
24 O acréscimo da dívida pública nos primeiros três trimestres é, em termos nominais, inferior ao da dívida direta do Estado. O aumento da dívida pública até ao 3.º trimestre, face a dezembro de 2014, fixou-se em 6,2 mil M€, tendo a dívida direta do Estado registado um acréscimo de 8,6 mil M€. A diferença entre ambas decorre, em parte, da consolidação da dívida das administrações públicas em resultado de empréstimos e injeções de capital efetuados pelo Tesouro a empresas públicas dentro do perímetro, as quais se traduziram em amortização de dívida bancária.⁷

Tabela 8 – Evolução trimestral da dívida pública
(em milhares de milhões de euros)

	Total	Liq. Depósitos	Depósitos
2014 Set	229,6	207,6	22,0
2014 Dez	225,8	208,2	17,6
2015 Mar	228,0	210,3	17,7
2015 Jun	227,1	211,8	15,3
2015 Set	231,9	212,1	19,8
Var. face a set. 2014	2,3	4,5	-2,2
Var. face a dez. 2014	6,1	3,9	2,2

Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: Na categoria “depósitos” estão incluídos apenas os relativos à administração central.

Gráfico 12 – Dívida pública
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: Os valores apresentados para setembro de 2015 correspondem aos pontos centrais da estimativa da UTAO.

25 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB no 3.º trimestre de 2015 se tenha situado entre 129,9% e 131,2% do PIB. De acordo com a informação disponível, a estimativa realizada aponta para que o valor central da dívida pública em percentagem do PIB no terceiro trimestre tenha ascendido a 130,5% do PIB (Gráfico 10), sendo que esta estimativa está dependente da hipótese assumida quer para a taxa de crescimento do PIB real, quer para o deflator do PIB no 3.º trimestre.⁸ A confirmar-se, regista-se um

⁷ Para a redução da dívida pública 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, mantendo a tendência verificada durante o ano de 2014. No entanto, não há informação disponível que esclareça se tal aconteceu ou não ao longo de 2015.

⁸ No PE/2015, o Ministério das Finanças apresenta para 2015 uma projeção para crescimento do PIB em termos reais 1,6%, à qual acresce uma previsão de 1,3%, respetivamente, para a variação do deflator do PIB, resultando num aumento do PIB nominal de 2,9%. Na sua análise a UTAO tem em consideração as previsões do Ministério das Finanças e dos principais bancos de investimento (cuja previsão média para a taxa de crescimento do PIB real homóloga do terceiro trimestre é de 1,7%.) para a taxa de crescimento do PIB real, bem como para o deflator do PIB. No dia 13 de novembro, o INE divulgará a estimativa rápida para o

acréscimo face ao valor provisório da dívida pública no final de junho (128,7% do PIB). Adicionalmente, a dívida pública terá excedido a previsão oficial para o final do ano, a qual, recorde-se, é de 125,2% do PIB.

26 Por maturidade original, registou-se um acréscimo do peso dos instrumentos de médio e longo prazo no total da dívida pública. Até ao final de 2014, o peso dos instrumentos de curto prazo no total da dívida tinham vindo a subir de forma consistente. Para esta evolução contribuiu sobretudo o fim do programa de ajustamento e conseqüente termo dos empréstimos de longo prazo do FMI, MEEF e FEEF, bem como o dinamismo da subscrição de Certificados de Aforro e do Tesouro. No entanto, o peso da dívida de médio e longo prazo tem vindo a aumentar desde o primeiro trimestre de 2015, num total de 1,1 ponto percentual (Tabela 8). Tal foi resultado do acréscimo na emissão bruta de títulos de médio e longo prazo, nomeadamente de Obrigações do Tesouro. Por instrumento, o acréscimo da dívida pública foi resultado sobretudo da emissão dos títulos de dívida (2783 M€). Adicionalmente registou-se uma emissão líquida pouco significativa de numerário e depósitos (40 M€), no qual se inserem os Certificados do Tesouro e Certificados de Aforro, e de empréstimos (53 M€).

Tabela 9 – Dívida pública: repartição por maturidade original
(em percentagem do total)

	CP	MLP
2013	9,3	90,7
2014	13,4	86,6
2015 Mar	15,0	85,0
2015 Jun	14,7	85,3
2015 Set	13,9	86,1
Var. face a 2014	0,6	-0,6

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os instrumentos considerados como tendo uma maturidade de “curto prazo”, i.e. até um ano, são os seguintes: “numerário e depósitos”, “títulos de curto prazo” e “empréstimos de curto prazo”.

Projeções da Comissão Europeia para a dívida pública

27 A Comissão Europeia reviu em alta as estimativas para a dívida pública de 2015. Segundo o boletim de outono, a Comissão Europeia prevê que o peso da dívida pública no PIB atinja 128,2% no final de 2015, o que representa uma revisão em alta em 3,8 pontos percentuais face à previsão de maio, e uma estimativa superior à do Ministério das Finanças (125,2% do PIB). A menor redução da dívida em 2015 dever-se-á, de acordo com a Comissão Europeia, ao adiamento da venda do Novo Banco e a revisões estatísticas. Adicionalmente, a Comissão Europeia revê em alta a projeção da dívida pública para 2016, de 123% para 124,7% do PIB, e estima-a em 121,3% do PIB para 2017.

Tabela 10 – Projeções da dívida pública
(em percentagem do PIB)

	2014	2015	2016
Ministério das Finanças	130,2	125,2	
Comissão Europeia			
maio	130,2	124,4	123
novembro	130,2	128,2	124,7

Fonte: Banco de Portugal (2014), Ministério das Finanças (2015) e Comissão Europeia (boletim económico de verão e boletim económico de outono de 2015).

crescimento do PIB real do 3.º trimestre. Relativamente à variação do deflator, esta só será divulgada no final de novembro.