

### Condições de mercado

**1 No mês de dezembro as principais bolsas registaram uma apreciação generalizada,** apesar de terem persistido algumas notícias sobre a estabilidade do sistema bancário em alguns países da área do euro (Tabela 1). Por outro lado, as medidas de política monetária, ainda que em sentido contrário nos EUA e na área do euro, terão contribuído para o reforço da confiança dos investidores. Nos EUA, foram reforçadas as expectativas de normalização da política monetária, enquanto na área do euro foram tomadas algumas medidas que reforçam o caráter acomodaticio. Este contexto terá também contribuído para um resultado mais positivo dos índices norte-americanos face aos índices europeus, quando analisada a evolução em 2016. No último mês do ano registou-se um desempenho mais favorável nos principais índices europeus.

**2 Em 2016 registou-se uma valorização generalizada dos principais índices acionistas, com especial destaque para os índices norte-americanos e do Reino Unido.** Na europa, o índice EuroStoxx 50 perdeu ligeiramente face ao final do ano de 2015 (Tabela 1). O índice PSI-20, muito afetado pelos desenvolvimentos no sistema bancário português desvalorizou-se 11,9%. Em Itália, apesar da recuperação do último mês, o índice FTSE MIB também se desvalorizou face ao final do ano de 2015.

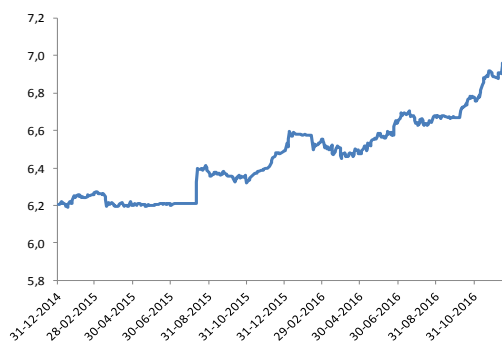
Tabela 1 – Principais índices acionistas

|                           | Nível            |                  |                  |                  | Variação percentual (%) |                    |                        |
|---------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------------|--------------------|------------------------|
|                           | 31-Dez-14<br>(1) | 31-Dez-15<br>(2) | 30-Nov-16<br>(3) | 30-Dez-16<br>(4) | 2015<br>(2) vs (1)      | 2016<br>(4) vs (2) | dez-2016<br>(4) vs (3) |
| <b>Mercado accionista</b> |                  |                  |                  |                  |                         |                    |                        |
| <i>Fim de período</i>     |                  |                  |                  |                  |                         |                    |                        |
| Euro Stoxx 50             | 3146,4           | 3286,7           | 3051,6           | 3271,8           | 4,5                     | -0,5               | 7,2                    |
| Dow Jones Industrial      | 17823,0          | 17425,0          | 19123,6          | 19762,6          | -2,2                    | 13,4               | 3,3                    |
| S&P500                    | 2058,9           | 2043,9           | 2198,8           | 2238,8           | -0,7                    | 9,5                | 1,8                    |
| Nikkei                    | 17450,8          | 19033,7          | 18308,5          | 19145,1          | 9,1                     | 0,6                | 4,6                    |
| Grecia: ASE               | 826,2            | 631,4            | 628,8            | 643,6            | -23,6                   | 1,9                | 2,4                    |
| Portugal: PSI 20          | 4799,0           | 5313,2           | 4454,9           | 4679,2           | 10,7                    | -11,9              | 5,0                    |
| Rússia: MICEX             | 1396,6           | 1761,4           | 2104,9           | 2232,7           | 26,1                    | 26,8               | 6,1                    |
| Reino Unido: Footsie      | 6609,9           | 6242,3           | 6783,8           | 7142,8           | -5,6                    | 14,4               | 5,3                    |

Fonte: Bloomberg.

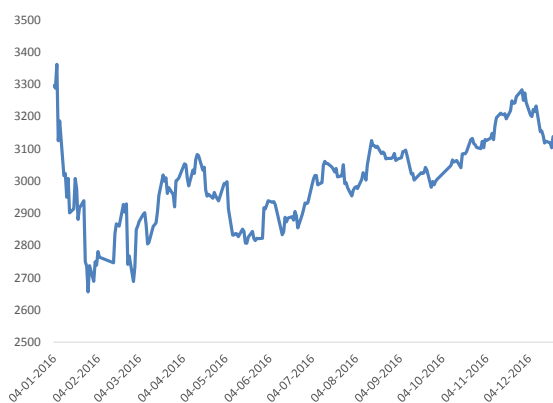
**3 Na China, os investidores reforçaram as preocupações relativamente ao enfraquecimento do renminbi, especulando-se sobre o aumento de saída de capitais apesar do reforço, por parte das autoridades, de algumas medidas de controlo de capitais.** O banco central chinês anunciou o ajustamento do cabaz de moedas que é utilizado como referência para a fixação do valor oficial da moeda. A medida, que entrou em vigor a 1 de janeiro, pretende reduzir o peso do dólar em favor de outras moedas como o won coreano e o riyal saudita, e deverá conferir às autoridades mais espaço de manobra em caso de depreciação do renminbi. Esta medida surge num contexto de saída de capitais da China que tem pressionado o renminbi, e que levou a que a moeda registasse este ano a maior depreciação anual desde 1994 (Gráfico 1). Desde o início do ano, o renminbi depreciou-se 6,3% face ao dólar e aproximou-se da barreira dos 7 dólares/yuan. O índice compósito de Shanghai desvalorizou-se 12,3%, face ao final do ano de 2015 (Gráfico 2).

Gráfico 1 – Cotação do dólar-yuan em 2015 e 2016  
(1 dólar = x yuan)



Fonte: Google Finance.

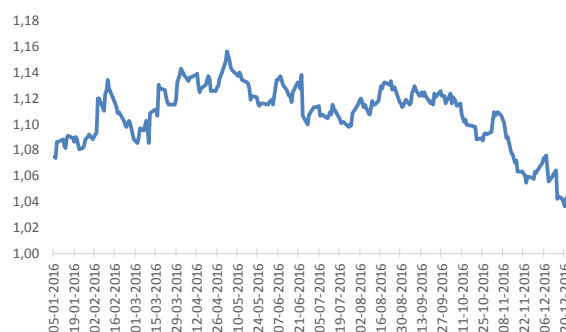
Gráfico 2 – Índice Compósito de Shanghai



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

**4 Na reunião de política monetária, o BCE anunciou a extensão do programa de compra de ativos financeiros por 9 meses, até dezembro de 2017, mas com redução do montante mensal de compras, dos atuais 80 mil M€ para 60 mil M€, a partir de abril.** A instituição alterou ainda os parâmetros do programa, diminuindo a maturidade mínima dos títulos a adquirir de 2 para 1 ano e permitindo a compra de títulos com um yield abaixo da taxa de juro da facilidade permanente de depósito. As declarações de M. Draghi na conferência de imprensa foram interpretadas como favoráveis a novas medidas acomodaticias se a perspetiva para a inflação for revista em baixa. Este contexto de política monetária mais acomodaticia na área do euro contribuiu para a continuação da depreciação do euro. Desde o início do ano, o euro depreciou-se 3,2% (Gráfico 3).

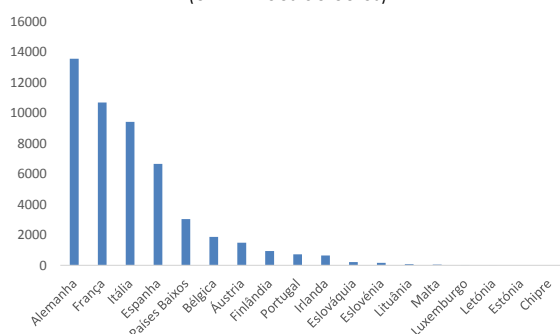
Gráfico 3 – Cotação do euro-dólar em 2016  
(1 euro = x dólares)



Fonte: BCE.

**5 Em dezembro, o BCE comprou 55 mil M€ de títulos de dívida pública no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP).** Durante o mês de dezembro, as compras foram essencialmente de títulos alemães e franceses (Gráfico 4). Relativamente aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras pelo BCE neste mês foi de 726 M€, significativamente abaixo da média mensal de 1071 M€ observada desde o início do programa. Em termos de maturidades médias dos títulos comprados, estas variaram entre 1,56 anos e 11,57 anos, tendo os títulos de dívida pública portuguesa a maturidade média de 9,53 anos. De referir 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.

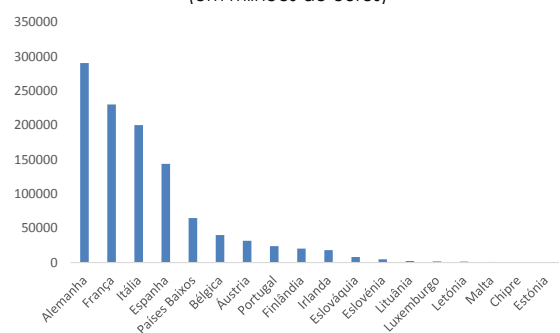
**Gráfico 4 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em dezembro**  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

**6 Desde o início do programa em março de 2015, o BCE acumulou 1 272,8 mil M€ de compras no âmbito do PSPP.** Em termos acumulados, o BCE já acumulou 1 272,8 mil M€ de dívida pública de países da área do euro, sobretudo dívida dos países de maior dimensão económica como a Alemanha, França, Itália e Espanha (Gráfico 5). Relativamente à dívida portuguesa, o BCE comprou 23,9 mil M€.

**Gráfico 5 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início, em março de 2015**  
(em milhões de euros)



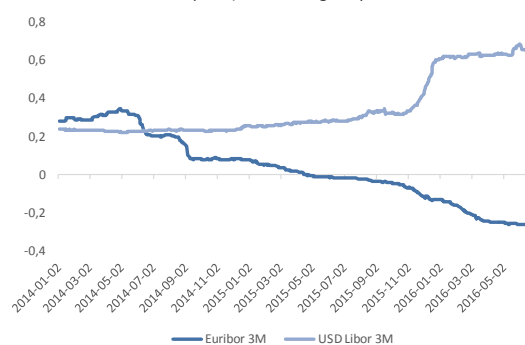
Fonte: BCE

**7 O Comité de Política Monetária da reserva federal dos EUA (FOMC) decidiu, de forma unânime, subir em 25 p.b. o intervalo das taxas de referência para os Fed funds, para 0,5% a 0,75%, de acordo com o esperado.** Contudo, o FOMC surpreendeu os participantes de mercado ao apresentar a revisão em alta das expectativas para as taxas de juro. A mediana das previsões dos membros do FOMC é de 1,4% para 2017, o que traduz a previsão de 3 subidas das taxas, face às 2 previstas na reunião anterior, sinalizando um ritmo mais acelerado na normalização da política monetária nos

EUA. A mediana da previsão da taxa de juro de longo prazo subiu para 3% (de 2,9%). Em relação às previsões para a taxa de inflação, manteve-se a previsão de setembro para 2017 e anos seguintes, registando-se apenas um aumento de 1,3% para 1,6% na mediana das projeções relativas a 2016.

**8 A evolução da política monetária entre os EUA e a área do euro foi divergente em 2016.** Ao longo de 2016 observou-se uma evolução em sentido contrário das taxas de juro no mercado monetário, com o aumento da taxa de juro da Libor do dólar e a Euribor a manter a trajetória de descida (Gráfico 6).

**Gráfico 6 – Taxas de juro do mercado monetário a 3 meses**  
(em percentagem)



Fonte: Euribor e Fed.

**9 Em dezembro, os desenvolvimentos na área do euro foram marcados pelas notícias sobre o sistema bancário,** em particular em Itália e em Portugal. Na Grécia, registou-se alguma instabilidade entre as autoridades do Mecanismo de Estabilidade Europeu (ESM) e as autoridades gregas.

**10 Em Itália, o resultado do referendo conduziu à rejeição das alterações constitucionais defendidas pelo governo.** Na sequência deste resultado, o primeiro-ministro apresentou a sua demissão, que foi aceite pelo Presidente, tendo sido constituído um novo governo, liderado pelo ministro dos Negócios Estrangeiros do governo demissionário, P. Gentiloni. Foram marcadas as próximas eleições para fevereiro de 2018. Os mercados reagiram sobretudo aos receios de que a formação do governo perturbasse as intervenções necessárias no sistema bancário. Em particular, o banco Monte dei Paschi di Siena apresentou uma necessidade de 8,8 mil M€ de capital, de acordo com o BCE.<sup>1</sup> Não tendo sido alcançado todo o financiamento junto de investidores privados, o governo avançou com um plano de recapitalização de cerca de 6,6 mil M€, o que elevará a sua participação no banco até perto dos 70%. Os restantes 2,2 mil M€ de necessidades de capital identificadas pelo BCE deverão ser obtidos através da conversão de obrigações subordinadas, detidas por investidores institucionais, em ações. O banco Unicredit, maior banco italiano, divulgou um plano de aumento do capital em 13 mil M€ a decorrer durante o 1.º trimestre de 2017. Neste contexto, algumas agências de *rating* pronunciaram-se sobre a notação de crédito dos bancos italianos. A Moody's alterou a sua perspetiva para "negativa" devido aos níveis elevados de incumprimento. A S&P afirmou que não atribui nenhum impacto imediato no *rating* do soberano italiano nem dos bancos italianos devido à existência do fundo público de 20 mil M€.

<sup>1</sup> Note-se que a previsão inicial correspondia a uma necessidade de capital de 5 mil M€, mas que teria sido calculada na sequência dos testes de stress elaborados com dados de 2015. Em 2016 terá existido deterioração das contas do banco, contribuindo para o aumento da necessidade de capital.

**11 Na Grécia, o ESM suspendeu, de forma inesperada, as medidas de curto prazo para o alívio da dívida,** o que se refletiu num alargamento acentuado dos *spreads* das obrigações soberanas face à Alemanha. Esta decisão surgiu após o governo grego ter anunciado medidas (a reposição do 13º mês a grande parte dos pensionistas) que não tinham sido acordadas com os credores. Posteriormente, após o ministro das Finanças grego, E. Tsakalotos, ter reafirmado os compromissos anteriormente assumidos, o ESM retomou os procedimentos para as medidas de curto-prazo de alívio da dívida grega.

**12 Em Portugal, a demissão do presidente da administração do banco público, no final do mês de novembro, foi seguida do anúncio de uma nova administração e pelo anúncio do adiamento da recapitalização.** A recapitalização da CGD foi adiada para 2017, incluindo a injeção de dinheiro pelo Estado até 2,7 mil M€ e a emissão de dívida junto de investidores privados. Durante o mês de dezembro, notícias sobre o processo de venda do Novo Banco indicaram que o principal potencial comprador, o grupo chinês Minsheng, não terá apresentado a prova de fundos necessária para a concretização da compra, pelo que acabou por ser afastado. Esta dificuldade do grupo chinês poderá estar relacionada com as restrições de saída de capitais China. O BCP foi penalizado por notícias de que o governo polaco estará a equacionar a hipótese de aumentar os impostos sobre os empréstimos hipotecários concedidos em moeda estrangeira, como forma de incentivar a sua conversão para zlotys, o que será prejudicial para o Bank Millennium. Neste contexto, a agência de notação financeira Fitch atribuiu *outlook* negativo à banca portuguesa. A agência de notação financeira considerou vulnerável a situação de capital da banca e espera a deterioração de alguns indicadores de qualidade de ativos em 2017. No entanto, a Fitch reconhece os recentes aumentos de capital e a estabilidade dos indicadores de qualidade dos ativos como evoluções favoráveis, que justificam a manutenção do *outlook* estável atribuído individualmente a cada banco.

**13 O FMI, no comunicado com as conclusões da visita a Portugal de monitorização pós-programa,** continuou a assinalar que, no médio-prazo, a perspetiva permanece inalterada e vulnerável a choques, dado o elevado nível de dívida pública e privada, mantendo-se a fraqueza no setor da banca. O FMI prevê um crescimento do PIB de 1,3% em 2016 e em 2017. Para o défice orçamental prevê 2,6% do PIB em 2016 e 2,1% em 2017. No mesmo âmbito, o comunicado do BCE e da CE foram no mesmo sentido.

**14 Apesar deste contexto de alguma fragilidade do sistema bancário, Portugal, Itália e Espanha registaram redução dos diferenciais de yields face aos títulos alemães, nos prazos inferiores a 10 anos.** Na maturidade a 10 anos, apenas Portugal registou um aumento de yields, e do diferencial face à Alemanha. No mercado persistiram rumores de que a *underperformance* de Portugal se relacionará com a diminuição das compras de obrigações no âmbito do programa de compra de ativos do BCE, devido à aproximação ao limite de compras para este emitente (Tabela 2, Tabela 3).

**Tabela 2 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos**  
(em percentagem e em pontos percentuais)

|          | 31-dez-13 | 30-dez-14 | 30-dez-15 | 30-mar-16 | 30-jun-16 | 30-nov-16 | 30-dez-16 | Var. mensal (em p.p.) | Var. desde o início do ano (em p.p.) |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------------|--------------------------------------|
| Portugal | 6,0       | 2,7       | 2,5       | 2,9       | 3,0       | 3,7       | 3,7       | 0,1                   | 1,2                                  |
| Itália   | 4,1       | 1,9       | 1,6       | 1,2       | 1,3       | 2,0       | 1,8       | 0,2                   | 0,2                                  |
| Espanha  | 4,1       | 1,6       | 1,8       | 1,4       | 1,2       | 1,5       | 1,4       | -0,2                  | -0,4                                 |
| Irlanda  | 3,4       | 1,2       | 1,1       | 0,7       | 0,5       | 0,9       | 0,7       | -0,1                  | -0,4                                 |
| França   | 2,6       | 0,8       | 1,0       | 0,5       | 0,2       | 0,7       | 0,7       | -0,1                  | -0,3                                 |
| Bélgica  | 2,5       | 0,8       | 1,0       | 0,5       | 0,2       | 0,6       | 0,5       | -0,1                  | -0,4                                 |
| Alemanha | 1,9       | 0,5       | 0,6       | 0,2       | -0,1      | 0,3       | 0,2       | -0,1                  | -0,4                                 |

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

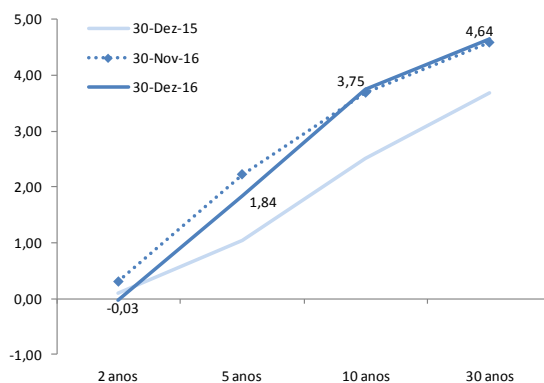
**Tabela 3 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos** (em pontos base)

|          | 31-dez-13 | 30-dez-14 | 30-dez-15 | 30-mar-16 | 30-jun-16 | 30-nov-16 | 30-dez-16 | Var. mensal | Var. desde o início do ano |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|----------------------------|
| Portugal | 408       | 212       | 188       | 277       | 312       | 342       | 354       | 13          | 167                        |
| Irlanda  | 152       | 70        | 52        | 56        | 64        | 60        | 54        | -6          | 2                          |
| França   | 63        | 28        | 36        | 33        | 31        | 48        | 48        | 0           | 12                         |
| Bélgica  | 62        | 28        | 34        | 36        | 36        | 35        | 32        | -3          | -1                         |
| Itália   | 216       | 134       | 97        | 106       | 139       | 171       | 161       | -11         | 64                         |
| Espanha  | 220       | 106       | 114       | 127       | 129       | 128       | 118       | -10         | 4                          |

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**15 Em 2016, a curva de rendimentos de Portugal registou um acentuado aumento da inclinação, em resultado do aumento da taxa de rendibilidade nos prazos mais longos e da diminuição nos prazos mais curtos** (Gráfico 7, Gráfico 8). A evolução dos prazos mais longos acompanhou os movimentos dos principais mercados obrigacionistas com uma redução inicial seguida de um ligeiro aumento a partir da primeira semana do mês de dezembro (Gráfico 9). Em resultado, a curva de rendimentos registou um aumento da sua inclinação, o que se verifica desde o início do ano.

**Gráfico 7 – 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*.

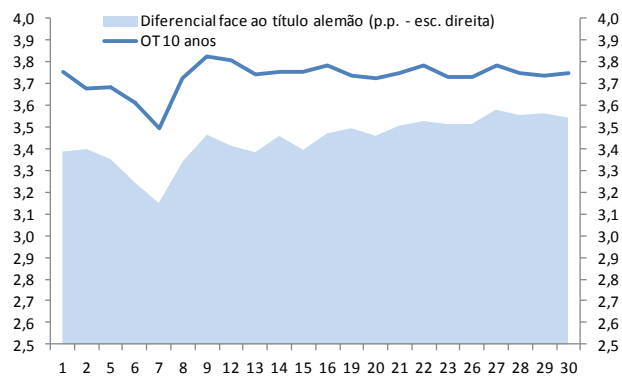
**16 Relativamente ao mercado primário da área do euro,** Itália colocou um total de 7,75 mil M€, num conjunto de emissões a 5, 7, 10 e 30 anos bem-sucedidas, um sinal positivo sobre a procura de títulos, apesar das questões relacionadas com o setor bancário.

**Gráfico 8 – Inclinação da curva de rendimentos da República Portuguesa** (em pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

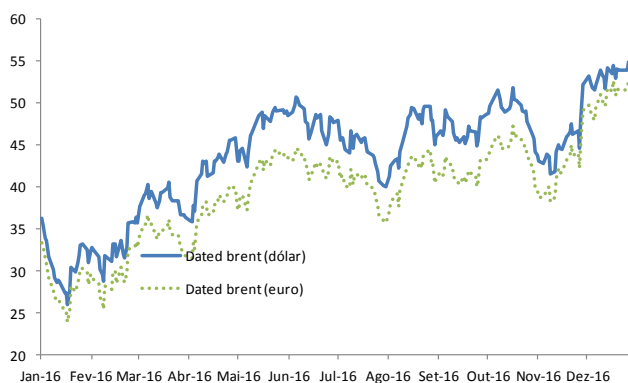
**Gráfico 9 – Evolução diária em dezembro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)**



Fonte: IGCP.

**17 O preço do petróleo subiu abruptamente em dezembro, situando-se, no final do mês em 54,96 dólares/barril o que representa um aumento de 50% em relação ao final do ano de 2015.** A evolução do último mês foi, em grande medida, resultado do acordo alcançado entre países membros e não membros da OPEP para um corte na produção de 558 mil barris por dia. Este movimento também foi favorecido pelas declarações do Ministro da Energia da Arábia Saudita, que afirmou que, a partir de 1 de janeiro, haverá uma redução da produção superior ao acordado por parte daquele país. Neste contexto, verificou-se uma apreciação das moedas dos produtores de matérias-primas como o rublo, a coroa norueguesa e o dólar canadiano.

**Gráfico 10 – Preço do petróleo (dated Brent) (preço do barril)**



Fonte: Thomson Reuters.

### Dívida direta do Estado

**18 As necessidades líquidas de financiamento do Estado foram diminuídas em novembro (Tabela 4).** Em termos mensais registou-se uma capacidade líquida de financiamento em 42 M€ devido ao *superavit* orçamental mensal do Estado (117 M€), que mais do que compensou a despesa líquida com ativos financeiros do mês de novembro (75 M€). As necessidades líquidas de financiamento do Estado até novembro fixaram-se em 8158 M€, o que representa um decréscimo de 1326 M€ face ao período homólogo. Estas resultaram do défice do subsector Estado no valor de 6540 M€, que compara com 6101 M€ no período homólogo, e da despesa líquida com ativos financeiros no montante de 1618 M€ (3383 M€ no período homólogo). Relativamente à despesa com ativos financeiros, de referir a injeção de capital na empresa Infraestruturas de Portugal

(800 M€), na Parpública (290 M€), no Metropolitano de Lisboa (358 M€) e na CP- Comboios de Portugal (176 M€), bem como o empréstimo de médio e longo prazo ao Metro do Porto (435 M€) e à Parque Escolar (85 M€).

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

|   | Set          | Out         | Nov         | Jan-Nov 2015 | 2016        | OE 2016      |
|---|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| <b>Necessidades líquidas de financiamento</b> | <b>-819</b>  | <b>1918</b> | <b>-42</b>  | <b>9484</b>  | <b>8158</b> | <b>10440</b> |
| <b>Défice orçamental (sub-setor Estado)</b>   | <b>-1195</b> | <b>1863</b> | <b>-117</b> | <b>6101</b>  | <b>6540</b> | <b>6305</b>  |
| <i>Despesa com ativos financeiros</i>         | 379          | 73          | 121         | 3876         | 2210        | 4924         |
| <b>Empréstimos de médio e Longo Prazo</b>     | 35           | 44          | 23          | 942          | 435         | 2504         |
| <b>Dotações de Capital</b>                    | 344          | 27          | 98          | 2874         | 1746        | 2298         |
| <b>Outros</b>                                 | 0            | 2           | 0           | 59           | 30          | 122          |
| <i>Receita com ativos financeiros</i>         | 3            | 17          | 46          | 493          | 593         | 788          |
| <b>Despesa líquida com ativos financeiros</b> | <b>376</b>   | <b>55</b>   | <b>75</b>   | <b>3383</b>  | <b>1618</b> | <b>4136</b>  |

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

**19 A dívida direta do Estado diminuiu em novembro pelo segundo mês consecutivo.** No final de novembro, a dívida direta do Estado fixou-se em 237,5 mil M€, o que representa uma diminuição de 1190 M€ em termos mensais (-0,5%), o segundo mês consecutivo de redução (Tabela 5).<sup>2</sup> No entanto, verificou-se um aumento em termos homólogos de 10,2 mil M€. Para a diminuição mensal contribuiu sobretudo o reembolso parcial antecipado do empréstimo do FMI no âmbito do PAEF no valor de 2068 M€ e a redução do stock de BT em 1,6 mil M€ (emissão bruta de 1750 M€ e amortização de 3386 M€). Por outro lado, registou-se uma nova emissão de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), com maturidade a novembro de 2021, no valor de 1,5 mil M€. Adicionalmente, o stock de Obrigações do Tesouro (OT) aumentou em 550 M€, tendo para tal concorrido a emissão a 4 anos com valor nominal de 780 M€. Por último, as contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros aumentaram em 154 M€. De salientar que a dívida após coberturas cambiais fixou-se em 235,1 mil M€.

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

|                     | nov-15         | out-16         | nov-16         | Variação (%) |            |              | Variação (M€) |               |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|------------|--------------|---------------|---------------|
|                     |                |                |                | mensal       | homóloga   | peso (%)     | mensal        | homóloga      |
| <b>Titulada</b>     | 130 217        | 141 776        | 142 021        | 0,2          | 9,1        | 59,8         | 245           | 11 803        |
| Curto prazo         | 20 848         | 23 364         | 21 438         | -8,2         | 2,8        | 9,0          | -1 926        | 590           |
| Médio e longo prazo | 109 369        | 118 412        | 120 582        | 1,8          | 10,3       | 50,8         | 2 171         | 11 213        |
| <b>Não titulada</b> | 24 256         | 26 725         | 27 091         | 1,4          | 11,7       | 11,4         | 366           | 2 835         |
| Cert. Aforro        | 12 775         | 12 962         | 12 947         | -0,1         | 1,3        | 5,5          | -15           | 172           |
| Cert. do Tesouro    | 7 701          | 10 717         | 10 968         | 2,3          | 42,4       | 4,6          | 251           | 3 267         |
| Outra               | 3 781          | 3 047          | 3 176          | 4,2          | -16,0      | 1,3          | 129           | -605          |
| Assist. Financeira  | 72 852         | 70 179         | 68 378         | -2,6         | -6,1       | 28,8         | -1 801        | -4 474        |
| <b>Total</b>        | <b>227 325</b> | <b>238 679</b> | <b>237 489</b> | <b>-0,5</b>  | <b>4,5</b> | <b>100,0</b> | <b>-1 190</b> | <b>10 164</b> |
| <b>Por memória:</b> |                |                |                |              |            |              |               |               |
| Transaccionável     | 124 370        | 135 477        | 136 012        | 0,4          | 9,4        | 57,3         | 535           | 11 642        |
| Não Transaccionável | 102 956        | 103 202        | 101 478        | -1,7         | -1,4       | 42,7         | -1 725        | -1 478        |
| Euro                | 201 589        | 215 923        | 216 413        | 0,2          | 7,4        | 91,1         | 490           | 14 824        |
| Não euro            | 25 736         | 22 757         | 21 076         | -7,4         | -18,1      | 8,9          | -1 680        | -4 660        |
| Contas margem       | 2 659          | 1 905          | 2 059          | :            | :          | :            | 154           | -600          |

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 A despesa com juros e outros encargos líquidos até ao final de novembro apresenta um acréscimo inferior ao previsto para o ano como um todo.** A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado até novembro fixou-se em 7329 M€ (Tabela 6), o que representa um acréscimo de 4,9%, aumento inferior ao previsto para o conjunto do ano no OE/2016 (6,4%). Merece destaque o pagamento do cupão das OT com uma despesa de 4,5 mil M€, o que compara com os 4,1 mil M€ do período homólogo, bem como os juros relativos a Certificados de Aforro e aos Certificados do Tesouro num valor de 721 M€

<sup>2</sup> Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.

(485 M€ no período homólogo).<sup>3</sup> A contrapôr, os juros pagos relativamente aos empréstimos no âmbito do PAEF foram de 1870 M€, valor inferior ao verificado no período homólogo (2106 M€) fruto do reembolso antecipado de 4 mil M€ do empréstimo do FMI. Do mesmo modo, no caso dos Bilhetes do Tesouro, foram pagos 96 M€ em 2015 e apenas 9 M€ em 2016, em grande medida devido à redução das taxas de juros subjacentes às emissões.

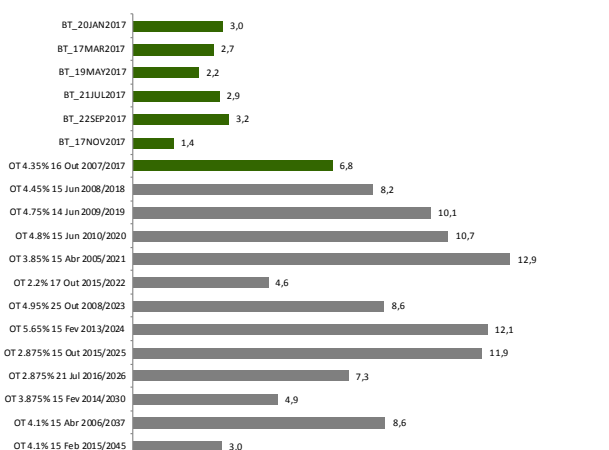
**Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida**  
(em milhões de euros)

|   | 2015         | 2016       |              |            | Jan-nov      |              | Tvh (%)     | Objectivo OE-2016 | Grau de Execução (%) |
|---|--------------|------------|--------------|------------|--------------|--------------|-------------|-------------------|----------------------|
|   |              | set        | out          | nov        | 2015         | 2016         |             |                   |                      |
| <b>Juros da dívida pública</b>          | <b>7 038</b> | <b>253</b> | <b>1 492</b> | <b>332</b> | <b>6 938</b> | <b>7 233</b> | <b>4,2</b>  | <b>7 475</b>      | <b>96,8</b>          |
| Bilhetes do Tesouro                     | 99           | 1          | 0            | 0          | 96           | 9            | -90,6       | 11                | 82,8                 |
| Obrigações do Tesouro                   | 4 087        | 27         | 1 268        | 1          | 4 087        | 4 543        | 11,1        | 4 632             | 98,1                 |
| Empréstimos PAEF                        | 2 119        | 157        | 60           | 278        | 2 106        | 1 870        | -11,2       | 1 947             | 96,0                 |
| Certif. de Aforo e do Tesouro           | 562          | 49         | 61           | 68         | 485          | 721          | 48,7        | 807               | 89,4                 |
| CEDIC / CEDIM                           | 37           | 1          | 7            | 1          | 31           | 23           | -26,8       | 16                | 138,7                |
| Outros                                  | 133          | 18         | 95           | -16        | 134          | 67           | -49,5       | 62                | 109,5                |
| <b>Comissões</b>                        | <b>67</b>    | <b>4</b>   | <b>3</b>     | <b>29</b>  | <b>65</b>    | <b>101</b>   | <b>54,2</b> | <b>80</b>         | <b>125,9</b>         |
| Empréstimos PAEF                        | 2            | 0          | 0            | 0          | 2            | 16           | 642,8       | 2                 | 794,6                |
| Outros                                  | 65           | 4          | 3            | 29         | 63           | 85           | 34,2        | 78                | 108,7                |
| <b>Juros e outros encargos pagos</b>    | <b>7 105</b> | <b>257</b> | <b>1 494</b> | <b>361</b> | <b>7 004</b> | <b>7 333</b> | <b>4,7</b>  | <b>7 555</b>      | <b>97,1</b>          |
| Por memória:                            |              |            |              |            |              |              |             |                   |                      |
| Juros recebidos de aplicações           | -13          | 0          | 0            | 0          | -19          | -4           | -79         | -9                |                      |
| <b>Juros e outros encargos líquidos</b> | <b>7 092</b> | <b>257</b> | <b>1 494</b> | <b>361</b> | <b>6 985</b> | <b>7 329</b> | <b>4,9</b>  | <b>7 546</b>      | <b>97,1</b>          |
| Tvh (%)                                 | 1,7          | 15,1       | -2,4         | -3,5       |              | 4,9          |             | 6,4               |                      |

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

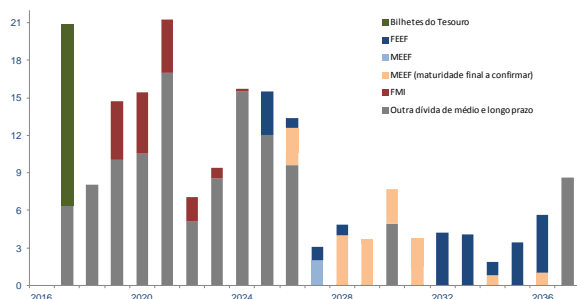
**21 Encontra-se previsto para 2017 a amortização de Obrigações do Tesouro no valor de 6,8 mil M€.** Em 2017 encontra-se projetado, salvo novas emissões, a amortização de 15,5 mil M€ em BT (em valor nominal, incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública), bem como a amortização de uma OT com maturidade a outubro de 2017 no valor de 6,8 mil M€ (Gráfico 11).

**Gráfico 11 – Perfil de amortização a 1 de janeiro de 2017**  
(em mil milhões de euros)



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

**Gráfico 12 – Perfil de amortização**  
(em milhares de milhões de euros)

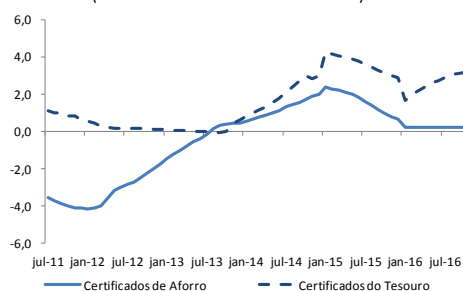


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

<sup>3</sup> Recorde-se que em os Certificados do Tesouro, criados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 40/2010, o pagamento anual dos juros a partir do 5.º ano têm como referência a taxa da OT a 5 anos verificada na data de subscrição.

**22 O stock de Certificados de Aforo e do Tesouro mantiveram a tendência de aumento, em termos homólogos, verificada desde finais de 2013.** No final de novembro, o stock de Certificados de Aforo atingiu 12,9 mil M€, o que representa um aumento de 172 M€ face ao mesmo mês do ano anterior (Gráfico 13). Com maior magnitude, os Certificados do Tesouro registaram um acréscimo homólogo de 3,3 mil M€ fixando-se em 10,9 mil M€. Em termos mensais, observou-se uma redução dos Certificados de Aforo em 15 M€ (emissão bruta de 31 M€) e um aumento dos Certificados do Tesouro em 251 M€ (emissão bruta de 264 M€)

**Gráfico 13 – Variação homóloga do Stock de Certificados de Aforo e do Tesouro**  
(milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**23 A variação da dívida pública desde o início do ano foi em muito determinada pelas recompras bilaterais.** Até ao final de novembro registaram-se recompras bilaterais de OT no valor de 1794 M€. Entre outras, observaram-se recompras da OT com maturidade em outubro de 2016 (308 M€) e da OT com maturidade em outubro de 2017 (1422 M€). Estas recompras bilaterais resultaram numa menos-valia de 82,5 M€ Por outro lado, em novembro registaram-se recompras bilaterais sobre a OT com maturidade em outubro de 2017 no valor de 230 M€. De relembrar que até ao final de novembro já tinha sido efetuado o reembolso antecipado de 4,0 mil M€ referente ao empréstimo do FMI.

**24 As necessidades de financiamento líquidas do Estado para 2016 foram revistas em baixa.** O IGCP, na sua apresentação de 4 de janeiro, reviu em baixa as necessidades líquidas de financiamento para 2016 de 9,6 mil M€ para 8,5 mil M€. Para tal contribuiu a revisão da despesa com ativos financeiros em 1,1 mil M€ devido a uma execução abaixo da projetada de injeções de capital (Tabela 7). Por último, os depósitos do subsector Estado deverão situar-se em 10,2 mil M€ em 2016, uma aumento de 0,9 mil M€ face à última projeção devido quer às menores necessidades líquidas de financiamento, quer à maior emissão de dívida de retalho e ao aumento dos depósitos de entidades terceiras junto do IGCP (CEDIC, CEDIM, entre outros). Adicionalmente, já em dezembro, o IGCP concretizou um novo reembolso antecipado do empréstimo do FMI no valor de aproximadamente 500 M€, aumentando para 4,5 mil M€ o reembolso efetuado em 2016.

**Tabela 7 – Necessidades de financiamento do Estado**  
(em milhares de milhões de euros)

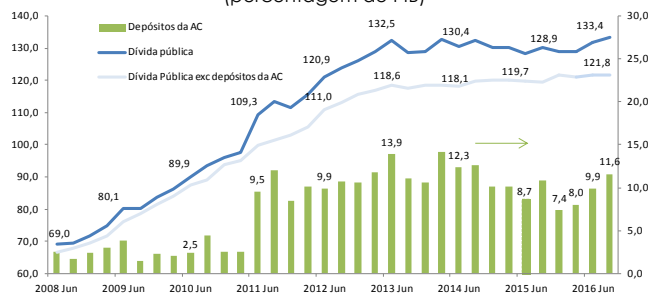
|  | IGCP Dez 2016 |             | IGCP Jan 2017 |             |
|--|---------------|-------------|---------------|-------------|
|  | 2016          | 2017        | 2016          | 2017        |
| <b>Necessidades de Financiamento do Estado</b>   | <b>23,1</b>   | <b>20,9</b> | <b>22,7</b>   | <b>20,3</b> |
| Necessidades Líquidas de Financiamento:          | 9,6           | 12,3        | 8,5           | 12,4        |
| Défice orçamental (sub-setor Estado)             | 6,3           | 6,6         | 6,3           | 6,6         |
| Outras aquisições líquidas de ativos financeiros | 3,3           | 5,7         | 2,2           | 5,8         |
| Financiamento do Estado                          | 25,8          | 18,0        | 26,3          | 16,5        |
| <b>Depósitos no final do ano</b>                 | <b>9,3</b>    | <b>6,4</b>  | <b>10,2</b>   | <b>6,5</b>  |

Fontes: IGCP (apresentação aos investidores de 4/1/2017 e de 5/12/2016).

**25 Na ótica de Maastricht, a dívida pública do terceiro trimestre em percentagem do PIB fixou-se em 133,4% do PIB.**

Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de setembro ascendeu a 244,4 mil M€, um valor superior ao registado no final de 2015 (de 231,3 mil M€). Em percentagem do PIB, a dívida pública atingiu 133,4%, o que representa uma revisão em alta face à última estimativa (133,2% do PIB), tendo para tal contribuído um menor crescimento económico trimestral em termos nominais face ao inicialmente projetado (Gráfico 14). A dívida líquida de depósitos da administração central fixou-se em 121,8% do PIB.<sup>5</sup>

**Gráfico 14 – Dívida pública**  
(percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

**26 A dívida pública registou um decréscimo em novembro.**

De acordo com o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht atingiu os 241,8 mil M€ em novembro, o que representa uma redução face a outubro de 1275M€. Adicionalmente a dívida pública líquida de depósitos da administração central fixou-se em 223,7 mil M€. Em resultado desta evolução, os depósitos da Administração Central fixaram-se em 18,1 mil M€.

<sup>4</sup> A dívida na ótica de Maastricht difere do conceito dívida direta do Estado devido, aos seguintes aspetos: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui todas as entidades classificadas para fins estatísticos no setor institucional das administrações públicas; ii. efeitos de consolidação - a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste 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.

<sup>5</sup> De salientar que a projeção do Banco de Portugal iguala o valor central da estimativa realizada pela UTAO para a dívida pública em percentagem do PIB no final do terceiro trimestre.