

Condições de mercado

1 O mês de dezembro foi caracterizado por um aumento generalizado da aversão ao risco, fomentado por acontecimentos relevantes: i) a descida continuada do preço do petróleo colocou maior pressão sobre os países produtores desta matéria-prima, em particular a Rússia onde se desencadeou uma forte depreciação do rublo;¹ 2 ii) a instabilidade política na Grécia, culminado com a marcação de eleições antecipadas perante a incapacidade de alcançar maioria parlamentar na eleição do Presidente da República; iii) as expectativas quanto à decisão de subida da taxa de juro nos EUA e, em sentido contrário, a especulação sobre a eventual decisão de compra de títulos de dívida pública por parte do BCE;³ iv) as revisões em baixa das notações de crédito por parte de algumas agências na avaliação a países da área do euro e Japão.

2 Note-se, contudo, que os movimentos de maior aversão ao risco foram parcialmente corrigidos na segunda metade do mês, perante: i) as intervenções das autoridades russas no mercado cambial comprando rublos, e no mercado monetário subindo a taxa de juro de referência para 10,5% (a 11 de dezembro) e para 17% (a 16 de dezembro);⁴ 5 ii) a reunião do Comité de Política Monetária da Reserva Federal dos EUA (terminada a 17 de dezembro) acalmou alguns receios de subida abrupta da taxa de juro de referência, reforçando que se irão manter baixas, pelo menos até meados de 2015;⁶ iii) a revisão em alta do PIB do 3.º trimestre da economia dos EUA, referindo um crescimento de 5%, em taxa de variação anualizada, em vez da previsão de 3,9% (divulgação a 23 de dezembro); iv) as expectativas sobre o eventual apoio parlamentar ao candidato a Presidente da República proposto pelo Primeiro-Ministro, o que poderia ter permitido a resolução da instabilidade política na Grécia.

¹ A acentuada depreciação do rublo russo poderá estar associada a outros fatores, para além da descida do preço do petróleo, nomeadamente a perspectiva de recessão da economia e das sanções impostas pelo Ocidente, não reagindo às medidas anunciadas pelo Presidente Putin, nomeadamente uma amnistia no retorno de capitais russos no estrangeiro.

² Outras moedas que registaram uma depreciação associada à descida do petróleo foram o dólar australiano e a coroa norueguesa. No caso da Noruega esta depreciação intensificou-se com a descida da taxa diretora em 25 p.b., para 1,25% (o nível mais baixo desde 2009), perante a debilidade da economia e a queda dos preços do petróleo. O Governador do Banco da Noruega deixou ainda em aberto a possibilidade de um corte adicional, ao qual atribuiu uma probabilidade 50%. Em reação a esta decisão, a coroa norueguesa sofreu uma depreciação considerável, situando-se em mínimos desde 2009 face ao euro (situando-se acima de 9) e ao dólar.

³ Neste contexto os participantes de mercado aguardam a reunião de política monetária de 22 de janeiro.

⁴ Ainda que o anúncio das intervenções do banco central tenha sido bem recebido, reforçaram-se os receios sobre a capacidade das autoridades em realizar as intervenções necessárias no futuro face à diminuição das reservas em moeda estrangeira.

⁵ A taxa de referência refere-se à taxa repo de operações em mercado aberto com maturidade de 1 semana. Esta variação da taxa de juro representa o maior acréscimo desde a crise russa de 1998, numa tentativa de "limit devaluation and inflation risks, which have risen seriously" recently". Esta decisão permitiu uma recuperação temporária do rublo. Note-se que no dia 15 de dezembro – que antecedeu a última decisão de subida da taxa de juro por parte do banco central da Rússia – assistiu-se a uma forte instabilidade nos mercados, com uma repentina, e expressiva, descida dos principais índices acionistas e intervenções das autoridades monetárias nalguns países, nomeadamente na Indonésia (em que a rupia atingiu mínimos de 16 anos face ao dólar) e na Índia.

⁶ No que diz respeito à reunião do FOMC, conforme era amplamente aguardado, foi alterada a *forward guidance*, substituindo a expressão "considerable time" utilizada para descrever a manutenção das taxas juro estáveis por "Based on its current assessment, the Committee judges that it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy".

3 Em dezembro a instabilidade política na Grécia foi intensificada, culminando na marcação de eleições antecipadas para janeiro. Após a aprovação pelo Eurogrupo do pedido da Grécia de extensão por 2 meses do programa de ajuda económico-financeira, o Primeiro-Ministro grego antecipou, para o dia 17 de dezembro a votação no Parlamento para a eleição do Presidente do país.⁷ Contudo, esta votação, e nas 2 que se repetiram, não resultou na maioria necessária à eleição, tendo o parlamento sido dissolvido e marcadas eleições antecipadas para 25 de janeiro. Na atual conjuntura política, o partido da oposição Syriza reúne a maioria das intenções de voto, o que é considerado pelos participantes de mercado como um risco de instabilidade na Grécia nomeadamente em relação à continuidade no euro. Neste contexto, a agência de *rating* Fitch referiu que não considera claro que um único partido consiga vir a formar governo, o que aumenta os riscos de instabilidade política prolongada. A agência considera que este cenário prejudica a qualidade de crédito da Grécia e referiu também os receios quanto a adiamentos nas negociações quanto ao programa de assistência financeira e também quanto a potenciais reduções de depósitos nos bancos. Adicionalmente, responsáveis do FMI (em acordo com o BCE e a Comissão Europeia) declararam que as negociações com as autoridades gregas sobre a avaliação da 6.ª revisão do programa de ajuda financeira serão retomadas após um novo governo tomar posse na Grécia. As taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública grega têm refletido este enquadramento, registando fortes subidas. As *yields* dos títulos *benchmark* a 10 anos aumentaram 0,2 p.p. face ao final de novembro para 9,74%.⁸

4 Neste contexto e em termos de dados de final de mês, verificou-se a depreciação do euro face às principais divisas; a acentuada depreciação do rublo russo; e, a depreciação do iene face ao dólar. A depreciação do euro atingiu 2,8% face ao dólar norte-americano, tendo-se depreciado 2% face ao iene e 2,4% face à libra esterlina. A depreciação de 23% do rublo face ao dólar resulta da forte depreciação que se verificou até meados de dezembro e da correção parcial deste movimento na segunda metade do mês. Para esta correção contribuíram não só as intervenções do banco central mas também as vendas de moeda estrangeira por parte de empresas exportadoras. Este movimento de apreciação do rublo na segunda metade do mês parece ter sido relativamente imune ao anúncio da S&P's ao colocar o *rating* BBB- da dívida soberana do país em *credit watch* negativo, tendo a agência afirmado que havia uma elevada probabilidade de colocar a notação de crédito da Rússia na categoria de *non-investment grade* (aguarda-se o a avaliação final em meados de janeiro), devido à deterioração rápida da flexibilidade monetária do país e ao impacto do enfraquecimento da economia sobre o seu sistema financeiro. Na Rússia, para além da instabilidade

⁷ A 19 de dezembro foi também aprovada a extensão do financiamento de assistência financeira pelo Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), adiando para 28 de fevereiro a finalização do programa e permitindo que sejam ainda utilizados 1,8 mil M€ do programa. No âmbito do programa de assistência financeira à Grécia, foram efetuados empréstimos no valor de 194,7 mil M€ pelos países da União Europeia (52,9 mil M€ provindos do Greek Loan Facility e 141,8 mil M€ do FEEF). Destes empréstimos mil M€ dizem respeito a Portugal.

⁸ Em janeiro o movimento de subida foi intensificado tendo as taxas de rendibilidade ultrapassado o limiar de 10%.

cambial, surgiram sinais de problemas de capitalização de bancos na sequência do resgate de um banco de média dimensão, o Trust Bank, que deverá receber cerca de 30 m€ de rublos de apoio estatal. Neste contexto o Parlamento aprovou legislação com vista à recapitalização dos bancos até 1 bilião de rublos. No Japão, o iene depreciou-se na sequência do *downgrade* do *rating* soberano pela Moody's (de Aa3 para A1) com *outlook* estável. A divisa nipónica recuperou posteriormente perante operações de realização de lucros, intensificadas pela aproximação do final do ano, permitindo que se tenha apreciado face ao euro em relação ao final do mês de novembro.

5 Os participantes de mercado mantêm expectativas sobre a adoção de medidas não convencionais adicionais de política monetária por parte do BCE. Estas expectativas contribuíram para a descida das taxas de rendibilidade, tendo sido reforçadas após a divulgação dos dados da taxa de inflação e após a reunião de política monetária de 4 de dezembro. Nesta reunião, o Presidente Draghi afirmou que o Conselho de Governadores irá analisar no início de 2015 o impacto das medidas de estímulo monetário já introduzidas, assim como o efeito da descida recente do preço do petróleo, sobre a perspetiva de evolução dos preços. A variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) situou-se, em novembro, em 0,3% e em -0,2% em dezembro (dado de janeiro). O exercício de projeções do Eurosistema reviu em baixa as previsões para a inflação e para o crescimento na área do euro (Tabela 1). Neste contexto surgiram reforçadas as expectativas sobre a próxima decisão do BCE incluir um programa de compra de dívida pública.⁹

Tabela 1 – Projeções para a área do euro
(taxa de variação anual)

	Projeção do BCE (Setembro 2014)			Projeção do Eurosistema (Dezembro 2014)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB	0,9	1,6	1,9	0,8	1	1,5
Inflação	0,6	1,1	1,4	0,5	0,7	1,3

Fonte: BCE.

6 Os índices acionistas dos principais países e área do euro registaram ligeiras desvalorizações, mais pronunciadas nos países periféricos da área do euro. O índice de referência europeu EuroStoxx50 desvalorizou 3,2% face ao final de novembro (dados de fim de período), enquanto o PSI 20 perdeu 7,3% e o índice de referência da Grécia (ASE) registou um nível 14,2% inferior ao do final do mês anterior. Nos EUA, o índice Dow Jones manteve-se praticamente inalterado, após a queda até meados do mês e posterior recuperação. No Japão, o índice Nikkei perdeu 0,1%.

7 Nos mercados obrigacionistas internacionais, as taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública com maturidade a 10 anos desceram na Alemanha e mantiveram-se praticamente inalteradas nos EUA. Note-se que a curva de rendimentos na Alemanha registou um movimento de *bullish flattening*, i.e., observando-se descida das taxas de rendibilidade nas maturidades mais longas de forma mais pronunciada do que nas maturidades mais curtas. Este movimento terá sido motivado pelo aumento da aversão ao risco, no contexto da instabilidade política na Grécia, e perspetivas de inflação futura mais baixa, em particular devido ao enquadramento de redução do preço do

petróleo, apesar de existirem expectativas quanto a novas medidas de política monetária não convencionais por parte do BCE.

8 O preço do petróleo desceu acentuadamente. O preço do petróleo *dated Brent* foi transacionado a valores em torno dos 50 €/barril em dezembro, o que compara com cotações médias de 62,9 €/barril em novembro e 68,9 €/barril em outubro (Gráfico 1). Tanto a OPEP, como a International Energy Agency, reviram em baixa as previsões para a procura em 2015, em resultado do fraco crescimento económico mundial e do aumento verificado pela indústria nos EUA. Adicionalmente terão contribuído as intenções expressas por responsáveis políticos da Arábia Saudita e dos Emirados Árabes Unidos no sentido de se oporem a que a OPEP imponha cortes na produção (perante a pressão de países como a Argélia e a Venezuela nesse sentido). Por outro lado, a notícia do Wall Street Journal que indica que a Arábia Saudita prevê uma estabilização do preço do petróleo em torno dos 60 \$/barril terá aliviado alguns receios de que o preço pudesse descer ainda mais significativamente. Desde o início do ano, o *dated Brent* em dólares acumula uma queda de cerca de 58%, encontrando-se em mínimos desde outubro de 2009 (valores médios mensais).

Gráfico 1 – Preço do petróleo
(*dated Brent*, €/barril)



Fonte: US Energy Information Administration.

9 Em relação aos mercados obrigacionistas dos países periféricos da área do euro, registou-se a manutenção do diferencial das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública face à Alemanha nos prazos mais longos (Tabela 2). Este movimento resultou de um aumento do diferencial na primeira parte do mês, posteriormente corrigido. Para o movimento de subida das taxas terá contribuído um enquadramento geral de menor apetite pelo risco, sobretudo intensificados pelos riscos políticos na Grécia e pelas decisões das agências de *rating* (Tabela 3). Em Itália, a S&P's reviu em baixa o *rating* para BBB- (o nível mais baixo de *investment grade*), com *outlook* estável, referindo um forte aumento na dívida do país, a par de um muito baixo ritmo de crescimento económico que reduziu a competitividade. Esta notícia terá contribuído para a subida das taxas de rendibilidade na parte mais curta da curva do mercado obrigacionista e para a manutenção do diferencial face ao título alemão a 10 anos. A Fitch procedeu a um *downgrade* do *rating* da dívida soberana de França, de AA+ para AA (*outlook* estável), em linha com o esperado pelo mercado. Relativamente à Irlanda, a S&P's reviu em alta o *rating* para A-, com *outlook* estável. A Fitch procedeu a uma alteração do *rating* do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEFF, EFSF na sigla inglesa), de AA+ para AA, passando o *credit*

⁹ Já em janeiro surgiram rumores de que esse plano poderá alcançar 500 mil M€.

watch negativo para outlook estável. Em relação ao Mecanismo de Estabilização Europeu (ESM, na sigla inglesa), manteve o rating em AAA, passando igualmente de credit watch negativo para estável.

10 A empresa Moody's adiou para o dia 8 de Maio a decisão sobre rating de Portugal. Para 2015, as datas previstas para possíveis revisões de notação de risco soberano são: relativamente à Moody's, nos dias 8 de maio (esta estava inicialmente prevista para o dia 9 de janeiro) e 4 de setembro; para a S&P, nos dias 20 de março e a 18 de setembro; para a Fitch, nos dias 27 de março e a 25 de setembro, e no que se refere à DBRS, nos dias 15 de maio e a 13 de novembro.

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

	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	29-Ago-14	31-Out-14	28-Nov-14	30-Dez-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	11,0	5,6	4,1	2,3	2,4	2,1	2,1	0,0	-2,0
Irlanda	-	-	1,5	0,9	0,9	0,7	0,7	0,0	-0,8
França	1,3	0,7	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,0	-0,3
Bélgica	2,2	0,7	0,6	0,3	0,3	0,2	0,3	0,1	-0,3
Itália	5,2	3,2	2,2	1,5	1,5	1,3	1,3	0,0	-0,8
Espanha	3,2	3,9	2,2	1,3	1,2	1,2	1,1	-0,1	-1,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Tabela 3 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos (em pontos percentuais)

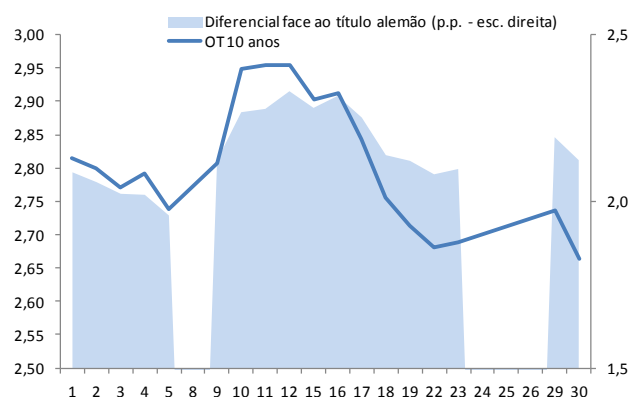
	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	29-Ago-14	31-Out-14	28-Nov-14	30-Dez-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	12,8	6,9	6,0	3,2	3,2	2,8	2,7	-0,2	-3,3
Itália	7,0	4,5	4,1	2,4	2,3	2,0	1,9	-0,2	-2,2
Espanha	5,0	5,2	4,1	2,2	2,1	1,9	1,6	-0,3	-2,5
Irlanda	-	-	3,4	1,8	1,7	1,4	1,2	-0,1	-2,2
França	3,1	2,0	2,6	1,3	1,2	1,0	0,8	-0,1	-1,7
Bélgica	4,1	2,0	2,5	1,2	1,1	0,9	0,8	-0,1	-1,7
Alemanha	1,8	1,3	1,9	0,9	0,8	0,7	0,5	-0,2	-1,4

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

11 Nos mercados primários dos títulos de dívida pública da área do euro, as taxas de juro médias continuaram a ser inferiores às de leilões anteriores com maturidade comparável. O Tesouro de Espanha emitiu um total de 2,6 mil M€ em dívida a 5, 9 e 10 anos, a taxas médias de, respetivamente, 0,875% (1,402% no leilão anterior realizado em junho), 1,577% (1,931% em novembro) e 1,731% (um mínimo histórico, que compara com 1,84% na emissão de 4 de dezembro). Em Itália, o Tesouro colocou 7,3 mil M€ de dívida a 5 e 10 anos, com as taxas de colocação a 10 anos a atingirem um mínimo histórico a 1,89%. No leilão a 5 anos a yield média situou-se em 0,98%.

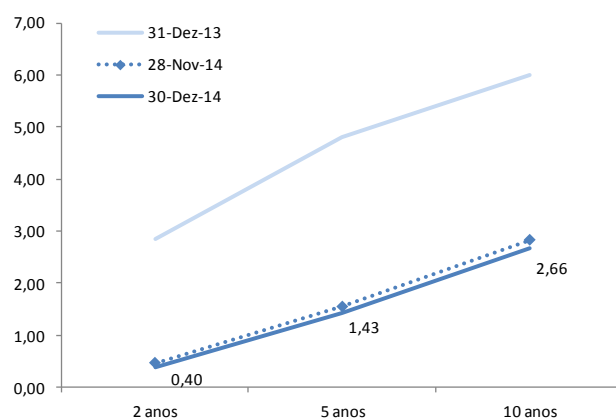
12 Em Portugal, as taxas de rendibilidade desceram ligeiramente, sendo de destacar uma evolução ao longo do mês bastante diferenciada, reagindo às alterações de apetite ao risco dos mercados internacionais. Na primeira metade do mês assistiu-se a um aumento da aversão ao risco, que terá motivado a subida das taxas de rendibilidade, movimento que acabou por ser totalmente corrigido (Gráfico 2 e Gráfico 3).

Gráfico 2 – Evolução diária em dezembro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

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



Fonte: IGCP.

13 No mercado acionista português, continuou a registar-se uma underperformance relativamente ao índice europeu, destacando-se alguma volatilidade no setor bancário. No setor bancário, destaque para a queda das ações do BPI que determinou que a CMVM proibisse o short-selling destas ações a 18 de dezembro, movimento posteriormente recuperado. Para esta evolução contribuíram várias notícias, em particular, a alteração imposta pelo BCE da forma de contabilização, a partir de 2015, da exposição do BPI a Angola através do Banco de Fomento Angola, que passará a ser mais penalizadora para os rácios do banco, podendo mesmo obrigar à redução dessa exposição ou a um aumento de capital. Foi também anunciado oficialmente a manifestação de interesse do BPI na aquisição do Novo Banco. O BCP também deverá ser afetado pela alteração das regras da contabilização da exposição a Angola, mas em menor escala, não implicando por isso uma necessidade de redução dessa exposição. Também no setor das telecomunicações foi necessária a intervenção da CMVM que suspendeu temporariamente a transação das ações da PT SGPS devido à expectativa de divulgação de informação relevante sobre o emitente, após o anúncio da OPA de uma empresa angolana.

Dívida direta do Estado

14 O IGCP foi considerado pela IFR como o emitente soberano do ano. O IGCP, na qualidade de responsável pela emissão e gestão da dívida da República Portuguesa, foi considerado pela IFR – *International Financing Review* (publicação de referência na área financeira com aproximadamente 40 anos de existência) como emitente soberano do ano 2014, ao ser premiado na categoria *SSAR Issuer*. A atribuição da distinção foi justificada com a normalização do mercado de dívida soberana portuguesa após o término do PAEF.

15 A despesa em ativos financeiros foi a principal responsável pelas necessidades líquidas de financiamento do mês de novembro. Em novembro, o défice do subsector Estado fixou-se em 345 M€, tendo, nesse mês, a aquisição líquida de ativos financeiros sido de 1,5 mil M€ (Tabela 4). Uma parte substancial da despesa em ativos financeiros (1498 M€) consistiu em empréstimos a médio e longo prazo concedidos a entidades públicas, nomeadamente à Carris (454 M€) e STCP (299 M€), bem como a empresas públicas reclassificadas (562 M€). A receita com ativos financeiros de 30 M€ diz respeito à amortização de empréstimos de 15 M€ no âmbito do PREDE (programa de regularização de dívidas a fornecedores na administração local) e do PAEL (programa de apoio à economia local) e do empréstimo de 11 M€ da Parque Escolar. Por conseguinte, as necessidades de financiamento líquidas atingiram 1,8 mil M€ em novembro.

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

Necessidades de Financiamento	Nov.
1. Défice Subsector Estado	345
2. Despesa Ativos Financeiros	1498
3. Receita Ativos Financeiros	30
Total (1.+2.-3.)	1813

Fonte: DGO.

16 A dívida direta do Estado aumentou em novembro, nomeadamente ao nível da dívida titulada de médio e longo prazo. A dívida direta do Estado fixou-se em 218,3 mil M€ no final de novembro de 2014, o que corresponde a um acréscimo de 1346 M€, em termos mensais e de 14 mil M€ em termos homólogos (Tabela 5). Nesse sentido, as necessidades de financiamento líquidas de novembro foram preenchidas, em parte, pela emissão de nova dívida direta. Por instrumento, a variação da dívida pública deveu-se, sobretudo, à emissão da Obrigação do Tesouro com maturidade em 2024, no valor de 1,2 mil M€. Foi também realizada uma oferta de troca de diversas Obrigações do Tesouro, nomeadamente de títulos com maturidade em outubro de 2015 (240,1 M€), fevereiro de 2016 (553,1 M€) e outubro de 2016 (955,4 M€) por títulos com maturidade abril de 2021 (943,3 M€) e outubro de 2023 (805,2 M€). Adicionalmente, registaram-se dois leilões de BT no valor de 1,3 mil M€, e por conseguinte uma emissão líquida de 120 M€. Ainda no dia 12 de novembro, a República Portuguesa recebeu o último empréstimo da 11.ª tranche por parte do MEEF, no valor de 394 M€, com maturidade a 15 anos e a uma taxa de juro fixa de 1,507%. Por último, de referir que os stocks de Certificados de Aforro e de Tesouro aumentaram 270 M€ e 163 M€, respetivamente (Gráfico 4).¹⁰

¹⁰ As flutuações cambiais em novembro tiveram como efeito uma redução da dívida direta do Estado em 500 M€.

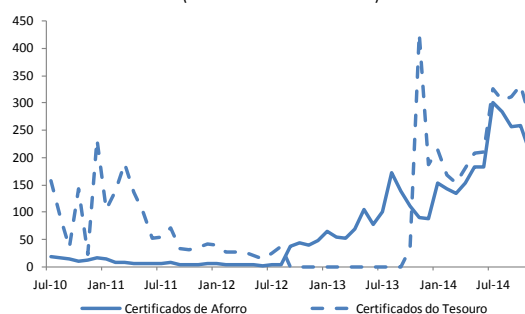
Tabela 5 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Dez-13	Out-14	Nov-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 511	133 696	134 623	0,7	7,7	61,7
Curto prazo	25 079	23 493	23 432	-0,3	-23,2	10,7
Médio e longo prazo	94 432	110 203	111 192	0,9	17,6	50,9
Não titulada	12 690	17 362	17 799	2,5	42,7	8,2
Cert. Aforro	10 132	11 809	11 972	1,4	18,5	5,5
Cert. do Tesouro	2 026	4 426	4 693	6,0	154,9	2,1
Outra	532	1 127	1 134	0,6	113,1	0,5
Assist. Financeira	72 051	78 309	78 539	0,3	8,6	36,0
Total	204 252	216 926	218 272	0,6	4,0	100,0
Por memória:						
Transaccionável	114 810	114 485	115 326	0,7	-2,3	52,8
Não Transaccionável	89 443	102 441	102 946	0,5	12,2	47,2
Euro	178 912	185 067	186 653	0,9	1,3	85,5
Não euro	25 340	31 859	31 619	-0,8	23,5	14,5

Fonte: 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. Para o cálculo da dívida direta do Estado os valores de emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe.

17 As necessidades brutas de financiamento em novembro foram inferiores às verificadas em outubro. No mês de novembro o montante de amortizações de dívida direta do Estado (excluindo CEDIC) fixou-se em 3,9 mil M€ devido, sobretudo, à amortização de Bilhetes do Tesouro (1049 M€), à recompra da Obrigação do Tesouro com maturidade em outubro de 2015 (336 M€) e à operação de troca de OT com maturidade em 2015 e 2016 por OT que amortizam em 2021 e 2023 (1749 M€). Nesse sentido, as necessidades brutas de financiamento fixaram-se em 5,7 mil M€, valor inferior em 2,0 mil M€ ao registado em outubro.¹¹

Gráfico 4 – Emissão de Certificados de Aforro e do Tesouro
(em milhões de euros)



Fonte: IGCP.

18 No período de janeiro a novembro, observou-se um acréscimo da despesa com juros e outros encargos líquidos, em termos homólogos. No período de janeiro a novembro, a despesa com juros e outros encargos líquidos atingiu 6886 M€, tendo ocorrido um aumento mensal de 486 M€ (Tabela 6). O acréscimo mensal registado é justificado, sobretudo, pelos juros relativos aos empréstimos no âmbito do PAEF (377 M€). Em termos acumulados, verificou-se um aumento face ao período homólogo (2,5%). A principal componente dos juros pagos no período entre janeiro e novembro refere-se a Obrigações de Tesouro, com 3962 M€, a qual apresentou um decréscimo de -4,6% face ao período homólogo. Os juros pagos pelos empréstimos do PAEF foram de 1994 M€, o que se traduziu num aumento de 18% em termos homólogos.

¹¹ As necessidades brutas de financiamento consistem na soma das necessidades líquidas de financiamento e das amortizações e anulações da dívida fundada.

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

	2014			jan-nov 2013	jan-nov 2014	Tvh (%)
	set	out	nov			
Juros da dívida pública	240,4	1 662,4	509,7	6 790	6 926	2,0
Bilhetes do Tesouro	34,4	0,0	13,5	470	349	-25,7
Obrigações do Tesouro	18,8	1 496,8	35,0	4 151	3 962	-4,6
Empréstimos PAEF	151,8	50,0	377,0	1 690	1 994	18,0
Cerificados de Alforro e do Tesouro	28,3	34,6	41,7	300	342	14,0
CEDIC / CEDIM	1,3	13,3	2,4	32	43	32,5
Outros	5,9	67,7	40,0	147	236	60,2
Comissões	9,9	2,6	7,1	84	79	-6,0
Empréstimos PAEF	0,0	0,0	0,9	56	19	-66,4
Outros	9,9	2,6	6,2	28	60	113,2
Juros e outros encargos líquidos	239,7	1 662,2	485,6	6 717	6 886	2,5

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

19 Em dezembro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 12 meses. No dia 5 de dezembro, foi emitido um BT a 12 meses, no montante de 982 M€, a uma taxa de juro média ponderada de 0,282%. A taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7 e Gráfico 5).

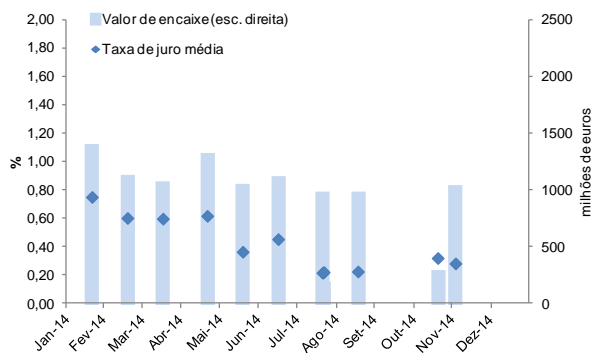
Tabela 7 – Emissão de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em novembro

(ao valor de encaixe e em milhões de euros)

Instrumento	Bilhetes do Tesouro
Maturidade	Dez-15
Data da Transacção	05-Dez
Prazo	12 meses
Montante Colocado (M€)	982
Montante de Procura (M€)	1 529
Taxa média (%)	0,282
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média)	21-Nov-14, 0,320

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Inclui as emissões de dezembro até à data da publicação deste relatório.

Gráfico 5 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



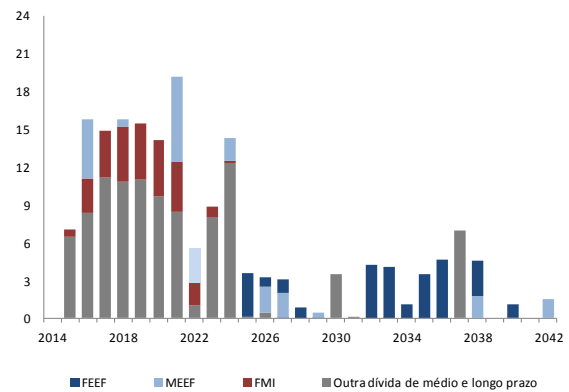
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

20 Prevê-se que as necessidades de financiamento líquidas do Estado em 2015 atinjam os 11 mil M€. Sob proposta do IGCP, e em conformidade com a previsão que consta no Orçamento do Estado, de 11 mil M€, foi aprovado o programa de financiamento para 2015. A estratégia de financiamento das necessidades líquidas de financiamento de 2015 consiste na realização regular de leilões Obrigações de Tesouro. Está prevista, combinando leilões e sindicatos, emissões de OT com montantes entre 12 a 14 mil M€. Adicionalmente, prevê-se que o financiamento através de Bilhetes do Tesouro tenha um impacto nulo no stock da dívida, cobrindo as amortizações que se encontram calendarizadas (16 mil M€). A este respeito, para o primeiro

trimestre de 2015, é esperada a emissão de seis BT, designadamente das seguintes: no dia 21 de janeiro, com maturidades a 6 e a 12 meses e com um montante indicativo entre 1000 e 1250 M€; no dia 18 de fevereiro, a 3 e a 11 meses, com um montante indicativo entre 1000 e 1250 M€; e no dia 18 de março, a 6 e a 12 meses, com um montante indicativo entre 1000 e 1250 M€.

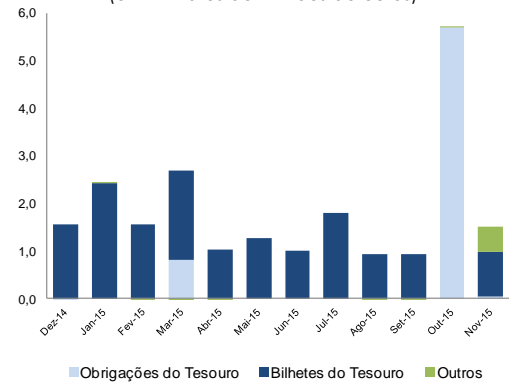
21 O montante de dívida pública de médio e longo prazo a amortizar pela República nos próximos cinco anos deverá ascender a 69 mil M€. Em 2015 iniciar-se-á o pagamento do empréstimo realizado pelo FMI, sendo este de montante de cerca de 550 M€. No que se refere aos empréstimos desta entidade, nos próximos cinco anos será amortizado um total de 15,8 mil M€. Relativamente à amortização de outra dívida de médio e longo prazo, a qual diz respeito maioritariamente a OT, o valor a amortizar nos próximos cinco anos será de aproximadamente 47,8 mil M€ (Gráfico 7).¹² Por último, de salientar que nos próximos 12 meses prevê-se entre BT e OT amortizações no valor de 22,3 mil M€, dos quais uma OT em outubro de 2015 no valor de 5,7 mil M€ (Gráfico 7).

Gráfico 6 – Plano de amortização de dívida de médio e longo prazo
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP. | Nota: A maturidade dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de 7 anos em média. A extensão de cada empréstimo será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização, não se esperando que Portugal venha a ter de refinarciar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

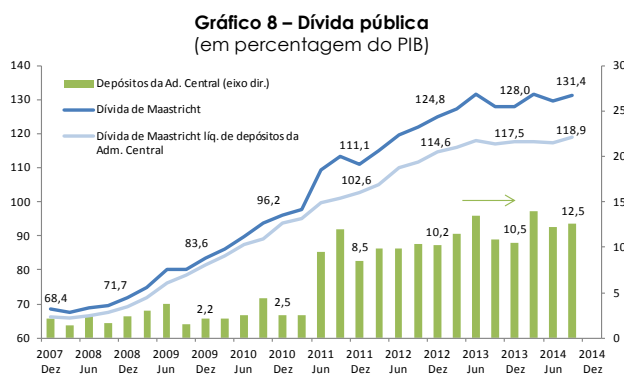
Gráfico 7 – Plano de amortização de dívida nos próximos 12 meses
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

¹² Nos próximos está igualmente projetado o início do pagamento do empréstimo realizado pelo MEEF, em 5,3 mil M€. No entanto, aquando do acordo de extensão da maturidade do empréstimo do FEEF, foi acordado que caso Portugal requisite também o empréstimo concedido pelo MEEF será renovado, não havendo lugar a pagamento nos próximos cinco anos.

22 A dívida pública no final do 3.º trimestre ascendeu a 228,4 mil M€, tendo atingido 131,4% do PIB. Este resultado representa um aumento de 9,1 mil M€ em termos nominais face ao final de 2013 e equivale a um agravamento de 3,4 p.p. do PIB (Gráfico 8). Conjuntamente, a dívida líquida de depósitos da administração central aumentou 5,3 mil M€ face ao final de 2013, o que representa um acréscimo de 1,2 p.p. para 118,9% do PIB. O rácio da dívida pública registado no final de setembro excede o objetivo previsto para o final do ano (de 127,2% do PIB), mas estão previstas operações que deverão dar origem a uma redução da dívida pública, nomeadamente a amortização de títulos de dívida com recurso à liquidez existente, a compra de títulos de dívida pública nacional por parte do Fundo da Segurança Social e a substituição de empréstimos dos bancos por empréstimos do Tesouro por parte de empresas públicas. De salientar que, ainda que estejam previstas estas operações, as projeções da Comissão Europeia e do Fundo Monetário Internacional para a dívida a registar no final de 2014 são mais pessimistas que as do Ministério das Finanças (Tabela 8).



Fonte: Banco de Portugal.

Tabela 8 – Projeções para a dívida pública de 2014
(no final do ano, em percentagem do PIB)

Entidade	Contexto	data	Projeção
Ministério das Finanças	OE/2015	Out-14	127,2
FMI	Fiscal Monitor	Out-14	131,3
	First Post-Program Monitoring	Nov-14	127,8
Comissão Europeia	Projeções primavera	Nov-14	
	Post-Programme Surveillance	Dez-14	127,7
	Public Finances in EMU	Dez-14	

Fontes: Comissão Europeia, Ministério das Finanças e Fundo Monetário Internacional

23 A dívida pública aumentou em novembro face ao mês anterior, encontrando-se acima do previsto para o final do ano. Segundo as estatísticas do Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht situou-se em 225,9 mil M€ no final de novembro. Face a outubro verificou-se um acréscimo de 1,5 mil M€ e, quando comparada com o final de 2013, o aumento verificado foi de 6,7 mil M€. O valor registado no final de novembro encontra-se 2,7 mil M€ acima do previsto para o final do ano em termos nominais, i.e., um montante total de 223,2 mil M€ (127,2% do PIB). Relativamente aos depósitos da administração central, estes atingiram 18,9 mil M€ no final de novembro, o que representa um acréscimo de 1,9 mil M€ face dezembro de 2013 (Tabela 9). De salientar que está previsto que os depósitos da administração central totalizem aproximadamente 13 mil M€ no final de 2014, o que representa uma redução de cerca de 5,9 mil M€ a ocorrer em dezembro 2014 (dados ainda não conhecidos). Por seu turno, a dívida na ótica de Maastricht excluindo depósitos, fixou-se em 207 mil M€, registando um acréscimo de 5,8 mil M€ face a dezembro de 2013.¹⁴

Tabela 9 – Evolução da dívida pública em 2014
(em milhares de milhões de euros)

	Total	Liq. Depósitos	Depósitos
2013 Dez	219,2	201,2	18,0
2014 Mar	226,1	202,0	24,0
2014 Jun	224,1	203,0	21,2
2014 Set	228,4	206,6	21,8
2014 Out	224,4	207,4	17,0
2014 Nov	225,9	207,0	18,9
Var. face a dez. 2013	6,7	5,8	0,9
Var. face a out. 2014	1,5	-0,3	1,9

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Na categoria "depósitos" não estão incluídos aqueles que são detidos por entidades das administrações públicas que se encontram classificadas fora da administração central.

24 Por maturidade original, verificou-se um aumento do peso dos instrumentos de curto prazo no total da dívida pública. Desde 2011, o peso dos instrumentos de longo prazo no total da dívida aumentou significativamente. Para esta evolução contribuiu sobretudo o financiamento sob a forma de empréstimos ao abrigo do programa de ajustamento. Com o fim deste programa e também devido ao dinamismo da subscrição de Certificados de Aforro e do Tesouro, este movimento inverteu-se e a dívida de curto prazo aumentou o seu peso no total (Tabela 10).

Tabela 10 – Dívida pública: repartição por maturidade original
(em percentagem do total)

	Curto prazo	Longo prazo
2013 Dez	9,3	90,7
2014 Mar	9,4	90,6
2014 Jun	10,1	89,9
2014 Set	11,7	88,3
2014 Out	12,5	87,5
2014 Nov	12,7	87,3
Var. face a dez. 2013	3,4	-3,4

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O instrumento "numerário e depósitos" está incluído na categoria "curto prazo".

¹³ 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.

¹⁴ A dívida pública na ótica de Maastricht excluindo os depósitos da administração central assume maior importância do ponto de vista analítico desde a entrada em vigor do PAEF. Dado o nível elevado de verbas disponibilizadas pelo FMI e pelas instituições europeias no início do programa, os depósitos da administração central aumentaram significativamente.

Procedimento relativo aos Desequilíbrios Macroeconómicos: resultados em novembro de 2014

O Procedimento relativo aos Desequilíbrios Macroeconómicos (PDM) resulta do novo quadro de governação económica da UE, tendo em vista a coordenação das políticas económicas e orçamentais. Enquadra-se no Semestre Europeu, durante o qual são discutidas e analisadas as prioridades económicas da UE e dos Estados-Membros. Este ciclo inicia-se em novembro, com a apresentação pela Comissão Europeia do relatório anual do crescimento e do relatório dos desequilíbrios macroeconómicos.

É no âmbito destes desenvolvimentos institucionais que, no final de 2011, foi aprovado um pacote legislativo (conhecido por "six-pack"), onde se enquadra, entre outros, o PDM.¹⁵ Este procedimento incorpora simultaneamente dois objetivos: detetar precocemente desequilíbrios macroeconómicos (vertente preventiva) e contribuir para a correção dos desequilíbrios já existentes (vertente corretiva).

No relatório divulgado a 28 de novembro de 2014, com dados de 2013, Portugal foi pela primeira vez alvo de análise neste procedimento. Nos anteriores ciclos de análise o país encontrava-se a ser monitorizado sob o programa de assistência financeira.

A vertente preventiva

No âmbito do objetivo de prevenção dos desequilíbrios macroeconómicos, o PDM inclui um mecanismo de alerta baseado na análise de um painel de indicadores que é avaliado anualmente pela Comissão Europeia e que resulta na elaboração do Relatório do Mecanismo de Alerta. A superação dos limiares indicativos dos indicadores macroeconómicos não implica necessariamente a identificação de um desequilíbrio. A leitura do painel não é automática, isto é, a análise da informação poderá incluir outra informação relevante. Os indicadores que atualmente constituem o painel do mecanismo de alerta contribuem para a monitorização dos saldos com o exterior, posição competitiva e desequilíbrios internos. De acordo com a literatura económica e a experiência recente, estes indicadores poderão estar associados a crises económicas, merecendo particular atenção (Tabela 1).

Tabela 1. Painel de indicadores do mecanismo de alerta

Indicador	Medida	Limiar
Desequilíbrios externos		
Balança Corrente	Média dos últimos 3 anos, em % do PIB	+6% e -4%
Posição de Investimento Internacional	em % do PIB	-35%
Competitividade		
Quotas de mercado mundial das exportações	Taxa de variação dos últimos 5 anos	-6%
Custos unitários de trabalho	Taxa de variação dos últimos 3 anos	+9% para países da área do euro e +12% para países fora da área do euro
Taxa de câmbio real efetiva (com base no deflador do IPC/IHPC, face a 41 parceiros comerciais)	Taxa de variação dos últimos 3 anos	±5% para países da área do euro e ±11% para países fora da área do euro
Desequilíbrios internos		
Dívida (consolidada) do setor privado	em % do PIB	133%
Fluxos de crédito ao setor privado	em % do PIB	15%
Preços de habitação deflacionados pelos preços no consumidor	Taxa de variação homóloga	6%
Dívida pública	em % do PIB	60%
Taxa de desemprego	Média dos últimos 3 anos	10%
Passivos do setor financeiro	Taxa de variação homóloga	16,5%

Fonte: Comissão Europeia.

A avaliação da situação de desequilíbrio de cada país é complementada com outros indicadores, assim como é tida em conta a combinação e a evolução ao longo do tempo dos indicadores que excedem os respetivos limiares. Com base na informação reportada no Relatório do Mecanismo de Alerta, a Comissão Europeia identifica os Estados-Membros que serão alvo de uma avaliação mais detalhada. A apreciação da Comissão deverá ser discutida no âmbito do Conselho e do Eurogrupo, no caso dos países pertencentes à área do euro. A análise aprofundada dos Estados-Membros identificados será preparada pela Comissão, recorrendo a um conjunto mais amplo de indicadores assim como a outras recomendações do Conselho dirigidas ao país em causa e aos programas nacionais de estabilidade e crescimento. Desta análise poderá resultar que não se identificam problemas, terminando o procedimento, ou que se identificam desequilíbrios. Caso o país apresente desequilíbrios, a Comissão identifica a sua gravidade e as potenciais repercussões sobre a economia da União Económica e Monetária.

No procedimento de desequilíbrios macroeconómicos poderão ser incluídas missões de supervisão da Comissão aos Estado-Membros em cooperação com o Banco Central Europeu. Adicionalmente, a Comissão deverá dirigir recomendações aos Estados-Membros. Nos casos em que a Comissão considere que os desequilíbrios são graves, isto é, que possam comprometer o bom funcionamento da união económica e monetária, a Comissão recomenda que se declare que o Estado-Membro está em situação de desequilíbrio macroeconómico excessivo. No procedimento por desequilíbrio excessivo poderão existir recomendações da Comissão ao Estado-Membro, reforço da supervisão e dos requisitos de fiscalização, e aplicação de medidas de execução.

Qualquer Estado-Membro no procedimento por desequilíbrio excessivo deverá elaborar um plano de medidas corretivas, incluindo um calendário de aplicação das medidas previstas que deverá ser aprovado pelo Conselho e transmitido ao Parlamento. O procedimento será encerrado após o Conselho, por recomendação da Comissão, revogar as recomendações correspondentes.

A vertente coerciva

Nas situações em que um desequilíbrio excessivo seja detetado, o país terá de apresentar um plano com a especificação das medidas de coerção a implementar, assim como o calendário previsto para a sua aplicação. O plano, avaliado pela Comissão e pelo Conselho, se for considerado adequado será supervisionado pela Comissão. Os países nestas circunstâncias ficam sujeitos a reportes acrescidos. É ainda imposta a constituição de um depósito, com juros, no montante de 0,1% do PIB do país no ano anterior, no caso de se tratar de um país da área do euro. Este depósito poderá ser convertido em multa, caso o país entre em incumprimento pela segunda vez. O procedimento termina quando a Comissão considerar que o Estado-Membro em causa já não apresenta um desequilíbrio excessivo.

¹⁵ Neste âmbito destaca-se o Regulamento (UE) n.º 1176/2011 e o Regulamento (UE) n.º 1174/2011.

Relatório do Mecanismo de Alerta de novembro de 2014: avaliação de Portugal com dados de 2013

Com a divulgação do relatório de novembro de 2014 com dados para 2013 foram identificados desequilíbrios macroeconómicos em vários países.¹⁶ **Em Portugal os desequilíbrios macroeconómicos identificados resultaram na recomendação para uma análise mais detalhada** (Tabela 2).

No Relatório do Mecanismo de Alerta, foram bem recebidas as medidas de correção durante o programa de assistência financeira. Em particular, a melhoria do saldo externo corrente e dos ganhos de quotas de mercado mundial de exportações, contribuindo para a melhoria da situação competitiva do país. **Contudo, permanecem vários indicadores com significativos desequilíbrios:** posição de investimento internacional; dívida privada muito elevada, ainda que já se tenha reduzido; dívida pública em níveis significativamente acima do limiar, ainda que se espere a sua redução a partir de 2013; elevada taxa de desemprego, sobretudo no desemprego de longa duração e de jovens.

Tabela 2. Painel de indicadores: resultado para Portugal

Indicador	Limites	Comissão Europeia					OE	
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Desequilíbrios externos								
Balança Corrente	+6% e -4%	-10,8	-10,9	-8,9	-6,1	-2,5	-0,9	0,1
Posição de Investimento Internacional	-35%	-107,9	-104,3	-101,0	-113,8	-116,2		
Competitividade								
Quotas de mercado mundial das exportações	-6%	-8,8	-7,8	-8,9	-15,7	-5,3		
Custos unitários de trabalho	+9%	6,6	4,2	-0,6	-6,0	-3,0		
Taxa de câmbio real efetiva (com base no deflador do IPC/IPC, base a 41 parceiros comerciais)	±5%	1,0	-3,1	-3,0	-4,0	-0,6		
Desequilíbrios internos								
Dívida (consolidada) do setor privado	133%	204,2	201,5	204,2	207,8	202,8		
Fluxos de crédito ao setor privado	15%	5,3	5,3	0,4	-2,7	-2,4		
Preços de habitação deflacionados pelos preços no consumidor	6%	1,0	-1,0	-6,5	-8,3	-2,5		
Dívida pública	60%	83,6	96,2	111,1	124,8	128,0	127,2	123,7
Taxa de desemprego	10%	9,3	10,4	11,8	13,6	15,0	15,3	14,6
Passivos do setor financeiro	16,5%	8,9	11,5	-4,6	-3,7	-5,3		

Fontes: Comissão Europeia, OE/2015, cálculos da UTAO. | Nota: A azul estão identificados os indicadores que ultrapassam o limiar definido no PDM. Os dados da Comissão Europeia são os que constam da página da internet, atualizados em novembro de 2014.

Aplicando o exercício da Comissão para o cenário previsto no OE/2015, a situação de Portugal continuará a revelar importantes desequilíbrios. Em relação aos desequilíbrios externos, tem vindo a verificar-se uma correção do desequilíbrio da balança corrente desde 2008 e prevê-se a continuação deste ao nível do DEO/2014-18 e do OE/2015. Contudo, essa evolução poderá estar revestida de alguma incerteza. Em relação à evolução prevista para a Posição de Investimento Internacional (PII), a análise feita pela UTAO (não são conhecidas as previsões do Ministério das Finanças), utilizando as projeções do OE/2015 para a balança corrente, indica que em 2014 e 2015 se manterá uma PII negativa, ainda que se inicie o movimento de correção ao ritmo de 1 ponto percentual por ano. A projeção a médio e longo prazo sugere que a PII poderá atingir o limiar de referência do PDM (-35%) num horizonte de 15 anos, mas para que tal suceda é necessário a manutenção de excedentes externos em torno de 1,5% do PIB, tal como previsto para 2015 no OE/2015.¹⁷

¹⁶ Croácia, Itália e Eslovénia tinham já sido considerados países com desequilíbrios excessivos e portanto sujeitos a uma análise aprofundada em separado. Irlanda, Espanha, França e Hungria necessitam de desenvolver ação política específica para lidar com os desequilíbrios e estes países também serão sujeitos a uma análise mais detalhada. Foram adicionalmente identificados desequilíbrios na Bélgica, Bulgária, Alemanha, Holanda, Finlândia, Suécia e Reino Unido. Portugal e Roménia irão ser sujeitos a uma análise mais aprofundada. Sem desequilíbrios macroeconómicos encontram-se República Checa, Dinamarca, Estónia, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Áustria, Polónia e Eslováquia.

¹⁷ Para 2014 o exercício admite que as exportações aumentam de acordo com a projeção do OE/2015 em termos nominais (dados de contas nacionais e não de balança de pagamentos) e que as exportações mundiais aumentam de acordo

com a variação prevista pelo FMI em outubro de 2014 para o volume de exportações de bens (3,8% em 2014 e 5,1% em 2015, em taxa de variação anual).