

Condições de mercado

1 Em outubro, os mercados financeiros sentiram os efeitos de um aumento da aversão ao risco, sobretudo a partir de meados do mês, perante perspetivas de crescimento económico mais moderado. Os movimentos de maior aversão ao risco enquadraram-se num contexto de revisão em baixa do crescimento económico mundial pelo FMI (Tabela 1) e divulgação de alguns dados económicos abaixo do esperado nos EUA. Para o tom mais pessimista sobre a economia mundial também contribuiu a conferência anual do FMI, onde foram destacados aspetos como a manutenção de níveis de crescimento económico muito baixos, paralelamente a níveis elevados de desemprego, sobretudo nas economias avançadas. Em relação à trajetória para finanças públicas dos principais países, no âmbito da publicação do *Fiscal Monitor*, o FMI espera para 2015 uma descida generalizada dos défices públicos e, em muitos casos, também a redução da dívida pública bruta.

Tabela 1 - Previsões para a taxa de variação do PIB real do FMI (em percentagem)

	2014		2015	
	WEO - Abril	WEO - Outubro	WEO - Abril	WEO - Outubro
Economia mundial	3,6	3,3	3,9	3,8
Economias avançadas	2,2	1,8	2,3	2,3
EUA	2,8	2,2	3,0	3,1
Área do euro	1,2	0,8	1,5	1,3
Japão	1,4	0,9	1,0	0,8
Economias emergentes e em desenvolvimento	4,9	4,4	5,3	5,0

Fonte: FMI | Nota: WEO refere-se ao *World Economic Outlook*, documento do FMI que apresenta as perspetivas para a economia mundial.

2 Na área do euro, a agência Fitch colocou a notação de crédito de França (atualmente em AA+) em *credit watch* negativo. A Fitch refere em comunicado que as mais recentes projeções para o défice orçamental francês revelam um desvio material face aos valores anteriormente esperados, o que têm consequências negativas na dinâmica da dívida pública. Simultaneamente, a agência de *rating* reviu em baixa as perspetivas para a economia francesa para 0,4% e 0,8% em 2014 e 2015 (face a 0,7% e 1,2%). Na Alemanha, também as perspetivas de crescimento foram revistas em baixa pelo Governo alemão para 1,2% e 1,3% em 2014 e 2015, respetivamente, face a anteriores estimativas de 1,8% e 2%. Face às previsões do FMI de outubro também se verificou uma revisão na medida em que estas eram de 1,4% e 1,5%, para 2014 e 2015, respetivamente.

3 No dia 26 de outubro, a Autoridade Bancária Europeia (EBA) e o BCE divulgaram os resultados da análise feita aos bancos europeus (avaliação da qualidade dos ativos e teste de esforço).¹ Em termos totais, as necessidades máximas de capital são de 9,4 mil M€ no cenário base, ascendendo a quase 25 mil M€ no cenário adverso. Dos 24 bancos que não passaram no teste, 9 são italianos (com necessidades de

capital de 9,4 mil M€), 3 são gregos (8,7 mil M€), outros 3 são cipriotas (2,4 mil M€) e um português (BCP 1,14 mil M€).² Em relação ao exercício praticado aos bancos portugueses, de acordo com o esclarecimento emitido pelo Banco de Portugal, destaca-se que as hipóteses do exercício foram especialmente penalizadoras para estes bancos tendo em conta que o ponto de partida do exercício de teste de esforço coincidiu com um ano particularmente adverso. Os bancos incluídos foram a Caixa Geral de Depósitos (CGD), o Banco BPI e o Banco Comercial Português.³ A CGD e o BPI passaram nos testes, enquanto o BCP revelou um rácio de capital comum Tier 1 (*Common Equity Tier 1*, CET1) para o cenário adverso abaixo do valor de referência.⁴ O período que antecedeu a divulgação dos resultados foi caracterizado por alguma instabilidade e notícias que antecipavam nomes de bancos que teriam falhado o teste. Após a divulgação dos resultados, a reação foi positiva nos mercados financeiros, tendo-se mesmo registado subida dos índices acionistas motivada pelo setor financeiro. Contudo, no caso do mercado italiano e dos bancos que não passaram no teste, observou-se uma descida dos preços.

4 Num contexto de maior aversão ao risco, os preços dos índices acionistas europeus desceram, destacando-se uma queda mais pronunciada do índice PSI-20. No caso português, a descida do índice acionista PSI-20 foi em larga medida motivada pelo setor bancário (particularmente BCP), Jerónimo Martins e Teixeira Duarte.

5 Relativamente às decisões de política monetária, o BCE não alterou as taxas de juro e iniciou o programa de compra de *covered bonds*, tal como esperado. O BCE iniciou o programa de compra de *covered bonds*, no âmbito do programa CBPP3, e anunciou que o montante ascendeu a 1,7 mil M€ nos primeiros três dias. Ainda que as compras se tenham estendido a um número alargado de países, segundo os analistas não terá tido impacto de relevo no mercado obrigacionista. Os analistas consideram mesmo que o BCE poderá estar a discutir a compra de obrigações de empresas em mercado secundário, o que poderia ter um efeito mais imediato na melhoria das condições de financiamento. Em relação às decisões de taxa de juro, note-se que não existiram alterações mantendo-se a taxa de inflação em níveis muito baixos (a taxa de variação homóloga do índice harmonizado dos preços no consumidor

² As agências de notação financeira Moody's e DBRS colocaram o *rating* do BCP sob revisão com possibilidade de descida. Refira-se que a DBRS é a única agência de *rating* que atribui um nível de *investment grade* (BBB) ao BCP. Posteriormente, o BCP anunciou os resultados do 3.º trimestre de 2014, tendo apresentado uma redução dos prejuízos nos primeiros 9 meses do ano, para 98 M€ (face a 597,3 M€ há um ano).

³ O Espírito Santo Financial Group foi excluído na sequência da medida de resolução, dada a impossibilidade de concluir atempadamente o exercício para o Novo Banco.

⁴ Em relação ao BCP, o rácio CET1 projetado para dezembro de 2016 no cenário base foi de 8,8% (acima do limite mínimo de 8% definido para o cenário base do teste de esforço). No cenário adverso, o rácio projetado para o mesmo período foi de 3,0%, ficando aquém do valor de referência de 5,5%. A instituição já identificou um conjunto de medidas para cobrir integralmente a diferença apurada, as quais serão agora incorporadas no plano de capitalização a apresentar ao Banco Central Europeu tal como previsto no exercício. É de salientar, no caso específico do BCP, o facto do teste de esforço não ter tido em consideração a implementação do plano de reestruturação negociado com a Comissão Europeia, nem as medidas que o banco poderia adotar caso o cenário adverso se materializasse efetivamente.

situou-se em 0,3% em setembro e aumentou ligeiramente para 0,4% em outubro).

6 O comité de política monetária da reserva federal dos EUA (FOMC) anunciou o fim do programa de compra de ativos. O FOMC decidiu, conforme esperado, concluir o programa de compra de ativos (QE3) e manter o intervalo de referência para a taxa de juro dos *Fed Funds*. Note-se que a inflação nos EUA continua baixa e aquém do objetivo do FED, permitindo assim a consolidação das expectativas do mercado quanto à permanência das taxas de juro estabilizadas por um período prolongado (pelo menos até ao 4.º trimestre de 2015). O comunicado do FOMC revelou uma maior confiança dos membros do Fed na evolução da economia, nomeadamente em relação ao mercado de trabalho. Em reação ao comunicado do FOMC, o dólar apreciou-se de forma significativa face à generalidade das divisas e as taxas de rendibilidade do dólar subiram, em particular nos prazos mais curtos.

7 Nos mercados obrigacionistas destaca-se a descida das yields dos US-Treasuries e o aumento do diferencial das taxas de rendibilidade dos mercados periféricos da área do euro face à Alemanha. Nos mercados periféricos, as taxas de rendibilidade nos títulos a 10 anos aumentaram em Portugal, Irlanda e Grécia (Tabela 3). Para além do sentimento generalizado de maior aversão ao risco, destaca-se a instabilidade na Grécia associada ao facto de o Governo pretender abandonar o programa de assistência financeira em 2014 (um ano antes do previsto), suscitando receios de que o país possa vir a incumprir as metas orçamentais definidas.⁵ Em Itália, ainda que não se tenha registado aumento das taxas de rendibilidade, observou-se um ligeiro aumento do diferencial face à Alemanha (títulos com maturidade a 10 anos) (Tabela 2).

8 Em Portugal, a curva de rendimentos registou um movimento de subida mais pronunciada nos títulos a 2 anos (Gráfico 2). Para este comportamento poderá ter contribuído a especulação quanto ao eventual programa de compras do BCE de dívida obrigacionista privada, o que poderá motivar a entrada de investidores neste mercado em detrimento do mercado de dívida pública. Adicionalmente, destaca-se que o movimento de subida a partir de meados de outubro parece estar fortemente relacionado com a instabilidade relativamente à decisão da Grécia sobre a continuidade do programa de assistência financeira (Gráfico 1). Por seu turno, a decisão da agência de notação de crédito Fitch, no dia 10 de outubro, em manter o *rating* e o *outlook* positivo não terá tido impacto significativo. Posteriormente, a Fitch sublinhou que qualquer divergência na trajetória da consolidação orçamental, resultando num

aumento do rácio da dívida, pode suscitar uma revisão da notação de crédito.⁶

9 Nos mercados obrigacionistas primários, destacam-se as emissões de países core com descidas das taxas de rendibilidade médias, destacando-se o aumento das taxas de rendibilidade em Itália. Em França foram emitidos 7,5 mil M€ de dívida com 3, 4 e 5 anos de maturidade, com yields médios de 0,05%, 0,17% e 0,34% (face a 0,250% (realizado em maio), 0,220% (julho) e 0,39% (setembro), nos últimos leilões equivalentes). Em Espanha foram colocados 3,2 mil M€ de dívida com maturidades em 2024 e 2028, tendo o montante ficado abaixo do limite máximo do intervalo indicativo (2,5 mil M€ - 3,5 mil M€). As taxas de rendibilidade médias foram de 2,196% e 2,842%, respetivamente (face a 2,075% e 3,514%, nos últimos leilões equivalentes). Na Alemanha, foram colocadas obrigações a 10 anos à taxa de 0,87%, num montante inferior ao proposto, num leilão considerado por isso tecnicamente fracassado. O baixo nível das *yields* estará a afastar investidores, verificando-se uma procura insuficiente para estas emissões. Em Itália, o Tesouro colocou dívida a 6 meses e a 5 anos a taxas superiores às anteriores (e estáveis nos 10 anos) após a má performance dos bancos italianos nos testes de esforço.

10 O preço do petróleo manteve uma tendência de descida, num contexto de revisão em baixa das previsões para a procura mundial de petróleo pela International Energy Agency, devido ao aumento da oferta e à redução da procura.

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

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

Fonte: IGCP.

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

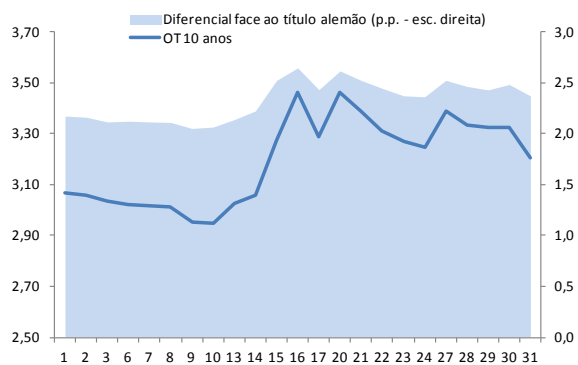
	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	30-Jun-14	29-Ago-14	30-Set-14	31-Out-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	12,8	6,9	6,0	3,6	3,2	3,2	3,2	0,1	-2,8
Itália	7,0	4,5	4,1	2,8	2,4	2,3	2,3	0,0	-1,7
Espanha	5,0	5,2	4,1	2,7	2,2	2,1	2,1	-0,1	-2,1
Irlanda	-	-	3,4	2,3	1,8	1,6	1,7	0,1	-1,7
França	3,1	2,0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

Fonte: IGCP.

⁵ Já em novembro, ficou afastada a possibilidade da Grécia concretizar a saída antecipada do programa de assistência financeira tendo-se discutido, no seio do Eurogrupo, o modo de concretizar a saída e a continuidade do apoio das instituições europeias. Tendo em conta que o país dispõe de 11 mil M€ de financiamento destinados à recapitalização dos bancos e que não foram utilizados, discute-se a possibilidade deste montante ser colocado no Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF), permitindo à Grécia aceder ao Mecanismo Europeu de Estabilidade (sucessor do FEFF), recorrendo à chamada linha de crédito com condições ampliadas, num montante equivalente ou mesmo superior aos 11 mil M€. Outro cenário passaria por estender no tempo a utilização da linha de capitalização e alargar formalmente a finalidade dos fundos já concedidos, para que eles sejam usados pelo Tesouro grego (como serviço da dívida e não como fundos de recapitalização dos bancos). Uma terceira opção, a que mais se distancia do plano cauteloso admitido pelo executivo grego, passa pela extensão do atual programa entre seis a 15 meses, permitindo que ainda venha a ser utilizada a verba disponível.

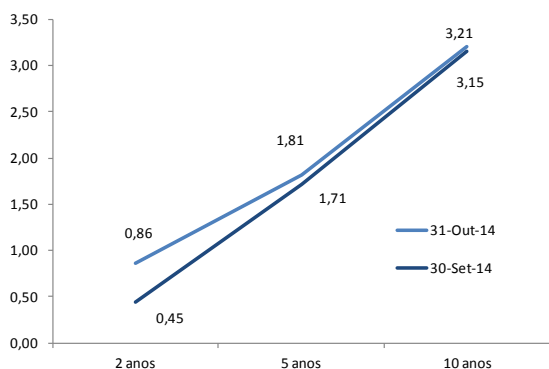
⁶ Este comentário da Fitch surge na sequência da análise da agência ao relatório do Orçamento do Estado para 2015, considerando que o cenário macroeconómico poderá ter riscos de concretização, com efeitos sobre o objetivo do défice orçamental. Em vez da previsão de 1,5% para o crescimento do PIB em termos reais, considerado no OE/2015, a Fitch prevê que se poderá situar em 1,2%. Mas a principal diferença diz respeito ao crescimento nominal: o OE/2015 prevê 2,5%, enquanto a agência aponta para 1,9% com riscos descendentes no caso de se materializar um cenário de deflação em Portugal. Em consequência, a Fitch considera que o saldo orçamental poderá situar-se em -3% do PIB (o que compara com a previsão de -2,7% do OE/2015).

Gráfico 1 – Evolução diária em outubro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

Gráfico 2 – Curva de rendimentos dos títulos benchmark da dívida pública (em percentagem)



Fonte: IGCP.

Divida direta do Estado

11 A dívida direta do Estado aumentou face ao final de 2013. Para este acréscimo contribuíram sobretudo as emissões líquidas de Obrigações do Tesouro. O stock de dívida direta do Estado fixou-se em 220 mil M€ no final de setembro de 2014, o que corresponde a um aumento de 15,8 mil M€ face ao final do ano anterior (Tabela 4). Por instrumento, nos primeiros nove meses do ano, a variação da dívida pública deveu-se, em parte, ao acréscimo de Obrigações do Tesouro (OT), com emissões líquidas de 3,2 mil M€, às quais corresponderam emissões brutas de 11,9 mil M€, ao valor de encaixe (Tabela 5). Adicionalmente registou-se um aumento de Certificados de Aforro (1,5 mil M€), de Certificados de Tesouro (2 mil M€) e de CEDIC (2,4 mil M€). A estes valores acresce o desembolso por parte das instituições internacionais de 4,8 mil M€ no âmbito do Programa de Assistência Financeira. Note-se que o nível de endividamento face a estas instituições aumentou em 6,2 mil M€ face ao final de 2013 em consequência das flutuações cambiais, atingindo um total de 78,3 mil M€ em setembro de 2014. Ao invés, o stock de Bilhetes de Tesouro (BT) decresceu, em termos líquidos, 3,3 mil M€.

12 Em termos mensais, o acréscimo da posição de dívida direta do Estado no mês de setembro justifica-se, sobretudo, pela emissão de uma OT a 15 anos. O aumento verificado do stock de dívida direta, de 1,5%, deveu-se, essencialmente, à emissão de uma OT a 15 anos com um valor nominal de 3,5 mil M€. Ainda relativamente a OT, foram efetuadas recompras bilaterais da emissão com maturidade em outubro de 2014 e outubro de 2015 no valor de 593 M€.

Verificou-se igualmente um aumento ao nível dos Certificados de Aforro (em 226 M€) e do Tesouro (em 310 M€). No que se refere aos BT realizados em setembro, registaram-se dois leilões: de 293 M€, a 3 meses, e de 929 M€, a 12 meses. Estes compensaram parcialmente amortizações no valor de 2,3 mil M€. De referir que, em setembro, as flutuações cambiais contribuíram para um acréscimo do stock da dívida de 827 M€.⁷

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

	Dez-13	Ago-14	Set-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 512	122 750	124 961	1,8	-0,1	56,8
Curto prazo	24 518	23 182	22 276	-3,9	-25,8	10,1
Médio e longo prazo	94 994	99 568	102 685	3,1	8,1	46,7
Não titulada	12 690	16 305	16 815	3,1	41,1	7,6
Cert. Aforro	10 132	11 369	11 595	2,0	15,7	5,3
Cert. do Tesouro	2 026	3 780	4 090	8,2	195,5	1,9
Outra	532	1 155	1 130	-2,2	119,2	0,5
Assist. Financeira	72 051	77 642	78 260	0,8	17,1	35,6
Total	204 252	216 697	220 036	1,5	8,0	100,0
Por memória:						
Transacionável	114 810	115 812	117 851	1,8	-0,2	53,6
Não Transacionável	89 443	100 884	102 185	1,3	19,2	46,4
Euro	178 912	185 729	188 242	1,4	4,6	85,6
Não euro	25 340	30 968	31 795	2,7	33,1	14,4

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.

Tabela 5 – Emissões de Obrigações do Tesouro
(em milhões de euros e em valor nominal)

Maturidade	Jun-19	Fev-24	Fev-24	Fev-24	Fev-30	Jun-20
Data da Transação	09-Jan	11-Fev	23-Abr	11-Jun	03-Ser	08-Out
Prazo	5 anos	10 anos	10 anos	10 anos	15 anos	5 anos
Montante Colocado (M€)	3 250	3 000	750	975	3 500	1 142
Montante de Procura (M€)	11 268	9 780	2 603	2 372	9 000	1 804
Taxa média (%)	4,657	5,112	3,575	3,252	3,923	1,856

Fonte: IGCP.

13 O financiamento líquido estimado para 2014 foi revisto em alta face ao inicialmente previsto. Segundo o relatório da proposta de OE/2015, o financiamento líquido em 2014 deverá ascender a 9 999 M€, mais 3030 M€ do que o previsto no OE/2014. Esta revisão em alta tem subjacente, sobretudo, uma maior previsão de emissões líquidas de OT (3,8 mil M€), instrumento de dívida para o qual se previa inicialmente uma amortização líquida, mas também de emissões de dívida moeda não euro (3 mil M€), Certificados de Aforro (801 M€) e do Tesouro (655 M€). Por outro lado, os desembolsos no âmbito do PAEF foram inferiores (em 2683 M€) ao inicialmente previsto, sobretudo os provenientes do MEEF, nomeadamente devido à dispensa da última tranche destes empréstimos. Adicionalmente, é agora esperada uma amortização líquida de BT de cerca de 3 mil M€, quando no OE/2014 se previa uma estabilização do stock deste instrumento de dívida.

⁷ 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. A flutuação cambial diz respeito à variação na dívida direta do Estado excluindo derivados (swap de taxa de câmbio). Com efeito, uma parte da dívida em moeda estrangeira está coberta por derivados financeiros contratados pelo IGCP.

Tabela 6 – Composição do financiamento líquido em 2014: comparação entre estimativas
(emissões líquidas de amortizações, em milhões de euros)

	OE/2014 (out-13) (1)	Est/2014 (out-14) (2)	Revisão (2)-(1)
Dívida euro	4534	5607	1073
Certificados de Aforro	1060	1861	801
Certificados do Tesouro	1440	2095	655
CEDIC	0	0	0
CEDIM	-12	-3	9
Bilhetes do Tesouro	-11	-2963	-2952
Obrigações do Tesouro	-3035	764	3799
FEF	1255	1251	-4
MEEF	3900	2186	-1714
Outra dívida de curto prazo	-1283	-1324	-41
Outra dívida de médio e longo prazo	1221	1742	521
Dívida não euro	2416	4456	2040
FMI	2722	1757	-965
Outra dívida	-306	2699	3005
Fluxos de capital de swaps (líq.)	19	-64	-83
Total	6969	9999	3030

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: A nova estimativa para 2014 é a incluída no relatório do OE/2015; montantes expressos ao valor de encaixe.

14 Em termos líquidos, até setembro, o financiamento do Estado atingiu um montante superior ao défice desse subsector. Nos primeiros nove meses do ano, o subsector Estado registou um saldo orçamental negativo de 5,2 mil M€, o qual contrasta com uma variação do stock da dívida pública cerca de três vezes superior, de 15,8 mil M€. Para este diferencial contribuiu a aquisição líquida de ativos financeiros, com uma despesa de 8,5 mil M€, da qual 3,9 mil M€ respeitaram ao empréstimo de médio e longo prazo do Estado ao Fundo de Resolução no âmbito do processo Novo Banco. Adicionalmente, registou-se neste período um aumento dos depósitos do subsector Estado. Por seu turno, a receita com ativos financeiros atingiu 3,5 mil M€ devido, sobretudo, à recompra pelo BCP, BPI e BANIF das obrigações de capital contingente (*Coco bonds*) subscritas pelo Estado.¹⁰

15 O acréscimo de Certificados do Tesouro, em termos brutos, nos primeiros nove meses do ano, aproxima-se do previsto para o conjunto do ano. O stock de Certificados de Aforro no final do 3.º trimestre situou-se em 11 592 M€, com um total de subscrições no valor de 1972 M€ em termos brutos, e de 1463 M€ em termos líquidos, face ao final de 2013.¹¹ No que se refere aos Certificados de Tesouro, o stock atingiu 4090 M€, o que representa um acréscimo de 2076 M€, em termos brutos e de 1854 M€ em termos líquidos. De acordo com o relatório da proposta do OE/2015, o acréscimo previsto para os Certificados de Aforro e do Tesouro para 2014, em termos brutos, é de 2520 M€ e de 2121 M€, respetivamente (a que corresponde um acréscimo líquido de 1861 M€ e 2095 M€). Nesse sentido, o grau de execução das emissões de Certificados de Aforro e do Tesouro encontra-se acima do respetivo duodécimo. Para tal terá contribuído: (i) o pagamento em junho e julho do subsídio de férias aos funcionários públicos e do 14.º mês aos pensionistas e reformados e (ii) a incerteza relativa ao setor bancário como resultado do caso GES e a correspondente procura, por parte das famílias, de ativos de menos risco; (iii)

⁸ Nos dados relativos ao mês de outubro é de esperar uma redução da variação do stock da dívida, dado que nesse mês foi amortizada uma OT pelo valor de 5 mil M€ (veja-se o ponto 17).

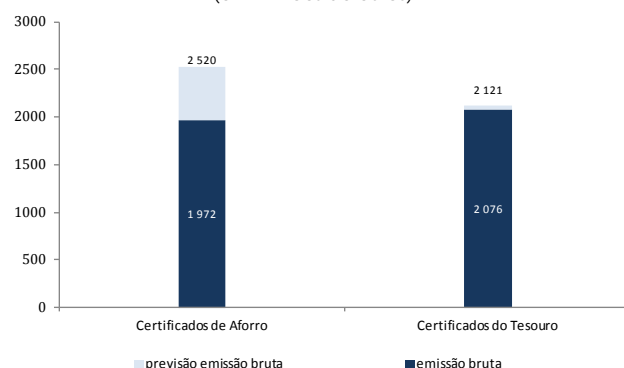
⁹ O empréstimo de 3,9 mil M€ ao Fundo de Resolução foi financiado pelos depósitos do Estado consignados, inicialmente, para a Iniciativa para o Reforço da Estabilidade Financeira (IREF).

¹⁰ Relativamente à recompra de CoCos, em 2014, o BCP recomprou 2250 M€, o BPI 920 M€ BPI e o BANIF 125 M€.

¹¹ O valor da emissão em termos líquidos consiste no montante emitido, que se designa por emissão em termos brutos, excluindo as amortizações.

a redução continuada das taxas de juro do mercado e o respetivo alargamento dos diferenciais de rendibilidade entre os instrumentos de aforro públicos e os depósitos do setor bancário.¹²

Gráfico 3 – Comparação entre as emissões de Certificados de Aforro e do Tesouro e a previsão para 2014
(em milhões de euros)



Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: A previsão mais recente para 2014 encontra-se no relatório da proposta de OE/2015.

16 Registou-se um acréscimo da despesa com juros e outros encargos líquidos. No período de janeiro a setembro, a despesa com juros e outros encargos líquidos atingiu 4738 M€, tendo subjacente uma variação de 4,2% face ao mesmo período do ano anterior. Destes, 2430 M€ diziam respeito a juros de Obrigações do Tesouro (um decréscimo de -1,2% face ao período homólogo) e 1567 M€ a juros dos empréstimos do PAEF (o que representa um aumento de 10,7%, em termos homólogos).

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

	2014			jan-set 2014	Tvh (%)	Previsão 21.08.2014	Grau de Execução (%)
	jul	ago	set				
Juros da dívida pública	225,0	416,8	240,4	4 753,7	2,8	7 138	
Bilhetes do Tesouro	82,4	14,0	34,4	335,9	-8,0	381	
Obrigações do Tesouro	4,5	7,0	18,8	2 429,8	-1,2	4 108	
Empréstimos PAEF	61,5	306,6	151,8	1 566,8	10,7	1 729	
Certificados de Aforro e do Tesouro	32,8	30,6	28,3	265,4	8,5	497	
CEDIC/ CEDIM	2,4	7,4	1,3	27,3	13,5	43	
Outros	41,4	51,2	5,9	128,5	10,8	63	
Comissões	11,5	4,3	9,9	69,0	23,2	78	
Empréstimos PAEF	0,0	0,0	0,0	17,8	-43,5	18	
Outros	11,5	4,3	9,9	51,3	108,2	60	
Juros e outros encargos líquidos	235,0	418,8	239,7	4 738,3	4,2	7 112	66,6

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

17 Em outubro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 9 meses. No dia 17 de outubro foram emitidos dois BT, um com maturidade de 3 meses, no montante de 250 M€, e outro a 9 meses, no montante de 750 M€. As taxas de juro médias ponderadas das emissões foram de 0,11% e de 0,199%, respetivamente. No caso da emissão a 9 meses, a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida numa operação de maturidade comparável (Gráfico 11, Gráfico 5), o mesmo não sucedendo no caso da emissão a 3 meses.

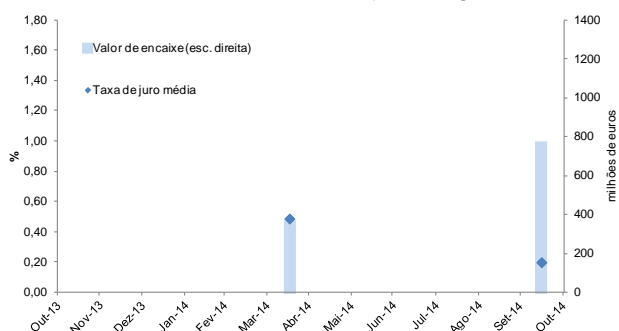
¹² A taxa de juro bruta para novas subscrições de Certificados de Aforro, Série C, em novembro de 2014 foi fixada em 3,071%. Por outro lado, a taxa de juro para novos depósitos de particulares no setor bancário apresentava uma média de 1,51% em agosto, tendo caído aproximadamente 50 pontos base desde janeiro.

Tabela 8 – Emissão de Bilhetes do Tesouro em outubro
(ao valor de encaixe e em milhões de euros)

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jan-15	Jul-15
Maturidade		
Data da Transacção	15-Out	15-Out
Prazo	3 meses	9 meses
Montante Colocado (M€)	250	750
Montante de Procura (M€)	930	1 100
Taxa média (%)	0,110	0,199
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média)	17-Out-14	16-Abr-14
	0,052	0,487

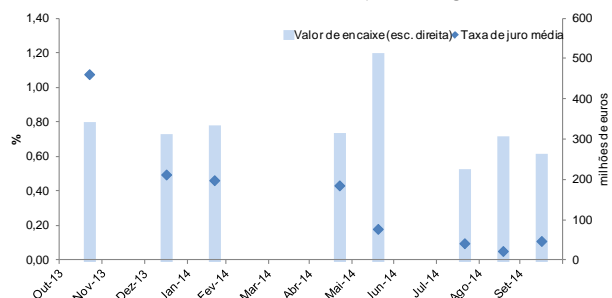
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 4 – Bilhetes do Tesouro a nove meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

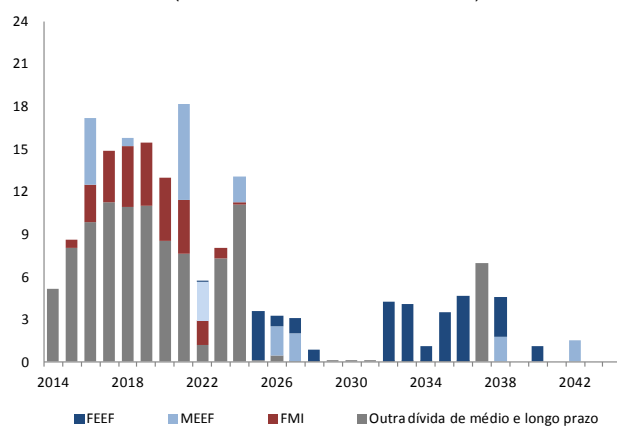
Gráfico 5 – Bilhetes do Tesouro a três meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

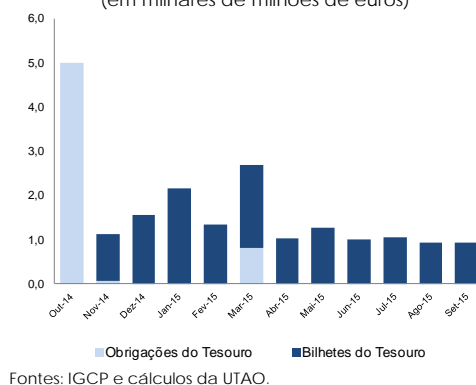
18 A República Portuguesa amortizou em outubro uma Obrigação do Tesouro no valor de, aproximadamente, 5 mil M€. No mês de outubro, foi amortizada a OT 3,60% Out 2009/2014 no valor de 5 002 M€, tendo por contrapartida uma redução dos depósitos do subsector Estado. A próxima amortização de uma OT está prevista para outubro de 2015, num valor total de 6 737 M€. Em termos globais, estão previstas amortizações de dívida de médio e longo prazo nos próximos anos, pelos seguintes montantes: 8,1 mil M€ em 2015; 17,2 mil M€ em 2016; 14,9 mil M€ em 2016 e 15,8 mil M€ em 2018. Deve notar-se que, nestes valores estão incluídas as amortizações do empréstimo efetuado pelo FMI, pelos seguintes montantes: 550 M€ em 2015; 2,7 mil M€ em 2016; 3,7 mil M€ em 2017 e 4,3 mil M€ em 2018 (Gráfico 6 e Gráfico 7).

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



Fontes: 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 refinarçar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Dívida na ótica de Maastricht ¹³

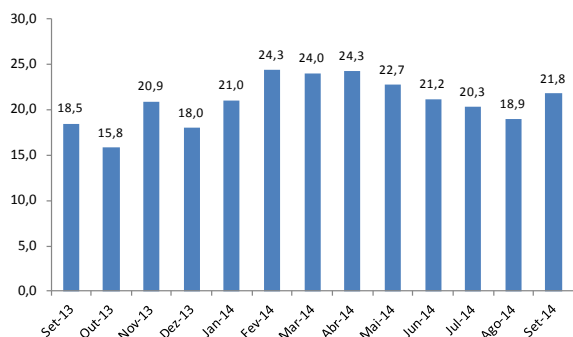
19 O stock da dívida pública na ótica de Maastricht aumentou em setembro, encontrando-se acima do previsto para o final do ano. Segundo as estatísticas do Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de *Maastricht*, situou-se, no final de setembro, em 229,15 mil M€. Face ao final de 2013, registou-se um aumento de 9,9 mil M€. Este valor encontra-se 5,9 mil M€ acima do previsto para o final do ano, i.e., um montante total de 223,2 mil M€. ¹⁴ Relativamente aos depósitos da administração central, estes atingiram 21,7 mil M€ no final do terceiro trimestre, o que representa um acréscimo de 2,8 mil M€ face a agosto e de 3,8 mil M€ face ao final do ano anterior (Gráfico 8). De salientar que está previsto que os depósitos da administração central totalizem aproximadamente 13 mil M€ no final de 2014, o que

¹³ A dívida na ótica de *Maastricht* é medida em termos consolidados e dela excluem-se os créditos comerciais obtidos pelas administrações públicas. Este conceito difere do conceito dívida direta do Estado, compilada pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) numa base mensal, devido, principalmente, a: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de *Maastricht* se incluem 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 De salientar que no mês de outubro foi amortizado uma OT no valor de 5,0 mil M€ o que poderá ter contribuído para reduzir o total da dívida de *Maastricht* em outubro.

representa uma redução esperada de cerca de 9 mil M€ no último trimestre de 2014. Face ao final de 2014, devido ao aumento significativo dos depósitos da administração central, a dívida na ótica de *Maastricht* excluindo depósitos, fixou-se em 207,4 M€, registando um acréscimo inferior ao verificado na dívida na ótica de *Maastricht*.^{15, 16}

Gráfico 8 – Depósitos da Administração Central
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

Considerações sobre a sustentabilidade da dívida pública

20 As avaliações externas relativas à evolução da dívida pública têm apontado no sentido da sustentabilidade da sua trajetória, desde que cumpridos os pressupostos subjacentes ao exercício de projeção. Nas suas sucessivas avaliações do programa de ajustamento, e também no âmbito da avaliação pós-programa, o FMI e a UE têm vindo a considerar a dívida pública portuguesa sustentável, não obstante esta ter sido sujeita a várias revisões desde o início do referido programa. No entanto, a análise de sustentabilidade destes organismos não tem deixado de reconhecer que existem riscos negativos que podem comprometer, se materializados em conjunto, a trajetória de sustentabilidade da dívida pública.

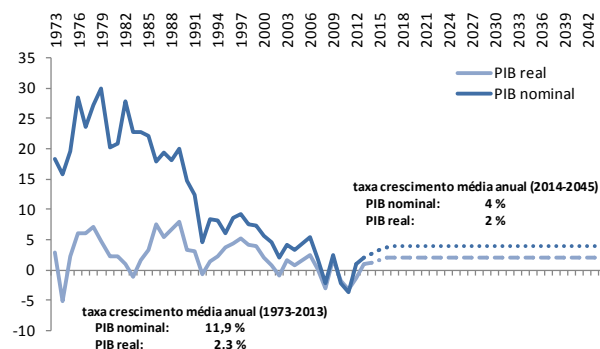
21 De acordo com o cenário de base adotado na presente análise, a dívida pública apresenta uma trajetória sustentável. Nesta secção, apresenta-se uma análise da sustentabilidade da dívida pública. Esta tem por base um modelo que determina a dívida pública em função dos saldos orçamentais, do custo de financiamento, do crescimento do produto, do crescimento dos preços e de outros fatores, tais como a pressão sobre as despesas causada pelo envelhecimento da população. Até 2016, o cenário de base desta análise assenta nas projeções da Comissão Europeia do outono de 2014. A partir de 2017, assumiu-se a convergência do défice orçamental para o objetivo de médio prazo, de 0,5% do PIB, e para um crescimento do PIB nominal de 4% (2% de crescimento do PIB em volume e 2% de crescimento dos preços) (Gráfico 9 e

¹⁵ A dívida pública na ótica de Maastricht, excluindo os depósitos da administração central, assume maior importância após 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. Dessa forma, a dívida na ótica de *Maastricht* deve ser comparada com a verificada antes de junho de 2011 apenas quando ajustada dos depósitos da administração central.

¹⁶ Acresce ainda que, em termos mensais, a dívida pública de Maastricht excluindo depósitos da administração central registou uma redução (366 M€).

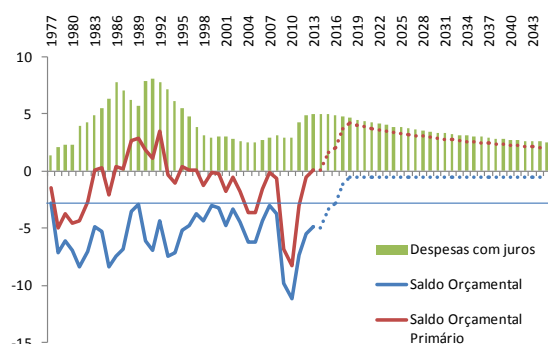
Gráfico 10).¹⁷ De acordo com este cenário de base, a dívida pública inicia uma trajetória descendente em 2014, até atingir cerca de 78% do PIB em 2035 e 65% em 2045 (Gráfico 11). Importa sublinhar que esta trajetória tem subjacente uma melhoria considerável do saldo orçamental primário em percentagem do PIB, passando de um défice de 0,1% em 2013 para um excedente de cerca de 4% em 2018, atingindo, em média, 2,8% entre 2015 e 2045.

Gráfico 9 – Hipóteses subjacentes ao cenário base para a evolução do PIB, em termos reais e nominais
(taxa de variação, em percentagem)



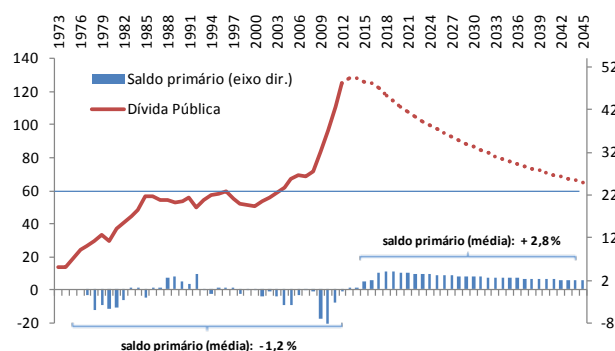
Fontes: Comissão Europeia (AMECO) e cálculos da UTAO. | Nota: Relativamente às restantes variáveis que são relevantes para a determinação da trajetória da sustentabilidade da dívida pública, assumiu-se um custo de financiamento de 4% e a manutenção de um saldo orçamental de 0,5% do PIB, de 2018 em diante. Relativamente aos efeitos do envelhecimento da população, considerou-se um impacto crescente até 1% ao ano sobre o nível da dívida no PIB.

Gráfico 10 – Hipóteses subjacentes ao cenário base para a evolução dos saldos orçamentais e das despesas com juros
(em percentagem do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (AMECO) e cálculos da UTAO.

Gráfico 11 – Projeções para a sustentabilidade da dívida pública: cenário de base
(em percentagem do PIB)

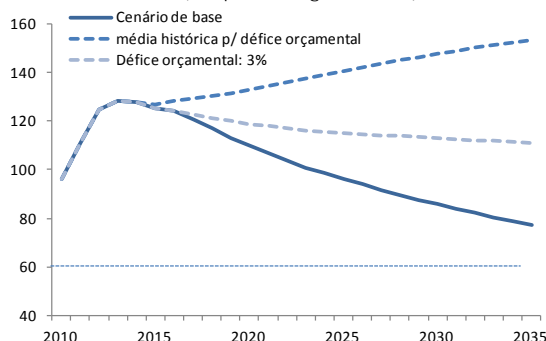


Fontes: Comissão Europeia, Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

¹⁷ A hipótese assumida para o saldo orçamental tem subjacente a convergência do PIB para o produto potencial até 2018, implicando um saldo em termos nominais idêntico ao saldo estrutural a partir desse ano.

22 A manutenção de défices orçamentais iguais ou superiores a 3% não permite a convergência da dívida pública para níveis idênticos aos que se verificam atualmente, em média, para o conjunto dos Países-Membros da área do euro. Caso, por hipótese, os défices orçamentais reproduzissem o valor médio anual verificado em Portugal desde a criação do euro, i.e. cerca de 5,4% do PIB, a dívida pública assumiria uma trajetória insustentável (Gráfico 12). Por seu turno, devido ao elevado montante de encargos com juros que se verifica atualmente, de 5% do PIB, a manutenção de um défice público em torno de 3% originaria uma redução relativamente limitada da dívida pública, atingindo um valor abaixo de 110% do PIB apenas em 2040. Deste modo, a partir do modelo utilizado e das hipóteses que lhe são subjacentes, constata-se que não será possível reduzir a dívida pública significativamente num contexto em que não se altere a política orçamental vigente deste a adesão ao euro.

Gráfico 12 – Projeções para a sustentabilidade da dívida pública: sensibilidade do cenário de base a diferentes estratégias orçamentais (em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos da UTAO. | Nota: Admite-se que os restantes fatores se mantêm invariáveis relativamente ao cenário de base.

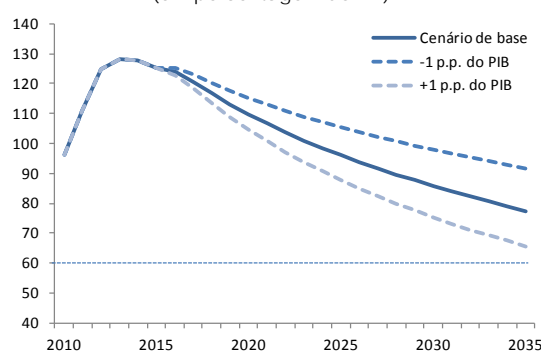
23 A taxa de crescimento do PIB revela-se determinante para a trajetória da dívida pública. A sensibilidade deste tipo de exercício à variação do produto é de tal ordem significativa, que uma alteração de um ponto percentual na taxa de crescimento do PIB resulta em trajetórias para a dívida pública muito diferentes. A título exemplificativo, um crescimento do PIB nominal de 5% por ano (em vez de 4%), seria suficiente para obter uma dívida pública de cerca de 66% do PIB em 2035 (Gráfico 13). No entanto, se se admitir um crescimento do PIB nominal de 3%, a dívida pública atinge cerca de 92% do PIB no referido ano, o que representa um nível superior ao verificado no final de 2009. Deve ser sublinhado que, de modo a inverter a dinâmica intrínseca de crescimento da dívida, são igualmente imprescindíveis um crescimento nominal do produto e custos de financiamento suportáveis.

24 A redução da dívida pública ao ritmo definido no âmbito do Tratado Orçamental deverá obrigar a uma consolidação superior à que corresponde ao objetivo de médio prazo para o saldo orçamental estrutural. A regra segundo a qual a dívida pública deverá atingir o valor de referência de 60% do PIB, ficando os Países-Membros obrigados a reduzir o montante da dívida pública, na parte em que esta exceda o valor de referência, a uma taxa média de 1/20 por ano, numa média de 3 anos.¹⁸ A aplicação da referida regra ao

¹⁸ Recorde-se que, para além da referida regra para a dívida, encontra-se igualmente definida uma regra para o saldo estrutural, o qual corresponde ao saldo das administrações públicas (definido de acordo com o Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais) corrigido dos efeitos cíclicos e de medidas

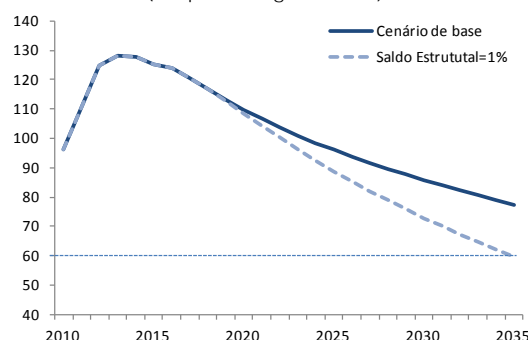
caso português implica uma redução da dívida pública de cerca de 68 p.p. do PIB, representando uma média de 3,4 p.p. por ano durante vinte anos. Quando comparado com o cenário de base apresentado, o cenário que implica concretização da redução da dívida pública ao ritmo acima referido até 2035 implicará uma consolidação orçamental adicional. Neste âmbito, serão necessários excedentes orçamentais crescentes até atingir 1% do PIB em 2025, mantendo-se invariante nos anos seguintes (Gráfico 14). Ao nível do saldo primário, este atingirá um excedente crescente e superior a 4,5% do PIB até 2025, reduzindo-se gradualmente nos anos seguintes, mas em níveis sempre superiores a 3,5% do PIB.¹⁹ Após 2035, a projeção já admitiria excedentes primários progressivamente mais baixos, resultado num valor médio de 3,5% do PIB entre 2015 e 2045 (Gráfico 15). Neste cenário, no último ano do exercício de projeção, a dívida pública atinge cerca de 45% do PIB.

Gráfico 13 – Projeções para a sustentabilidade da dívida pública: sensibilidade do cenário de base à variação do produto (em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos da UTAO. | Nota: Admite-se que os restantes fatores se mantêm invariáveis relativamente ao cenário de base.

Gráfico 14 – Projeções para a sustentabilidade da dívida pública: cenário base e cenário de redução de 1/20 da diferença em 20 anos (em percentagem do PIB)

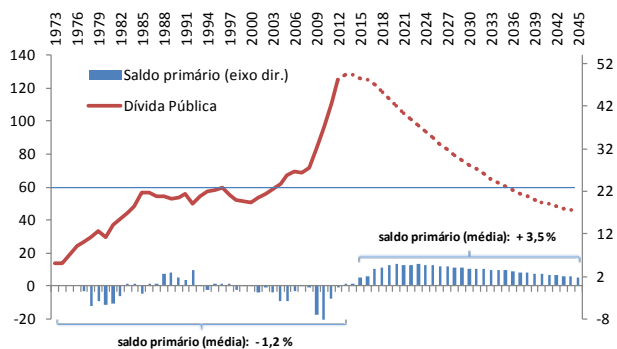


Fontes: Cálculos da UTAO. | Nota: O cenário de base tem subjacente um saldo estrutural de -0,5% a partir de 2017.

extraordinárias, sendo que este não poderá ser inferior ao objetivo anualmente fixado no Programa de Estabilidade e Crescimento. Enquanto não for atingido o objetivo de médio prazo, o ajustamento anual do saldo estrutural não pode ser inferior a 0,5% do PIB e a taxa de crescimento da despesa pública, líquida de medidas extraordinárias do lado da receita, não pode ser superior à taxa de referência de médio prazo de crescimento do PIB potencial, tal como definido no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

¹⁹ Saliente-se que, em 2013, o saldo primário atingido foi de -0,1% do PIB, o que implicará consolidações orçamentais adicionais nos próximos anos até se atingir o excedente primário referido.

Gráfico 15 – Projeções para a sustentabilidade da dívida pública:
cenário de redução de 1/20 da diferença em 20 anos
(em percentagem do PIB)



Fontes: Comissão Europeia, Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

25 Existem outros fatores que podem condicionar a evolução da dívida pública e que estão sujeitos a um certo grau de discricionariedade neste tipo de análise, nomeadamente, i) no sentido de aumentar a dívida pública: custos adicionais com encargos provenientes de parcerias público-privadas e a inclusão das dívidas de empresas públicas no perímetro de consolidação das administrações públicas²⁰; e ii) no sentido de diminuir a dívida pública: as receitas de privatizações, a reversão dos fundos destinados à recapitalização da banca; a utilização da liquidez que se encontra constituída por motivos de precaução. A nível mais estrutural, os gastos decorrentes do envelhecimento da população é um dos fatores que é habitualmente apontado como condicionante da trajetória da dívida pública.

²⁰ No caso da dívida das empresas públicas, este risco materializou-se recentemente provocando uma subida no nível da dívida pública, a qual foi compensada pelo aumento do PIB por via da adoção de um novo referencial contabilístico para as contas nacionais.