

Condições de mercado

1 Após um sentimento geral pessimista no mês de outubro, assistiu-se ao movimento contrário em novembro, num contexto em que surgiram expectativas quanto a uma atuação mais enérgica das autoridades europeias no domínio do investimento e dos estímulos monetários à economia. Os movimentos de maior aversão ao risco verificados desde outubro enquadraram-se num contexto de revisão em baixa do crescimento económico mundial e divulgação de alguns dados económicos para 2014 abaixo do esperado. Entre outros indicadores, destaca-se a evolução do indicador PMI da *Markit* para a atividade económica da área do euro, baseado na opinião dos gestores de empresas, que em novembro desceu para um mínimo de 16 meses. Em contrapartida, as iniciativas das autoridades europeias, nomeadamente dos responsáveis do BCE e da Comissão Europeia, e algumas recomendações de compra por parte de analistas financeiros, contribuíram para contrariar o clima de pessimismo. No início de novembro, diversos responsáveis do BCE sinalizaram a adoção a curto prazo de estímulos monetários adicionais. Já no final de novembro foi apresentado pela Comissão Europeia o denominado “Plano Juncker”, o qual tem como suporte um novo fundo de investimento, designado por Fundo Europeu de Investimento Estratégico.¹

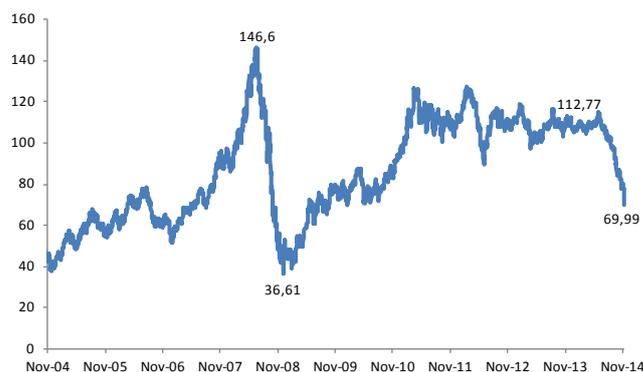
2 As perspetivas económicas da Comissão Europeia e da OCDE apontaram para uma recuperação económica em 2014 e 2015, embora representando uma revisão em baixa face às projeções da primavera. As previsões de outono da Comissão Europeia apontaram para um crescimento de 0,8% do PIB da área do euro em 2014 e de 1,1% em 2015, representando uma revisão em baixa face às projeções da primavera, divulgadas em maio. Nessa ocasião, antecipava-se para 2014 um crescimento de 1,2% na área do euro.

3 Após um 2.º trimestre negativo, os dados do crescimento do PIB do 3.º trimestre revelaram uma perspetiva um pouco mais positiva, na medida em que apontaram para uma recuperação ténue de algumas das maiores economias da área do euro. A economia alemã apresentou um crescimento e afastou os receios de uma recessão técnica e a economia francesa cresceu ao ritmo mais elevado do ano. Em termos globais, o PIB na área do euro cresceu em cadeia 0,2%, no 3.º trimestre. Para esta performance positiva contribuiu a evolução da Alemanha e da França, mas também da Grécia, que cresceu 0,7% no 3.º trimestre, depois de seis anos em recessão. Também Portugal cresceu no 3.º trimestre, 0,3% em cadeia, ligeiramente acima do esperado pelos analistas, o que corresponde a uma expansão homóloga de 1,1%. Para 2014 e 2015, as perspetivas oficiais apontam para um crescimento anual de 1% e 1,5%, respetivamente. Em sentido oposto, em Itália persistiu uma recessão que já dura 13 trimestres, com o PIB a recuar 0,1% no 3.º trimestre, depois de já ter contraído 0,2% nos três meses anteriores.

¹ Prevê-se que este venha a estar operacional em junho de 2015 e sendo dotado de 21 mil M€. Deste montante, 16 mil M€ são oriundos do orçamento da União Europeia (a partir dos programas Interligar Europa e Horizonte 2020) e 5 mil M€ provenientes do Banco Europeu de Investimento (BEI). Tendo por base estas verbas públicas, a Comissão Europeia prevê um cofinanciamento significativo do “Plano Juncker” por parte de investidores privados, totalizando 315 mil M€

4 A inflação na área do euro atingiu níveis mínimos, os quais vieram acentuar as preocupações das autoridades monetárias e dos mercados financeiros quanto ao dinamismo económico desta região. Em novembro, a inflação na área do euro recuou para o nível mais baixo dos últimos cinco anos, mantendo-se há cerca de 14 meses consistentemente abaixo de 1%.² Para este movimento tem contribuído a fragilidade da procura em 2014, conjugada com perspetivas de um crescimento económico pouco dinâmico em 2015. Alguns países da área do euro têm vindo a apresentar quedas dos preços no consumidor há vários meses, com destaque para algumas economias de grande dimensão, como é o caso de Espanha. As preocupações em torno da transformação de um movimento temporário dos preços em permanente decorrem do facto da inflação se encontrar em níveis excessivamente baixos, mesmo quando excluídos os produtos energéticos, alimentares e tabaco, habitualmente sujeitos a maior volatilidade e influenciados em grande medida pelo preço dos combustíveis. Neste contexto, cresce a expectativa de que o Banco Central Europeu pode avançar em breve com medidas adicionais, que podem passar pelo programa de compra de dívida soberana.

Gráfico 1 – Preço do barril de petróleo Brent
(em USD/barril)



Fonte: Bloomberg.

5 O preço do petróleo intensificou a tendência de descida no mês de novembro, tendo o barril de Brent atingido mínimos com mais de cinco anos, abaixo dos 70 dólares por barril. Da reunião da OPEP de final de novembro não resultou qualquer decisão relativamente a uma possível redução da produção de petróleo, por influência da Arábia Saudita, com o objetivo de defender a sua quota de mercado, o que terá motivado a intensificação da tendência de descida que já se verificava (Gráfico 1). Para a redução de preços contribuiu também a perspetiva de redução da procura em economias como a China, Japão e área do euro. Para a redução dos preços, com um cariz mais estrutural, tem sido apontado como justificação o aumento da produção dos EUA, e a conseqüente diminuição das suas importações,

² A taxa de variação homóloga do IHPC na área do euro desceu de 0,4% em outubro, para 0,3% em novembro, fazendo ressurgir os receios de deflação. A contribuir para a descida da taxa estará o segmento da energia, acentuando a evolução de queda já verificada nos quatro meses anteriores. O segmento de alimentação, tabaco e bebidas alcoólicas verificou uma estabilização da taxa face ao mês anterior, nos 0,5%. Excluindo a energia, a alimentação, o tabaco e as bebidas alcoólicas, a inflação estabilizou nos 0,7%.

nomeadamente a proveniente da exploração do petróleo de xisto. Saliente-se que a tendência de descida dos preços consolidou-se a partir do mês de setembro, quando o preço quebrou a barreira dos 100 dólares. Face ao início do ano, a queda do preço foi superior a 35%. Embora a redução dos preços de petróleo seja entendida como motivo de preocupação no que se refere aos equilíbrios estratégicos e políticos de algumas economias produtoras muito dependentes da exportação desta matéria-prima, bem como ao nível da condução da política monetária na perspetiva da manutenção de um nível de inflação adequado, a redução dos preços trará benefícios aos países importadores, nomeadamente ao nível do seu dinamismo económico, por via da redução dos custos de produção, e do equilíbrio das suas balanças comerciais.

6 Neste contexto, a taxa de câmbio do euro face ao dólar manteve a tendência de queda dos últimos meses, registando níveis de 2012. Em novembro, em termos de média mensal, o euro perdeu valor para o dólar dos EUA e para o franco suíço, tendo valorizado face à libra esterlina e, sobretudo, face ao iene japonês. Em novembro, a média mensal do EUR/USD foi de 1,2472, tendo atingido um mínimo de 1,2357. Face ao valor mais alto de 2014, atingido em março, o euro já depreciou face ao dólar em cerca de 10%.

7 Os índices acionistas europeus, norte-americanos e japoneses apresentaram variações positivas, tendo o índice PSI-20 evoluído em contraciclo, apresentando uma queda moderada. As bolsas europeias receberam com entusiasmo as declarações dos responsáveis do BCE, verificando-se um retorno dos investidores, depois de dias de menor volume e de indefinição em termos de tendência, dando origem a uma recuperação dos índices face às quedas de outubro. No caso português, a descida moderada do índice acionista PSI-20, foi de 0,9%.

8 Relativamente às decisões de política monetária, em novembro, o Banco Central Europeu (BCE) manteve inalteradas as taxas de juro e decidiu por unanimidade preparar atempadamente um pacote de novas medidas de estímulo monetário não convencional, disponíveis para utilizar em caso de necessidade. Em novembro, iniciou-se programa de compra de dívida titularizada "*asset backed securities*" (ABS), os quais têm créditos a empresas como ativos subjacentes. Este faz parte de um dos novos programas de compra de títulos, sendo que o programa denominado por "*covered bonds*" iniciou-se em outubro e está centrado na compra de obrigações sobre hipotecas e obrigações sobre crédito bancário ao sector público. Este programa terá atingido 20,9 mil M€ até ao dia 5 de dezembro.³ Renovando preocupações com a evolução da inflação na área do euro, os responsáveis do BCE afirmaram na reunião de novembro que tudo farão para alterar as atuais expectativas quanto à inflação. Com efeito, o BCE mostrou-se disponível para gerar uma pressão de subida dos preços a curto prazo, podendo vir a adotar um programa de estímulos monetários mais agressivos, seja através da ampliação dos montantes injetados com os atuais

³ Em setembro o BCE lançou a primeira operação de refinanciamento de prazo alargado direccionada (TLTRO), com uma natureza de longo prazo, tendo os bancos europeus obtido financiamentos a 4 anos no montante de 82,6 mil M€. Já em dezembro, no dia 11, na segunda operação com as mesmas características, o financiamento dos bancos europeus ascendeu a 129,84 mil M€, com um juro de 0,15%, ainda assim abaixo do estimado por muitos analistas. Saliente-se que estes financiamentos são concedidos contra garantias de concessão de crédito à economia,

programas, os quais já assumem um carácter menos convencional, seja através da utilização de novos instrumentos, os quais poderão mesmo abranger a compra de títulos de dívida soberana. As taxas de juro de referência do BCE mantiveram-se inalteradas, sendo que estas foram colocadas há dois meses em níveis mínimos históricos. No caso das taxas Euribor, estas continuaram a evoluir em torno dos atuais níveis mínimos recorde. A 1, 3, 6 e 12 meses, as taxas encontraram-se no final do mês em 0,02%, 0,08%, 0,18% e 0,33%, respetivamente.

9 O Banco do Japão também decidiu expandir o seu balanço através de compras de dívida pública. A economia japonesa entrou em recessão técnica no 3.º trimestre do ano, tendo o PIB anualizado diminuído 1,6%, depois de no trimestre anterior ter recuado 7,3%. Face a esta deterioração das condições macroeconómicas e ao movimento de desaceleração da inflação, a autoridade monetária nipónica anunciou o aumento das compras anuais de dívida pública doméstica.

10 O comité de política monetária da reserva federal dos EUA (FOMC) manifestou preocupação com o processo de desinflação e com as fracas perspetivas económicas mundiais. A Reserva Federal dos EUA divulgou as minutas da reunião de política monetária realizada no final de outubro. 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*. Embora o processo de desinflação permita consolidar as expectativas do mercado quanto à permanência das taxas de juro baixas e estabilizadas por um período prolongado, esta também foi motivo de preocupação por parte dos banqueiros centrais norte-americanos, na medida em que se registam desde julho variações homólogas do índice de preços abaixo de 2%. Os responsáveis manifestaram igualmente preocupação com as fracas perspetivas económicas e riscos negativos na Europa, China e Japão, além da acentuada valorização do dólar. Perante este cenário, de acordo com alguns analistas, não será de excluir o regresso dos programas de compra de ativos em 2015.

11 Ainda que permanecendo a incerteza quanto à evolução das condições de financiamento da dívida grega, nos mercados obrigacionistas assistiu-se à descida das yields e à diminuição do diferencial das taxas de rentabilidade dos mercados periféricos da área do euro face à Alemanha. As taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública diminuíram em Portugal, Irlanda, Grécia, Itália e Espanha (Tabela 1 e Tabela 2). Com a perspetiva do BCE poder comprar dívida soberana, alguns analistas passaram a recomendar aos seus investidores a aquisição de dívida pública de países periféricos da área do euro (com exceção da Grécia), em detrimento da dívida pública da Alemanha e França, apostando na valorização do ativo e na queda dos juros. No caso das obrigações espanholas e italianas, nas obrigações com maturidade de 10 anos registaram-se mínimos históricos nas yields, de 1,98% e 2,18% respetivamente. Para as yields da dívida obrigacionista espanhola foi a primeira vez que desceram abaixo de 2%. Por seu turno, nos EUA, as taxas de rentabilidade da dívida soberana também decresceram, num contexto em que o crescimento económico foi revisto em alta. A instabilidade na Grécia manteve-se em novembro, contribuindo para refrear o entusiasmo dos investidores em torno das obrigações soberanas. O principal foco de instabilidade

reside nas dúvidas quanto à opção a seguir no período pós-programa de ajustamento. Depois de ter sido afastada a possibilidade da Grécia concretizar a saída antecipada do programa de assistência financeira, encontra-se em avaliação um pedido da Grécia para uma extensão técnica de dois meses do atual programa de resgate, sendo que permanece em aberto a transferência da última tranche do resgate, de 1,8 mil M€. As autoridades gregas pretendem negociar um programa cauteloso que funcione como um "seguro" para o regresso aos mercados financeiros. No entanto, esse processo encontra-se em avaliação pelos Países-Membros, uma vez que será necessária a aprovação do Orçamento do Estado para 2015 e registam-se divergências quanto às medidas necessárias para reduzir o défice para os objetivos definidos no programa.

Tabela 1 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos percentuais)

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

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

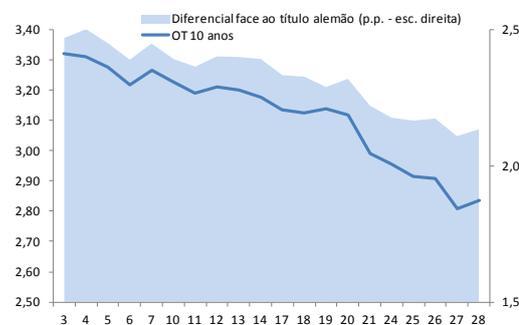
	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	31-Jul-14	30-Set-14	31-Out-14	28-Nov-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	12,8	6,9	6,0	3,6	3,2	3,2	2,8	-0,4	-3,2
Itália	7,0	4,5	4,1	2,7	2,3	2,3	2,0	-0,3	-2,1
Espanha	5,0	5,2	4,1	2,5	2,1	2,1	1,9	-0,2	-2,2
Irlanda	-	-	3,4	2,2	1,6	1,7	1,4	-0,3	-2,1
França	3,1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

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

12 Em Portugal, a curva de rendimentos registou um movimento de descida que foi extensível a todas as maturidades, não obstante as avaliações económicas e orçamentais menos otimistas por parte dos credores institucionais. Para este comportamento poderá ter contribuído a convicção dos mercados de que o BCE atuará energicamente perante os dados sobre a evolução dos preços e da atividade económica na área do euro. Neste contexto, as *yields* das Obrigações do Tesouro português a 10 anos fecharam em torno de 2,8%, o que representa um mínimo histórico no mercado secundário (Gráfico 2). A evolução das *yields* da dívida pública portuguesa terá sido influenciada pela perceção nos mercados financeiros de que estas representam um bom investimento do ponto de vista do binómio risco-retorno, a curto e a médio prazo, num contexto em que se verificam *yields* a níveis historicamente baixos nos países *core*, não se perspetivando grandes valorizações nesses mercados obrigacionistas (Gráfico 3). Este sentimento dos investidores acabou por suplantar, em importância, as conclusões menos positivas dos credores institucionais sobre as perspetivas económicas e, sobretudo, orçamentais da economia portuguesa. Com efeito, em novembro, concluiu-se a primeira monitorização a Portugal após o fim do programa de assistência financeira. O Fundo Monetário Internacional realçou que a economia portuguesa continuará a recuperar da crise financeira. No entanto, destacou que os níveis de desemprego continuam em níveis elevados, e que o aumento da procura poderá não ser suficiente para relançar a economia portuguesa para um crescimento vigoroso. De acordo com o FMI, persistem

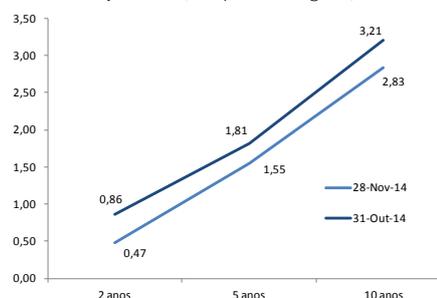
problemas estruturais concentrados na baixa competitividade externa e no excessivo endividamento do setor público e privado. No âmbito do Semestre Europeu, foram também conhecidas as preocupações da Comissão Europeia quanto aos riscos de incumprimento dos objetivos para o défice orçamental de 2015.

Gráfico 2 – Evolução diária em novembro 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 As agências de notação de crédito desiludiram os investidores em novembro, uma vez que estes esperavam que a dívida pública portuguesa regressasse ao nível de investimento. A agência de notação de crédito canadiana *Dominion Bond Rating Service* (DBRS) optou por manter a classificação da dívida soberana de longo prazo de Portugal em "BBB" (um nível acima da categoria de investimento especulativo, sendo a única das quatro grandes agências que não estabelece o rating nessa categoria). A agência manteve a perspetiva em "estável", referindo que esta reflete a convicção de que foram feitos progressos na redução do défice orçamental e do défice da balança corrente, bem como a criação de liquidez de dimensão adequada, a qual contribui para reduzir o risco, no curto prazo, de renovação da dívida que atinge a maturidade. A agência identifica igualmente como positivo o fortalecimento do sector bancário em resultado da recente recapitalização. Por seu turno, a agência de notação *Standard & Poor's* (S&P) manteve o rating da dívida de longo prazo de Portugal em BB, com uma perspetiva "estável", destacando melhorias ao nível do perfil das maturidades da dívida e da execução de reformas estruturais, mas identificando riscos ao nível do cumprimento dos objetivos para o défice orçamental de 2015. Recorde-se que, em outubro, também a agência *Fitch* decidiu não aumentar o *rating* da dívida portuguesa, mantendo-a em nível especulativo, ainda que um nível acima do atribuído pela S&P.

14 Nos mercados obrigacionistas primários, destacam-se as emissões de países core com descidas das taxas de rentabilidade médias, destacando-se a existência de emissões com taxas negativas na Alemanha e França. Em Espanha, o Tesouro emitiu dívida pública com custos de financiamento mais elevados que nas emissões anteriores comparáveis efetuadas em outubro. A dívida a seis meses foi emitida a uma taxa de 0,211%, acima do juro de 0,183% que teve de suportar na emissão realizada em outubro. No que se refere à linha a 12 meses, a rentabilidade exigida pelos investidores atingiu 0,312%, a qual compara com 0,288% pagos em outubro. No entanto, é de salientar que a procura foi várias vezes superior à oferta, em ambos os prazos, tendo aumentado esse rácio face ao verificado em outubro. Em França foram emitidos 13,1 mil M€ de dívida de longo prazo com maturidades entre 5 e 25 anos, com *yields* médios entre 0,3% (a 5 anos) e 0,5% (a 25 anos). Na Alemanha e em Itália os respetivos tesouros também colocaram dívida a taxas inferiores às verificadas em outubro.

Divida direta do Estado

15 A dívida direta do Estado diminuiu em outubro, nomeadamente ao nível da dívida titulada de médio e longo prazo. A dívida direta do Estado fixou-se em 216,9 mil M€ no final de outubro de 2014, o que corresponde a um decréscimo de 3,1 mil M€, em termos mensais. No entanto, em termos homólogos, registou-se um aumento de 6,3%. Por instrumento, a variação da dívida pública em outubro deveu-se, em parte, à amortização de uma Obrigação do Tesouro (OT) no valor de 5 mil M€, a qual superou a emissão líquida de mil M€ de Bilhetes do Tesouro e a emissão de uma OT a 5 anos, em 1142 M€ (Tabela 3).^{4, 5} Adicionalmente, registou-se um aumento do stock de Certificados de Aforro, em 214 M€, de Certificados de Tesouro, em 335 M€, e uma redução de CEDIC, de 341 M€. Em consequência das flutuações cambiais, a dívida aumentou 64 M€ no mês de outubro.

16 Registou-se um decréscimo significativo de depósitos do subsector Estado. Em outubro, o défice do subsector de Estado fixou-se em 1,9 mil M€, tendo, no mesmo mês, a aquisição líquida de ativos financeiros sido de 2,2 mil M€. Adicionalmente, observou-se uma amortização de 9 mil M€ de dívida pública, sendo 5 mil M€ respeitante à acima referida OT 3,60% Out 2009/2014. Consequentemente, as necessidades brutas de financiamento no mês de outubro fixaram-se em, aproximadamente, 13,2 mil M€. Por seu turno, as emissões de dívida atingiram apenas 6 mil M€, dos quais 2,9 mil M€ de CEDIC, o que representa um valor inferior às necessidades brutas de financiamento. A diferença entre emissões e necessidades de financiamento foi suprida pelo recurso aos depósitos do subsector Estado.

⁴ Foram realizadas dois leilões de BT em outubro, tendo sido colocado 250 M€ a 3 meses e 750 M€ a 12 meses.

⁵ A próxima amortização de uma OT está prevista para outubro de 2015, num valor total de 6 737 M€.

Tabela 3 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Dez-13	Set-14	Out-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 511	136 367	133 696	-2,0	6,7	61,6
Curto prazo	25 079	22 838	23 493	2,9	-23,3	10,8
Médio e longo prazo	94 432	113 529	110 203	-2,9	16,4	50,8
Não titulada	12 690	16 815	17 362	3,3	44,4	8,0
Cert. Aforro	10 132	11 595	11 809	1,8	17,2	5,4
Cert. do Tesouro	2 026	4 090	4 426	8,2	212,8	2,0
Outra	532	1 130	1 127	-0,2	111,8	0,5
Assist. Financeira	72 051	78 260	78 309	0,1	17,4	36,1
Total	204 252	220 036	216 926	-1,4	6,3	100,0
Por memória:						
Transaccionável	114 810	117 851	114 485	-2,9	-3,0	52,8
Não Transaccionável	89 443	102 185	102 441	0,3	19,0	47,2
Euro	178 912	188 242	185 067	-1,7	2,6	85,3
Não euro	25 340	31 795	31 859	0,2	34,4	14,7

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 No mês de outubro, registou-se um acréscimo significativo da despesa com juros e outros encargos líquidos.

No período de janeiro a outubro, a despesa com juros e outros encargos líquidos atingiu 6400 M€, tendo no mês de outubro ocorrido um aumento mensal de 1662 M€ (Tabela 4). O acréscimo mensal registado é justificado, sobretudo, pelos juros relativos às Obrigações de Tesouro.⁶ Em termos acumulados, registou-se uma diminuição ligeira face ao período homólogo (-0,1%). Do total dos juros pagos em 2014, 3927 M€ referem-se a juros de Obrigações de Tesouro, representando um decréscimo de -5,3% face ao período homólogo, e 1617 M€ referem-se a juros dos empréstimos do PAEF, o que se traduz num aumento de 10,3%, em termos homólogos.

Tabela 4 – Despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado
(em milhões de euros)

	2014				jan-out 2013	jan-out 2014	Tvh (%)	Previsão Anual
	jul	ago	set	out				
Juros da dívida pública	225,0	416,8	240,4	1 662,4	6 496	6 416	-1,2	7 138
Bilhetes do Tesouro	82,4	14,0	34,4	0,0	465	336	-27,8	381
Obrigações do Tesouro	4,5	7,0	18,8	1 496,8	4 148	3 927	-5,3	4 108
Empréstimos PAEF	61,5	306,6	151,8	50,0	1 466	1 617	10,3	1 729
Certificados de Aforro e do Tesouro	32,8	30,6	28,3	34,6	274	300	9,6	497
CEDIC / CEDIM	2,4	7,4	1,3	13,3	31	41	31,5	43
Outros	41,4	51,2	5,9	67,7	113	196	74,4	63
Comissões	11,5	4,3	9,9	2,6	57	72	26,2	78
Empréstimos PAEF	0,0	0,0	0,0	0,0	31	18	-43,5	18
Outros	11,5	4,3	9,9	2,6	25	54	112,5	60
Juros e outros encargos líquidos	235,0	418,8	239,7	1 662,2	6 408	6 400	-0,1	7 112

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

18 Em novembro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses.

No dia 21 de novembro foram emitidos dois BT, um com maturidade de 3 meses, no montante de 231 M€, e outro a 12 meses, no montante de 940 M€ (Tabela 5). As taxas de juro médias ponderadas das emissões foram de 0,156% e de 0,32%, respetivamente. Para ambas as operações, a taxa de juro de colocação foi superior à obtida numa operação de maturidade comparável (Gráfico 4, Gráfico 5). Já no mês de dezembro, foi emitido um BT a 12 meses, no montante de 982 M€, a uma taxa de juro média ponderada de 0,282%.

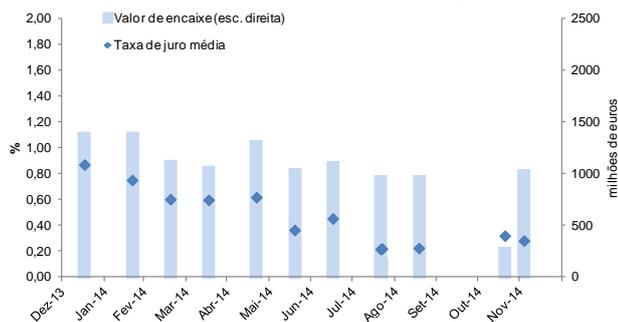
⁶ As Obrigações do Tesouro pagam juro anual.

Tabela 5 – Emissão de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em novembro
(ao valor de encaixe e em milhões de euros)

Instrumento	Bilhetes do Tesouro			
	OT	OT	OT	OT
Maturidade	Feb-24	Feb-15	Nov-15	Dez-15
Data da Transacção	14-Nov	21-Nov	21-Nov	05-Dez
Prazo	9 anos	3 meses	12 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	1 200	231	940	982
Montante de Procura (M€)	2 479	665	1 273	1 529
Taxa média (%)	3,161	0,156	0,320	0,282
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média %)	16-Jun-14	15-Out-14	17-Set-14	21-Nov-14
	3,252	0,110	0,225	0,320

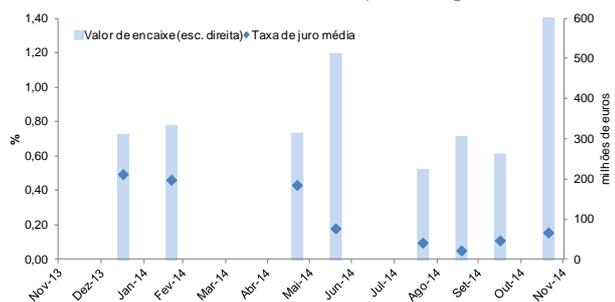
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Inclui as emissões de dezembro até à data da publicação deste relatório.

Gráfico 4 – Bilhetes do Tesouro a doze 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)



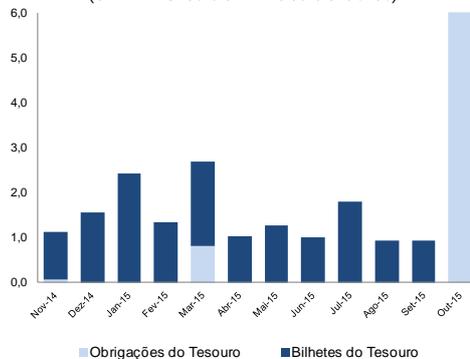
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

19 A República Portuguesa realizou, em novembro, uma oferta de troca de Obrigações do Tesouro. No dia 26 de novembro foi 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€). Também em novembro foi emitida uma OT com maturidade em fevereiro de 2024, no montante de 1,2 mil M€, a uma taxa de juro de 3,252%. Após esta troca de dívida, os montantes a desembolsar nos próximos 12 meses são de 7,2 mil M€ em OT e de 15,2 mil M€ em BT (Gráfico 6). Saliente-se que, para 2015, estão previstas amortizações de 7,6 mil M€ de dívida de médio e longo prazo e, para o período 2016-2019, estão previstos amortizações do mesmo prazo num montante total de 58,1 mil M€, dos quais 15,3 mil M€ relativos a empréstimos do FMI (Gráfico 7).⁷

⁷ Os empréstimos do MEEF não foram incluídos uma vez que a maturidade 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 venha a ser necessário refinanciar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

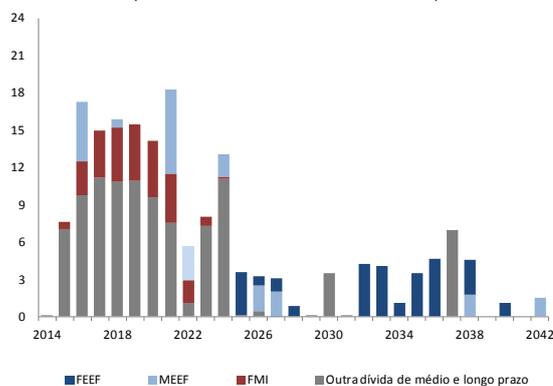
20 Em novembro, foi desembolsado o último empréstimo relativo ao Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). No dia 12 de novembro, a República Portuguesa recebeu o último empréstimo da 11.ª tranche por parte do MEEF, no valor de 400 M€, com maturidade a 15 anos e a uma taxa de juro fixa de 1,507%. Com este desembolso, o valor desembolsado no âmbito do PAEF totaliza 76,5 mil M€.

Gráfico 6 – Plano de amortização de dívida nos próximos 12 meses
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

Gráfico 7 – 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 refinanciar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

21 Foram atualizados os limites legais para a emissão de empréstimos públicos por instrumentos de dívida de 2014. Através da Resolução do Conselho de Ministros n.º 72/2014, de 2 de dezembro, foram atualizados os limites legais para a emissão de empréstimos públicos de forma a corresponder às alterações aprovadas no OE2R/2014. Nomeadamente, verificou-se um acréscimo no limite da emissão de Certificados de Aforro e do Tesouro de 3 mil M€ para 6 mil M€ e de Obrigações do Tesouro de 15 mil M€ para 17 mil M€. O acréscimo verificado ao nível destes instrumentos foi compensado pela redução do limite de emissão de BTs de 20 mil M€ para 15 mil M€. Adicionalmente, a resolução autoriza a emissão de outra dívida pública fundada, denominada em moeda com ou sem curso legal em Portugal, sob formas de representação distintas das indicadas nos números anteriores, até ao montante máximo de 16 mil M€, o que representa um acréscimo de 1,0 mil M€. Consequentemente, o limite de endividamento foi aumentado de 11,7 mil M€ para 12,75 mil M€.⁸

⁸ Esta alteração deve-se, em parte, à execução acima do esperado de Certificados de Aforro e do Tesouro. Para tal terá contribuído a procura por parte

Tabela 6 – Emissão de Títulos de Dívida em 2014 e respetivos limites legais
(em milhares de milhões de euros)

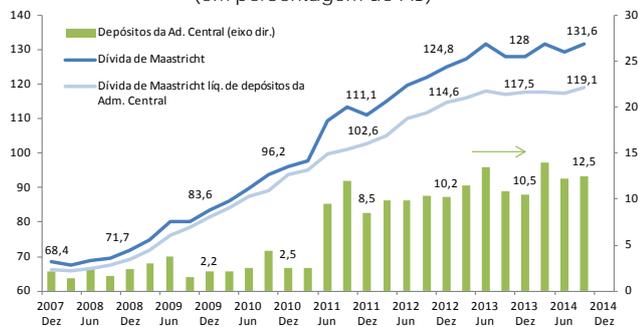
	Jan-Out	Limite	Execução
Obrigações do Tesouro	11,9	17	70,0%
Bilhetes do Tesouro	13,1	15	87,2%
Cert. de Aforro e do Tesouro	4,1	6	67,5%
Outra Dívida Fundada	14,2	16	88,6%

Fontes: IGCP e Resolução do Conselho de Ministros n.º 72/2014, de 2 de dezembro.

Dívida na ótica de Maastricht ⁹

22 Face ao mês de setembro, a dívida pública na ótica de Maastricht diminuiu em outubro, encontrando-se no entanto 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 outubro, em 225,17 mil M€. Embora face a setembro se tenha verificado uma redução de 4 mil M€, quando comparada com o final de 2013, registou-se um aumento de 6 mil M€. A redução mensal deveu-se à amortização de OT registada em outubro, a qual não foi substituída integralmente por nova dívida, tendo sido utilizada parte da liquidez existente. O valor registado no final de outubro encontra-se 2 mil M€ acima do previsto para o final do ano, i.e., um montante total de 223,2 mil M€. Relativamente aos depósitos da administração central, estes atingiram 17 mil M€ no final de outubro, o que representa um decréscimo de 4,8 mil M€ face a setembro e de 1,0 mil M€ face dezembro de 2014 (Tabela 7). 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 esperada de cerca de 4 mil M€ nos últimos dois meses de 2014. A dívida na ótica de Maastricht excluindo depósitos, fixou-se em 208,2 mil M€, registando um acréscimo mensal de 0,8 mil M€.¹⁰

Gráfico 8 – Dívida de Maastricht
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal.

das famílias de ativos de menos risco e a redução continuada das taxas de juro do mercado, bem como o respetivo alargamento dos diferenciais de rentabilidade entre os instrumentos de aforro públicos e os depósitos do setor bancário.

⁹ 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.

¹⁰ 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.

Tabela 7 – Evolução da dívida de Maastricht 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	229,2	207,4	21,8
2014 Out	225,2	208,2	17,0
Var. face a dez. 2013	6,0	6,9	-1,0
Var. face a set. 2014	-4,0	0,8	-4,8

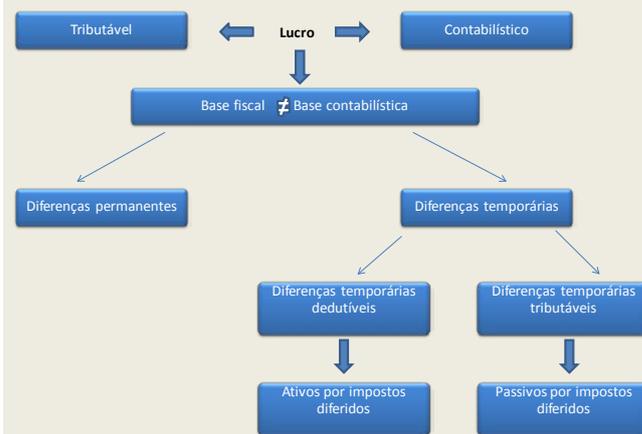
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os depósitos referem-se apenas aos depósitos da administração central.

Caixa 1 - Desenvolvimentos metodológicos recentes relativos à conversão de ativos por impostos diferidos em créditos fiscais

Os "ativos por impostos diferidos" são ativos registados no balanço das empresas. Estes correspondem a um montante de impostos sobre lucros que se espera vir a recuperar, associados a custos já contabilizados mas que se traduzirão num custo fiscal apenas no futuro. Mais concretamente, a criação de ativos por impostos diferidos ocorre quando se verificam diferenças de carácter temporário entre o lucro contabilístico e o lucro fiscal, sendo constituídos caso haja expectativas de lucros tributáveis futuros (Ilustração 1).^{11, 12}

No caso das instituições de crédito, os ativos por imposto diferido estão associados, sobretudo: (i) às perdas por imparidade em créditos dada a especificidade do negócio bancário;¹³ (ii) responsabilidades com benefícios pós-emprego ou a longo prazo de empregados.¹⁴

Ilustração 1 – Ativos por impostos diferidos



Fonte: Banco de Portugal.

¹¹ Com a adoção das normas contabilísticas IFRS e NCAs as diferenças entre as normas contabilísticas e as normas fiscais ampliaram-se.

¹² As diferenças entre as normas contabilísticas e as normas fiscais podem também levar à criação de passivos por impostos diferidos. Neste caso o lucro tributável é inferior ao lucro contabilístico, sendo esta diferença de carácter temporário. Neste caso, os passivos por ativos financeiros resultam em imposto futuro (ex. reavaliação livre de um imóvel subavaliado. As amortizações resultantes do acréscimo do valor do imóvel não serão aceites fiscalmente em períodos futuros).

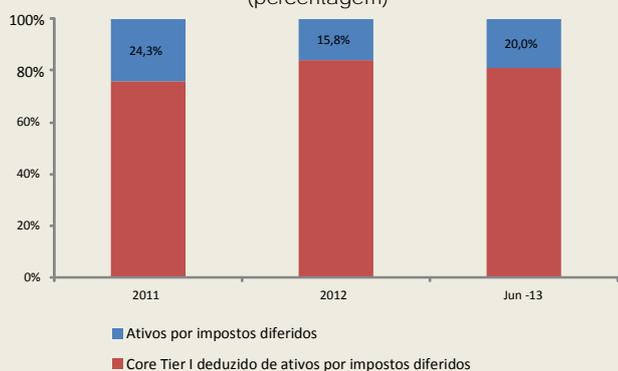
¹³ A conjuntura macroeconómica e financeira nos últimos anos contribuiu para um aumento significativo dos níveis de incumprimento do crédito e consequente aumento do crédito mal parado e acréscimo de provisões e imparidades temporariamente não aceites fiscalmente. Como regra geral, a imparidade reconhecida para efeitos do relatório financeiro não é dedutível para fins fiscais até que os ativos afetados sejam eliminados, i.e., na maioria dos casos, o reconhecimento de uma imparidade leva a um ativo fiscal diferido, dado que há um crédito contabilístico anterior ao custo fiscal.

¹⁴ Tal resulta do facto de que os gastos relativos a benefícios de cessação de emprego, benefícios de reforma e outros benefícios pós-emprego ou a longo prazo dos empregados que não sejam considerados rendimentos do trabalho dependente, são imputáveis ao período de tributação em que as importâncias são pagas ou colocadas à disposição dos respetivos beneficiários.

O Acordo de Basileia III¹⁵, cujas recomendações foram incorporadas no direito comunitário através da revisão do Regulamento n.º 575/2013 e da Diretiva 2013/36/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 (alteração da *Capital Requirements Directive* - processo de revisão designado de *CRD IV*), vem reforçar as exigências de capital visando, em parte, o reforço da qualidade e do montante do capital regulamentar.

O artigo 36.º do regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho determina que os ativos por impostos diferidos que dependam de rendibilidade futura das instituições são deduzidos aos fundos próprios principais de nível 1.¹⁶ No entanto, de acordo com o artigo 39.º do mesmo regulamento não são deduzidos aos fundos próprios, os ativos por impostos diferidos que não dependam de rendibilidade futura e que decorram de diferenças temporárias, quando: (i) de forma automática e obrigatória são substituídos sem demora por um crédito de imposto em caso de reporte de um prejuízo pela instituição ou um evento de liquidação ou insolvência da instituição; (ii) a instituição tem a possibilidade de compensar o crédito de imposto com qualquer passivo fiscal da instituição; e (iii) caso este montante exceda os passivos fiscais, esse excesso é substituído por um crédito direto sobre a administração central.

Gráfico 1 – Ativo por imposto diferido líquido no total do Core Tier 1 (percentagem)



Fontes: Relatório da 10.ª avaliação no âmbito do PAEF por parte do FMI e cálculos da UTAO | O valor de ativos por impostos diferidos no total do *Core Tier 1* em junho de 2013 é um valor aproximado.

A nível nacional, o regime especial aplicável aos ativos por impostos diferidos foi aprovado pela Lei n.º 61/2014 de 26 de agosto, que possibilita o uso dos ativos por impostos diferidos enquanto fundos próprios principais de nível 1, ao satisfazer as condições para tal descritas no artigo 39.º do Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho (Gráfico 1).

Este novo regime é aplicável aos gastos e variações patrimoniais negativas contabilizadas nos períodos de tributação que se iniciem em ou após 1 de janeiro de 2015 bem como aos ativos por impostos diferidos que se encontrem registados nas contas anuais do sujeito passivo relativas ao último período de tributação de 2014.¹⁷

Posteriormente, numa [orientação metodológica](#) publicada no dia 29 de Agosto de 2014, o Eurostat estabelece as condições para o registo dos ativos por impostos diferidos quando convertidos em créditos fiscais, de acordo com o novo manual de contas nacionais SEC2010. Nesse documento estabelece-se que os créditos fiscais devem ser registados no momento em que o crédito fiscal é reconhecido pela autoridade fiscal (que coincide, aproximadamente, com a determinação do imposto), devendo ser registado como um aumento da despesa das administrações públicas, nomeadamente

¹⁵ Em dezembro de 2010, o BCBS (*Basel Committee on Banking Supervision*) publicou o designado "Acordo de Basileia III", que integra alterações regulamentares extremamente importantes nos seguintes domínios: capital, liquidez e rácio de alavancagem, as quais serão aplicadas, de modo faseado, a partir de 2013.

¹⁶ O motivo pelo qual o Acordo de Basileia III recomenda a dedução dos ativos por impostos diferidos dos fundos próprios principais de nível 1, reside na impossibilidade destes serem utilizados em caso insolvência ou de resultados não tributáveis, o que, em última análise, diminui a sua capacidade de absorção de prejuízos.

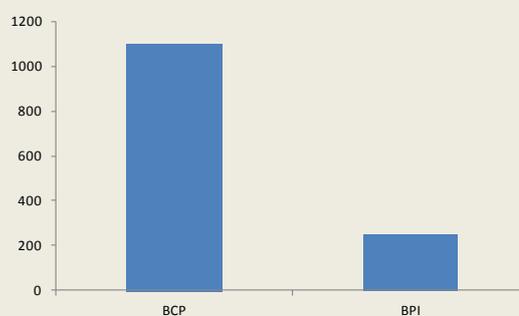
¹⁷ Este regime aplica-se aos gastos e variações patrimoniais negativas com perdas por imparidade em créditos e com responsabilidades com benefícios pós-emprego ou a longo prazo de empregados.

como transferência de capital, pelo que terá um impacto negativo no saldo orçamental.

Recomenda ainda que o reconhecimento da responsabilidade referente ao crédito fiscal deverá estar em consonância com o princípio da especialização económica do exercício. No entanto, o momento de registo poderá ser adaptado de modo a evitar estimativas não fiáveis e contínuas revisões dos dados. Na prática, o Eurostat recomenda que o crédito fiscal resultante do prejuízo obtido pela instituição no ano *t* seja inscrito integralmente no ano de reconhecimento pela autoridade tributária, ou seja o ano *t+1*. No caso português, tendo em consideração a Lei n.º 61/2014 de 26 de agosto, o registo dos eventuais créditos fiscais relativos ao ano económico de 2015 deverão ser registados enquanto despesa pública e, portanto, com impacto no défice, quando reconhecidos pela Autoridade Tributária, em 2016.

Recentemente, foi publicamente conhecido que o Banco BPI e o BCP manifestaram interesse em aderir ao regime especial aplicável aos ativos por impostos diferidos, tendo a sua adesão sido aprovada nas respetivas Assembleias Gerais do dia 17 de outubro e de 15 de outubro. Com base nos dados destas instituições de 30 de junho de 2014, os ativos por impostos diferidos abrangidos pelo regime especial ascendiam a 249 M€ no caso do Banco BPI e a mais de mil M€ no caso do BCP (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Ativos por impostos diferidos abrangidos pelo regime especial (milhões de euros)



Fontes: Banco BPI, BCP.

O Eurostat também determina o tratamento em contas nacionais dos ativos por impostos diferidos não convertidos em créditos fiscais. Neste caso, ao serem considerados ativos contingentes por parte do Estado, não deverão ser registados nas contas nacionais.

Adicionalmente, nas situações em que os ativos por impostos diferidos sejam utilizados como custo fiscal na existência de lucro tributável, o seu impacto deverá ser reconhecido como uma redução da receita fiscal.

No entanto, aquando da elaboração da recomendação do Eurostat, o caso português não tinha sido individualmente analisado, tendo sido unicamente avaliadas as alterações legislativas verificadas em Itália e Espanha. O caso português distingue-se dos demais pelo facto de impor ao sujeito passivo a criação de uma reserva especial, a qual implica a constituição simultânea de direitos de conversão atribuídos ao Estado.¹⁸ Deste modo, em determinadas condições ainda por determinar, a criação de um ativo nas contas do Estado (a participação no capital dos bancos), simultaneamente à contração de um passivo (os créditos tributários), poderá vir a mitigar ou cancelar o impacto negativo no saldo orçamental.

Relativamente ao impacto na dívida pública, a conversão de ativos por impostos diferidos em créditos tributários reembolsáveis gera um aumento dos passivos das administrações públicas. A ótica de *Maastricht* preconiza a medição da dívida em termos brutos, i.e. não líquida de ativos. Deste modo, a criação simultânea de um ativo, relativo à participação no capital dos bancos, não contribuiu para compensar o aumento da dívida pública que se verifica quando é criado o crédito tributário.

¹⁸ Os direitos de conversão constituem valores mobiliários que conferem ao seu titular o direito a exigir ao sujeito passivo o respetivo aumento do capital através da incorporação do montante da reserva especial e consequente emissão e entrega gratuita de ações ordinárias representativas do capital social do sujeito passivo.