

Condições de mercado

1 O mês de janeiro foi caracterizado pelo aumento da volatilidade, sobretudo no mercado cambial, ainda na sequência dos acontecimentos que em dezembro tinham motivado o aumento da aversão ao risco. Destacam-se como desenvolvimentos mais relevantes em janeiro: i) a decisão do Banco Nacional da Suíça em abandonar o regime de câmbio fixo do franco suíço face ao euro (15 de janeiro); ii) as decisões de política monetária do BCE, no sentido de iniciar o *quantitative easing* (22 de janeiro); iii) as eleições na Grécia atribuindo a vitória ao partido Syriza; e iv) a reunião de política monetária da Reserva Federal dos EUA (28 de janeiro).

2 Perante os diversos acontecimentos marcantes, observaram-se movimentos em sentido diverso nos principais mercados. Na primeira semana predominou o enquadramento de maior aversão ao risco, com a continuação da queda do preço do petróleo e o receio em relação ao resultado das eleições na Grécia. Posteriormente registou-se alguma acalmia deste sentimento, contudo na última semana do mês, após as eleições na Grécia, reforçou-se a tônica mais negativa.

3 Nos mercados acionistas verificou-se uma evolução diversificada. Tendo em consideração os dados de fim de mês, observou-se uma valorização de 6,5% do índice de referência da área do euro (Euro Stoxx50), não obstante a queda do mercado acionista grego (-18,6%). O índice português PSI20 registou um aumento de 7,2%, quebrando um ciclo de nove meses de queda. Por seu turno, o índice Nikkei valorizou 1,3% e os índices norte-americanos desvalorizaram (3,7% no caso do Dow Jones e 3,1% do S&P500).

4 A evolução mais negativa do mercado acionista norte-americano enquadra-se com expectativas de que a inflação poderá permanecer baixa por um longo período, tendo os dados dos salários e da inflação reforçado os receios de um contexto de desinflação.¹ No final do mês (28 de janeiro), o Comité de Política Monetária da Reserva Federal norte-americana (FOMC) manteve inalteradas as condições monetárias e efetuou ligeiras alterações ao comunicado da reunião. A perspetiva para a economia foi revista em alta, mas relativamente à inflação o FOMC reconhece que esta deverá reduzir-se no curto prazo, ainda que espere que no médio prazo suba gradualmente para o objetivo de 2%. O FOMC continuará a avaliar os desenvolvimentos económicos internos e também internacionais (referência introduzida neste comunicado) para definir o momento de uma alteração de política monetária. Este comunicado teve interpretações mistas nos mercados. Enquanto alguns participantes consideraram uma tônica mais positiva que o esperado (em particular devido à avaliação mais positiva da economia), outros consideraram o Fed mais pessimista ao referir as pressões descendentes para a inflação no curto prazo e os desenvolvimentos internacionais.

¹ A variação homóloga do índice de preços no consumidor passou de 1,3% em novembro para 0,8% em dezembro. No entanto, os analistas/investidores focaram-se mais fortemente na descida de 0,2%, em cadeia, do salário horário, o pior registo em pelo menos 8 anos (a variação homóloga situou-se no valor mais baixo desde outubro 2012), o que vem reforçar as expectativas de que a inflação poderá permanecer baixa por um longo período também nos EUA.

5 No cômputo geral, os participantes de mercado mantêm a perspetiva de que a Reserva Federal dos EUA poderá alterar as taxas de juro em meados de 2015. Num contexto de política monetária menos acomodaticia reforçou-se a apreciação do dólar. Adicionalmente, o cenário de baixa inflação contribuiu para a queda dos preços das ações dos EUA e uma descida de *yields* no mercado obrigacionista. Em relação ao fim de dezembro, as taxas de rentabilidade a 10 anos dos títulos de dívida pública baixaram 53 p.b. para 1,64%.

6 O forte aumento de volatilidade verificou-se a meio do mês com a decisão totalmente inesperada do Banco Nacional da Suíça (BNS) em abandonar o limite cambial, fixado em 1,2 francos face ao euro, que tinha sido adotado em setembro de 2011.² Segundo o BNS, a suspensão desta medida, que era temporária, justificou-se pela recente depreciação do euro. Adicionalmente, o banco central decidiu descer a taxa de juro de referência em 50 p.b., para 0,75%. A reação imediata do mercado foi de volatilidade extrema, com as ofertas de compra no euro/franco suíço a atingirem 0,8636 (dados Reuters), para depois se assistir a alguma recuperação da cotação. As transações do euro/franco chegaram a estar suspensas na plataforma Forex, tendo sido posteriormente retomadas. O principal índice acionista suíço recuou imediatamente cerca de 8% após a decisão e as taxas de rentabilidade a 2 anos desceram para valores negativos. Estes desenvolvimentos tiveram impactos imediatos em outros mercados, salientando-se o reforço da volatilidade, sobretudo a nível cambial e nas ações, contudo este efeito acabou por se dissipar ao longo do mês.

7 Note-se que, após a ação do banco central da Suíça, os investidores passaram a estar expectantes quanto a outras decisões de bancos centrais com regimes de câmbio fixos, em particular relativamente à cotação da coroa dinamarquesa face ao euro. Contudo, alguns analistas referiram que a pressão sobre a coroa dinamarquesa tem sido menor, comparativamente com o franco suíço, uma vez que: (1) a coroa não é tão percecionada como um ativo de refúgio e (2) o banco central da Dinamarca não interveio no mercado cambial em dezembro. Ainda assim, note-se que a volatilidade da coroa tem estado a subir desde novembro. A 20 de janeiro, o banco central da Dinamarca reduziu inesperadamente em 15 p.b. a taxa de juro de depósito, para -0,2%, e a taxa de juro de cedência de liquidez, para 0,05%. Após a reunião do BCE, a 22 de janeiro, o banco central voltou a reduzir a taxa de juro de depósito para -0,35%. De acordo com o banco central, estas descidas das taxas de juro seguiram-se à compra de moeda estrangeira no mercado, suportando a cotação fixa da coroa.

² A acumulação de reservas em moeda estrangeira que o Banco Nacional da Suíça foi efetuando nos últimos anos significava já uma dimensão elevada do balanço do banco face à dimensão económica do país (as reservas representam cerca de 95% do PIB, que contrasta com 50% no Japão, um dos países com mais elevado balanço), comportando elevado risco ao nível da gestão. Adicionalmente, as expectativas de concretização de medidas adicionais de *quantitative easing* por parte do BCE colocaram maior pressão para a desvalorização do euro, o que estaria a tornar a acumulação de reservas no banco central da Suíça pouco sustentável, de acordo com o seu Presidente.

8 Ao nível do mercado cambial, persiste o movimento de depreciação do euro, tendo este mês perdido 6,7% face ao dólar americano.³ Para este movimento contribuíram os dados relativos à taxa de inflação na área do euro, a incerteza em torno da situação na Grécia e as expectativas sobre o programa de compra de dívida soberana por parte do BCE, que veio a ser anunciado a 22 de janeiro. A taxa de inflação na área do euro situou-se em -0,2% em dezembro e -0,6% em janeiro (estimativa *flash*). Refira-se que a redução da taxa de inflação em dezembro se deveu sobretudo à queda do preço do petróleo, uma vez que o IHPC subjacente subiu ligeiramente.⁴

9 Na reunião de 22 de janeiro, o BCE anunciou o programa alargado de aquisição de ativos alterações nas taxas de juro aplicáveis a operações de política monetária. O BCE anunciou o lançamento de um programa alargado de aquisição de ativos, incluindo os programas existentes de compra de dívida titularizada, obrigações colateralizadas e títulos governamentais, de agências e de instituições europeias, totalizando 60 mil M€ de compras mensais no mercado secundário. Estas operações serão para realizar entre março de 2015 e pelo menos até o final de setembro de 2016, ou até que se verifique um ajustamento sustentado na evolução da inflação consistente com o objetivo de próximo mas abaixo de 2%. Note-se que o montante anunciado poderá permitir acumular compras de 1 140 mil M€, o que será bastante acima da expectativa de mercado (600 mil M€, de acordo com um inquérito da Reuters). O programa prevê a partilha do risco de 20% das compras (12% de dívida de instituições europeias mais 8% de compras a efetuar pelo BCE) e os investidores privados terão um tratamento *pari passu* em caso de *default*. A maturidade dos títulos de dívida a comprar será entre 2 e 30 anos.⁵ Em relação aos limites de compras foi definido 25% de cada emissão e 33% do total da dívida de cada emitente, sendo que a alocação das compras entre as várias jurisdições é feita através da chave de capital. Os títulos comprados estarão disponíveis para titularização e será feita a divulgação semanal de montantes por tipo de ativo e mensal de montantes e maturidade média remanescente por residência do emitente. Em relação à segunda decisão, o BCE alterou a taxa de juro aplicável às futuras operações de política monetária TLTRO (*targeted longer term refinancing operation*) – passa a ser aplicada a taxa da operação principal de refinanciamento prevalecte à data da operação, eliminando o *spread* de 10 p.b. que vigorou nas 2 primeiras operações realizadas em 2014.

³ De referir que o banco holandês ING, eleito pela Bloomberg como melhor analista do mercado cambial em 2014, prevê que, até final de 2016, se alcance a paridade entre o euro e o dólar, o que não sucede desde 2002.

⁴ Por um lado, a queda dos preços do petróleo é um efeito temporário e potencialmente com um efeito positivo no estímulo ao crescimento e ao consumo, contribuindo assim para elevar a inflação nos seguintes períodos. Mas no caso da área euro, as preocupações sobre a baixa taxa de inflação são acrescidas pelo efeito de perdurar no tempo, o que aumenta o risco de as expectativas de inflação ficarem desancoradas. Ou seja, a diminuição do nível geral de preços acabar por penetrar nas decisões de consumo e investimento dos agentes económicos. Acresce o facto de uma queda dos preços contribuir para aumentar o peso da dívida pública, um fator que seria especialmente sensível no atual contexto.

⁵ Uma das regras do programa de compras é a de que apenas serão adquiridos títulos cujo emitente (ou garante) tenha um *rating* igual ou superior a BBB- (ou seja com notação *investment grade*). A exceção coloca-se se um país se encontrar num programa de assistência financeira por parte de União Europeia (situação em que não se aplicam os mínimos de qualidade impostos pelo BCE, para elegibilidade do colateral), como é o caso da Grécia.

10 Verificou-se uma descida acentuada das taxas de rendibilidade da dívida dos países da área do euro, no seguimento da decisão do BCE, apesar da elevada oferta em mercado primário. Relativamente às obrigações soberanas alemãs observou-se uma queda acentuada das *yields* a 10 e a 30 anos, em cerca de 20 p.b. e 25 p.b., respetivamente, na sequência da decisão do BCE (Tabela 1). Paralelamente, as *yields* dos países da periferia do euro desceram também significativamente. Destaque para o facto de os títulos a 30 anos terem beneficiado do programa de compras anunciado contemplar compras até à maturidade de 30 anos. Adicionalmente, as *yields* da dívida alemã beneficiaram do efeito de refúgio, e de forma ainda mais notória após as eleições legislativas na Grécia.

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos (em percentagem)

	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	30-Ser-14	28-Nov-14	30-Dez-14	30-Jan-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	12,8	6,9	6,0	3,2	2,8	2,7	2,6	0,0	-3,4
Itália	7,0	4,5	4,1	2,3	2,0	1,9	1,6	-0,3	-2,5
Espanha	5,0	5,2	4,1	2,1	1,9	1,6	1,4	-0,2	-2,7
Irlanda	-	-	3,4	1,6	1,4	1,2	1,1	-0,1	-2,3
França	3,1	2,0	2,6	1,3	1,0	0,8	0,5	-0,3	-2,0
Bélgica	4,1	2,0	2,5	1,2	0,9	0,8	0,6	-0,2	-1,9
Alemanha	1,8	1,3	1,9	0,9	0,7	0,5	0,3	-0,2	-1,6

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

11 Os diferenciais das taxas de rendibilidade face às taxas dos títulos alemães não registaram descidas. Este movimento observou-se num contexto em que as taxas na Alemanha desceram mais significativamente na sequência da decisão do BCE e as *yields* dos países da periferia da área do euro foram penalizadas pelo aumento da volatilidade e aversão ao risco no contexto da situação política grega (Tabela 2).

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-Ser-14	28-Nov-14	30-Dez-14	30-Jan-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	11,0	5,6	4,1	2,2	2,1	2,1	2,3	0,2	-1,8
Irlanda	-	-	1,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,1	-0,7
França	1,3	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,4
Bélgica	2,2	0,7	0,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,0	-0,3
Itália	5,2	3,2	2,2	1,4	1,3	1,3	1,3	-0,1	-0,9
Espanha	3,2	3,9	2,2	1,2	1,2	1,1	1,1	0,1	-1,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

12 A situação política na Grécia resultou em algum reforço do ambiente de aversão ao risco nos mercados financeiros e na persistência do movimento de subida das taxas de rendibilidade. De acordo com o esperado, o partido Syriza venceu as eleições na Grécia, com 36,34% dos votos e conquistando 149 deputados, 2 deputados abaixo da maioria absoluta. Os mercados gregos reagiram negativamente ao resultado eleitoral, com a bolsa grega a registar perdas da ordem dos 5% na abertura (com destaque para as perdas do setor financeiro) e as taxas de rendibilidade a subirem em todos os prazos, em particular nos mais curtos, acentuando a inversão da curva de rendimentos até aos 10 anos. Alguns investidores receiam a possibilidade de uma nova renegociação da dívida. A S&P colocou o *rating* da Grécia em *credit watch* negative e a Fitch afirmou que, caso não haja acordo entre a Grécia e os credores até 15 de maio, poderá reduzir o *rating* atribuído à dívida grega, tendo revisto o *outlook* da dívida soberana da Grécia de estável para negativo, mas confirmando o *rating* em B (*non-investment grade*).

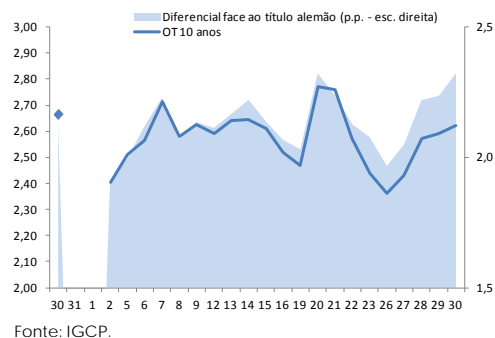
13 Apesar dos receios, a Moody's manteve o rating de França em Aa1 mas o outlook permanece negativo. A perspetiva negativa relaciona-se com a continuada perda de competitividade da economia francesa. Este contexto poderá ameaçar a capacidade de crescimento económico e trazer maior pressão sobre as finanças públicas, onde se registou um aumento do rácio da dívida nos últimos anos. A Moody's aumentou o rating da Eslovénia para Baa3, para um nível considerado *investment grade*.

14 Nos mercados obrigacionistas primários da área do euro foram realizados diversos leilões, com resultados positivos para a dívida pública. Nos prazos mais longos, a Alemanha, a Holanda e Portugal colocaram a 30 anos, com *yields* de 1,07%, 1,15% e 4,13%, respetivamente. Em algumas emissões foram atingidos mínimos históricos, como na emissão a 10 anos da Alemanha e de Portugal (0,5% e 2,875%, respetivamente) e na emissão a 5 anos em Espanha (0,849%). Também foram realizados leilões com taxas de rentabilidade inferiores a leilões anteriores: i) em Itália, a 3, 7 e 15 anos, com *yields* de 0,61%, 1,29% e 2,46%; ii) na Áustria, a 5 e 10 anos com *yields* de 0,025% e 0,558%; iii) em Espanha a 2, 5 e 7 anos, num montante total de 4,7 mil M€, com as taxas médias de colocação a situarem-se em 0,556%, 0,849% e 1,147%.

15 Nas emissões a 10 e a 30 anos, Portugal colocou, respetivamente, 3,5 mil M€ e 2 mil M€, às taxas de 2,92% e 4,13%, face a um conjunto de ordens que atingiu o valor global de 14 mil M€. A taxa de cupão para a emissão a 10 anos (fixada em 2,875%) é a mais baixa de sempre nesse prazo. Por tipo de investidor, verifica-se uma colocação maioritária em gestores de ativos (cerca de 56%), com os *hedge funds* a ficarem com uma parcela pouco expressiva (4,8% e 5,8% de cada uma das emissões). Geograficamente, destaque para o Reino Unido, onde foram colocados 30,1% e 36% dos montantes, seguido do bloco Alemanha, Áustria e Suíça com 15,8% e 21,9%. Note-se que este mês a Ministra das Finanças referiu que o país irá iniciar este ano o processo de pagamento antecipado dos empréstimos do FMI, seguindo assim a Irlanda, sendo para tal necessário obter uma autorização dos seus parceiros europeus.

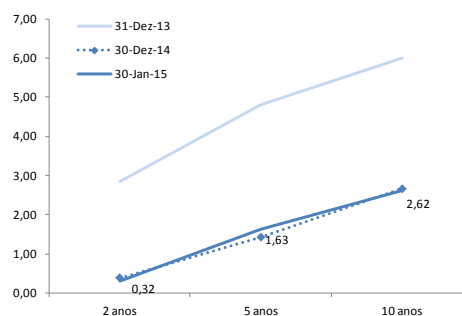
16 Num contexto de alguma volatilidade, as taxas de rentabilidade a 10 anos para os títulos de dívida portuguesa diminuíram ligeiramente (Gráfico 1). A evolução ao longo de janeiro foi marcada pela instabilidade provocada pela decisão do Banco Nacional da Suíça, a 15 de janeiro, sendo que posteriormente a diminuição das *yields* incorpora a aproximação do anúncio do BCE sobre o programa de compra de ativos. Este efeito é, contudo, ligeiramente corrigido, com um movimento de subida das *yields* no final do mês, após as eleições na Grécia. Em termos de curva de rendimentos, manteve-se relativamente estável (Gráfico 2).

Gráfico 1 – Evolução diária em janeiro da taxa de rentabilidade (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.

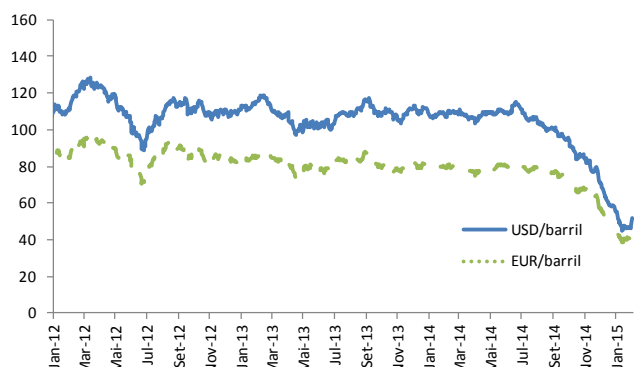
17 Apesar do melhor desempenho do PSI20 face ao índice de referência europeu, o mês de janeiro foi marcado por elevada volatilidade no mercado português. No início do mês, a incerteza em relação à realização da Assembleia Geral da Portugal Telecom (PT), colocou dúvidas sobre a concretização da venda dos ativos à Altice e provocou a queda acentuada do preço das ações. Esta queda foi posteriormente revertida, tendo a PT conseguido uma significativa valorização das ações, com a confirmação da venda da PT, detida pela Oi, à empresa francesa. Os desempenhos mais positivos do PSI20 acabaram por se concentrar na Altri e na Portucel, tendo também a Mota Engil e a Jerónimo Martins registado subida dos preços. Por outro lado, o setor financeiro perdeu valor, ressentindo-se da instabilidade criada pelo abandono do objetivo de taxa de câmbio mínima por parte do Banco Nacional da Suíça. O BCP informou o mercado que concluiu o processo de venda do Banca Millennium (Roménia) por 39 M€, tal como havia sido informado em finais de julho. Esta operação realizou-se no âmbito de um compromisso assumido com a autoridade da concorrência europeia, tendo um impacto residual nos rácios de capital do BCP. Posteriormente, a cotação do BCP desceu significativamente, perante os receios em torno da evolução da situação na Grécia e os rumores de perdas relacionadas com a eventual imposição pelo governo polaco da obrigatoriedade de conversão para zlotys de empréstimos concedidos em francos suíços, o que afetaria a subsidiária do BCP na Polónia. O BPI apresentou os resultados de 2014, que revelaram um prejuízo de 161,6 M€ (esperava-se 91,4 M€), penalizados por: i) menos-valias na venda de dívida pública; ii) reembolso dos CoCo's; iii) custos associados a reformas antecipadas e iv) anulação de impostos diferidos.

18 O Banco Mundial e o FMI procederam a uma revisão em baixa da previsão para o crescimento mundial em 2015. No caso do Banco Mundial, este organismo colocou o crescimento em 3%, face a 3,4% em junho, num contexto em que os efeitos positivos da descida do preço do petróleo serão diluídos pelo reduzido crescimento na área do euro, no Japão e nalgumas economias emergentes. Também o FMI reviu em baixa as previsões para o crescimento mundial, em 2015, de 3,8% para 3,5%. Destaque para o menor crescimento previsto para a área do euro, Japão e economias emergentes e em desenvolvimento, em 2015, e para a revisão em alta do crescimento dos EUA.

19 O banco central da Rússia decidiu novamente (a 30 de janeiro) reduzir a sua taxa de juro de referência de 17% para 15% em resultado, segundo o comunicado, da mudança no equilíbrio de riscos entre a aceleração dos preços no consumidor e o arrefecimento da economia. Esta decisão induziu uma maior depreciação do rublo que chegou a ser cotado acima de 81,5 por euro. Num contexto de elevada instabilidade do rublo, a Fitch diminuiu o *rating* da dívida pública do país de BBB para BBB- (*outlook* negativo). A S&P anunciou também o *downgrade* da dívida pública da Rússia para BB+ (*non-investment grade* pela primeira vez desde 2004), citando a queda do rublo, a redução das receitas de petróleo e a fraqueza do sistema financeiro russo. As restantes agências de *rating* mantêm ainda o nível mínimo de *investment grade* para a dívida russa, embora a Moody's tenha o *rating* em *credit watch negative*.

20 O preço do petróleo continuou a descer, quebrando a barreira dos 50 dólares/barril (Gráfico 3). Para esta queda estará a contribuir o aumento da oferta por produtores como a Rússia e o Iraque, que estão a produzir em máximos de décadas. O ministro do Petróleo dos Emirados Árabes Unidos declarou que o excesso de oferta se pode manter durante meses ou anos, aconselhando os produtores não pertencentes à OPEP a “agir racionalmente”, dando a entender que os considera responsáveis pelo excesso de oferta atual. De referir ainda que alguns produtores norte-americanos de combustível estão particularmente pressionados pela queda do preço do petróleo, perante preocupações sobre a viabilidade dos seus investimentos.

Gráfico 3 - Preço do petróleo (dated Brent)



Fontes: US Energy Information Administration e BCE.

21 As necessidades líquidas de financiamento em 2014 foram superiores às perspetivadas inicialmente no OE/2014. As necessidades líquidas de financiamento em 2014 atingiram 14 325 M€ (Tabela 3), as quais são explicadas em partes equivalentes pelo défice orçamental do subsector Estado de 7092 M€ e pela aquisição líquida de ativos financeiros no valor de 7233 M€. Comparativamente a 2013, as necessidades líquidas de financiamento em 2014 foram superiores em 3177 M€ devido, sobretudo, à maior despesa com ativos financeiros, nomeadamente ao nível dos empréstimos concedidos pelo Estado. O mesmo aconteceu quando comparada a execução com o perspetivado no OE/2014, sendo a diferença de 2557 M€.

Tabela 3 – Necessidades líquidas de financiamento (em milhões de euros)

	2013	2014	OE/2014	2014 E
Necessidades Líquidas de Financiamento	11 148	14 325	11 977	16 094
Défice Orçamental	7 665	7 092	7 594	7 371
Aquisição Líquida de Ativos Financeiros:				
Despesa	3 484	7 233	4 383	8 723
Despesa	6 716	11 336	5 940	12 466
Receita (excepto privatizações)	1 773	3 720	1 468	3 653
Receita (privatizações)	1 459	384	90	90

Fonte: DGO e Cálculos da UTAO.

22 Em termos nominais, a dívida direta do Estado aumentou em 2014, sobretudo por via dos empréstimos obtidos no âmbito do PAEF. A dívida direta do Estado fixou-se em 217,1 mil M€ no final de 2014, o que corresponde a um acréscimo de 6,3% (12 874 M€), em termos anuais (Tabela 4). Por instrumento, a variação da dívida pública repartiu-se, sobretudo, pelos empréstimos obtidos no âmbito do PAEF, provenientes do FMI (3504 M€), do FEEF (1251 M€) e do MEEF (2200 M€) e pela emissão líquida de Certificados do Tesouro (3022 M€) e de Certificados de Aforro (2010 M€) (Tabela 4). Em contrapartida, registou-se uma redução do stock de Bilhetes do Tesouro (-2805 M€). Relativamente às Obrigações do Tesouro verificou-se uma diminuição de 308 M€, em termos nominais, apesar de ter registado um financiamento líquido positivo de 517 M€ através deste instrumento. Tal deveu-se às menos valias obtidas aquando das recompras de OT ao longo do ano. Por fim, a dívida direta do Estado aumentou em 2,3 mil M€ devido a flutuações cambiais.

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

	Dez-13	Nov-14	Dez-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 511	121 933	119 805	-1,7	0,2	55,2
Curto prazo	25 079	23 432	21 257	-9,3	-15,2	9,8
Médio e longo prazo	94 432	98 502	98 547	0,0	4,4	45,4
Não titulada	12 690	17 799	18 316	2,9	44,3	8,4
Cert. Aforro	10 132	11 972	12 142	1,4	19,8	5,6
Cert. do Tesouro	2 026	4 693	5 047	7,6	149,2	2,3
Outra	532	1 134	1 127	-0,6	111,8	0,5
Assist. Financeira	72 051	78 539	79 005	0,6	9,7	36,4
Total	204 252	218 272	217 126	-0,5	6,3	100,0
Por memória:						
Transaccionável	114 810	115 326	114 789	-0,5	0,0	52,9
Não Transaccionável	89 443	102 946	102 337	-0,6	14,4	47,1
Euro	178 912	186 653	184 917	-0,9	3,4	85,2
Não euro	25 340	31 619	32 209	1,9	27,1	14,8

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.

23 Em 2014, as emissões brutas de dívida direta do Estado foram superiores às previstas no início do ano. Em 2014, as emissões brutas de dívida direta do estado foram de 52 350 M€, valor superior em 4,6 mil M€ à previsão do OE/2014. Face a esta referência observou-se uma maior emissão de Certificados do Tesouro e de Aforro em 2,9 mil M€, fruto da

procura por parte das famílias de ativos de menor risco e num contexto de incerteza relativa ao setor bancário como resultado do caso Grupo Espírito Santo, bem como pela redução continuada das taxas de juro do mercado, uma vez que os diferenciais de rentabilidade aumentaram face aos depósitos do setor bancário. Adicionalmente, também se registou uma maior emissão bruta de OT face ao previsto no OE/2014, em 6,1 mil M€ (Tabela 5). Em sentido contrário, verificou-se um menor volume de empréstimos obtidos no âmbito do PAEF face ao inicialmente previsto em resultado da dispensa por parte do Governo Português da última tranche dependente da 12.ª avaliação, no montante total de 2,6 mil M€. A emissão de Bilhetes do Tesouro em 2014 ascendeu a valores similares aos previstos no OE/2014.

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

	2014				Var. Dívida 2014	OE/2014		
	Emissões	Amort.	Financ. Liq.	Outros		Emissões	Amort.	Financ. Liq.
Obrigações do Tesouro (taxa fixa)	16 647	16 130	517	-825	-308	10 500	13 535	-3 035
Bilhetes do Tesouro	18 362	21 167	-2 805	0	-2 805	18 896	18 908	-12
Certificados de Aforo	2 725	715	2 010	0	2 010	1 360	300	1 060
Certificados do Tesouro	3 041	20	3 021	1	3 022	1 500	60	1 440
Assistência financeira	5 194	0	5 194	1 760	6 954	7 877	0	7 877
Outros	6 381	2 960	3 421	580	4 001	7 570	7 931	-361
					0			
Total	52 350	40 992	11 358	1 516	12 874	47 703	40 734	6 969

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

24 O valor de recompras de Obrigações de Tesouro em 2014 foi superior ao que se encontrava previsto no OE/2014. Em 2014, a dívida direta do Estado amortizada atingiu os 40 992 M€, valor semelhante ao perspetivado no início do ano. No entanto, encontram-se diferenças quanto aos instrumentos amortizados. Por um lado, verificou-se uma maior amortização de OT (em 2595 M€) e de BT (em 2259 M€), por outro registou-se uma menor amortização de outros instrumentos, como MTN, papel comercial e CEDIC (em 4971 M€). A explicar o maior volume de amortizações de OT encontram-se as recompras efetuadas ao longo de 2014 no valor de 3470 M€, em valor de encaixe, sobretudo às OT com maturidade em junho de 2014, outubro de 2014 e outubro de 2015. Adicionalmente registaram-se operações de troca no valor de 3273 M€. Por outro lado, caso não se verificassem recompras ou operações de troca de OT, o valor a amortizar seria de 11 024 M€ (amortização das OT com maturidades em fevereiro, junho, outubro e novembro). Nesse sentido, o valor total amortizado de OT em 2014 foi de 16 130 M€, montante superior ao inscrito no OE/2014 (13 353 M€).

Tabela 6 – Emissão de Obrigações do Tesouro

Data Leilão	Maturidade	Tx. Média (%)	V. Nominal (M€)	V. Encaixe (M€)
Leilões				
Abr-14	Fev-24	3,592	750	876
Jun-14	Fev-14	3,284	975	1163
Out-14	Jun-20	1,856	1142	1321
Nov-14	Fev-24	3,177	1200	1435
Nov-14	Abr-21	2,163	943	1037
Nov-14	Out-23	2,838	805	937
Sindicatos				
Jan-14	Jun-19	4,657	3250	3263
Fev-14	Fev-24	5,112	3000	3124
Set-14	Fev-30	3,923	3500	3481
Trocas				
Fev-14	Out-15	1,200	1027	1062
Fev-14	Out-14	0,333	293	299
Mar-14	Out-15	0,589	50	52
Nov-14	Out-15	0,269	240	247
Nov-14	Out-16	0,527	955	1021
Nov-14	Fev-16	0,480	553	593

Fonte: IGCP.

25 As necessidades líquidas foram financiadas quer através da emissão de dívida direta do Estado, quer do uso dos depósitos do subsector Estado. Em 2014, a emissão de nova dívida, no valor de 11 358 mil M€ (Tabela 5), foi inferior às necessidades líquidas de financiamento do ano em causa, no valor de 14 325 M€ (Tabela 3). Para este diferencial contribuiu a utilização de depósitos no valor de 2,9 mil M€. Consequentemente, os depósitos do Estado fixaram-se em 12,4 mil M€ no final de 2014.

Tabela 7 – Despesa com ativos financeiros

Despesa do Estado com Activos Financeiros	(em milhões de euros)				
	2013	2014	OE/2014	Varição 2013/2014	Grau de Execução
	M€	M€	M€	M€	%
1. Despesas com Activos financeiros	6 716	11 336	12 597	4 620	90,0
1.1 Empréstimos a curto prazo	24	8	18	-16	44
Sociedades quase sociedade não financeiras públicas	4	0	10	-4	0
Empresa de Meios Aéreos (EMA)	8	8	8	0	100
Outros	12	0	0	-12	-
1.2 Empréstimos médio e longo prazo	4 177	8 944	3 954	4 767	226
Administração Regional e Local	731	315	522	-415	60
CARRIS	0	458	0	458	-
CP	0	2 283	0	2 283	-
Estradas de Portugal	703	0	0	-703	-
REFER	805	64	103	-741	62
Metropolitano de Lisboa	413	0	0	-413	-
Metro do Porto	760	500	542	-260	92
Parque Escolar	0	23	65	23	35
PARUPs	283	177	164	-107	108
PARVALOREM	227	325	346	97	94
Empréstimo Quadro - BEI	122	32	630	-90	5
Fundo de Resolução	0	3 900	1 500	3 900	260
STCP	0	307	0	307	-
Empordef	0	264	0	264	-
ParqueExpo	0	164	0	164	-
Outros	134	131	83	-2	159
1.3 Ações e Outras participações	2 412	2 289	2 115	-123	108
Dotações de capital (Mec. Estabilidade Europeu)	803	401	401	-401	100
REFER	509	1 701	1 709	1 192	100
Empresarialização dos hospitais	0	455	257	455	177
Empresarialização soc. e quase soc. não fin. públicas	0	0	0	0	-
Estradas de Portugal	0	793	919	793	86
REFER	0	240	290	240	83
Metropolitano de Lisboa	475	211	241	-264	88
Transtejo	0	2	3	2	69
Outras não especificadas	34	0	0	-34	-
Dotações de capital (Entid. Púb. financeiras)	1 100	100	0	-1 000	-
Banif - Instrumentos de Capital Contingente (CoCos)	400	0	0	-400	-
Banif - Aumento de capital	700	0	0	-700	-
Instituição Financeira de Desenvolvimento	0	100	0	100	-
Outras dotações	0	86	5	86	1870
1.4 Outros ativos financeiros	104	95	6 510	-8	1
Iniciativa p/ o reforço da Estabilidade Financeira	0	0	6 400	0	0
Execução de garantias (entidades Privadas)	11	5	5	-6	94
Execução de garantias (entidades Públicas)	40	46	67	6	68
Outros	53	45	38	-8	118

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

26 Em 2014, observou-se um acréscimo significativo dos empréstimos a médio e longo prazo efetuados pelo Estado às empresas públicas. No ano de 2014, a despesa com ativos financeiros atingiu 11,3 mil M€ (Tabela 3), valor inferior ao inscrito no OE/2014 (12,6 mil M€) (Tabela 7). No entanto este montante representa um aumento significativo face à despesa realizada em 2013, que foi de 6,7 mil M€. A despesa consubstanciou-se, essencialmente, em operações de empréstimos de médio e longo prazo (8,9 mil M€), com destaque para o Fundo de Resolução (3,9 mil M€), através de verbas provenientes da dotação orçamental para a Iniciativa para o Reforço da Estabilidade Financeira, e às empresas públicas reclassificadas, nomeadamente: (i) Comboios de Portugal (2,3 mil M€); (ii) CARRIS (458 M€); (iii) Metro do Porto (500 M€); (iv) STCP (301 M€), entre outras.⁶ Ao nível da despesa com ações e outras participações sociais assistiu-se ao reforço do capital social de diversas empresas públicas como as Estradas de Portugal (793 M€), a REFER (240 M€) e o Metropolitano de Lisboa (211 M€).⁷ Adicionalmente o Estado português transferiu 401 M€ para o

⁶ No mês de agosto, o Estado concedeu um empréstimo ao Fundo de Resolução Bancária no valor de 3900 M€. Para a realização desta operação financeira, o Governo procedeu a uma alteração orçamental reforçando, em 2400 M€, a rubrica de "Empréstimos a médio e longo prazo" por contrapartida da dotação afeta à Iniciativa para o Reforço da Estabilidade Financeira (IREF).

⁷ Os empréstimos e aumentos de capital efetuados pelo Estado às empresas de transporte visaram, sobretudo, a reestruturação financeira do setor de transportes, tendo-se iniciado o processo de substituição de dívida bancária por financiamento do Estado.

Mecanismo Europeu de Estabilidade, sendo que a participação portuguesa totaliza já 1,2 mil M€, e foi reforçado o capital dos hospitais do Serviço Nacional de Saúde com uma subscrição de 455 M€ para 18 entidades hospitalares. Também em 2014, foi constituída, em outubro de 2014, a Instituição Financeira de Desenvolvimento (IFD), inicialmente designado por “Banco de Fomento”.⁸ Esta instituição foi dotada inicialmente de um montante de 100 M€, valor inferior ao inscrito no OE2R/2014 (165 M€). Por último, de salientar a baixa execução do empréstimo-quadro do BEI (aproximadamente 5% da dotação inscrita no OE/2014), empréstimo que consiste numa linha de crédito em condições mais favoráveis que as do mercado bancário e que tem como objetivo financiar, através de financiamentos reembolsáveis, a contrapartida nacional de projetos públicos aprovados no âmbito do QREN face à dotação inicialmente inscrita no OE/2014.⁹

27 A receita com ativos financeiros resultou essencialmente da amortização de obrigações de capital contingente (CoCos). Em 2014, a receita com ativos financeiros fixou-se em 4,1 mil M€ (Tabela 3 e Tabela 8), dos quais 3295 M€ dizem respeito a reembolsos de obrigações de capital contingente (CoCos), distribuídos da seguinte forma: 125 M€ do BANIF, 920 M€ do BPI e 2250 M€ do Millennium BCP. Adicionalmente, de salientar a receita proveniente da alienação de partes sociais da CTT (345 M€) e da REN (39 M€) e à amortização de empréstimos a médio e longo prazo (391,1 M€).

Tabela 8 – Receita com ativos financeiros
(em milhões de euros)

Receita de ativos financeiros do Estado	2014	2014 E
Títulos a médio e longo prazo	3 295	3 295
Amortizações	399	340
Empréstimos a curto prazo	8	8
Empréstimos a médio e longo prazos	391	332
Outros ativos financeiros	25	18
Total	4 791	4 435

Fonte: DGO. Nota: As estimativas relativas ao ano de 2014 no mês de outubro (2014 E) podem ser distintas das apresentadas nos mapas da lei do OE2R/2014 por considerarem alterações da competência do governo.

28 Os juros e outros encargos aumentaram face ao ano anterior, ainda assim num montante inferior ao orçamentado inicialmente. Os juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado fixaram-se em 6972 M€, um acréscimo de 1,9% face a 2013. Este acréscimo refletiu, sobretudo, o incremento anual da dívida pública. Se, por um lado, os juros pagos relativos aos empréstimos no âmbito do PAEF aumentaram (de 1704 M€ para 2010 M€), por outro lado os juros pagos relativos às Obrigações do Tesouro diminuíram (de 4198 M€ para 3964 M€). Quanto ao prospetivado no OE/2014, a execução veio a revelar-se inferior em 267 M€. Para tal contribuíram, em parte, os juros recebidos da aplicação de excedentes de tesouraria (mais elevados do que o antecipado) em cerca de 58 M€, a não realização do 12.º e último desembolso dos empréstimos ao abrigo do programa e a redução das taxas de juro ao longo do ano de 2014.

⁸ A IFD tem como objetivo desempenhar as funções de gestão de instrumentos financeiros públicos de estímulo ao investimento empresarial em bens e serviços transacionáveis, bem como melhorar as condições de financiamento da economia. Com a criação do IFD pretende-se a melhoria das condições de financiamento da economia venha a ser obtida pela redução dos custos e aumento das maturidades de financiamento das empresas viáveis, aumento da liquidez disponível e criação de novos instrumentos de financiamento e de capitalização.

⁹ Segundo a Agência para o Desenvolvimento e Coesão, no final do terceiro trimestre de 2014, a taxa de execução do QREN atingiu 82% da dotação total de fundos prevista executar até 2015.

Tabela 9 – Despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado
(em milhões de euros)

	Total 2013	Total 2014	OE/2014	Tvh%	Grau de Execução
Juros da dívida pública	6 924	7 017	7 250	1,3%	96,8%
Bilhetes do Tesouro	505	381	414	-24,6%	92,0%
Obrigações do Tesouro	4 198	3 964	4 027	-5,6%	98,4%
Empréstimos PAEF	1 704	2 010	2 175	17,9%	92,4%
Cerificados de Aforro e do Tesouro	328	379	358	15,4%	105,8%
CEDIC / CEDIM	38	49	40	30,3%	122,8%
Outros	151	235	236	55,3%	99,4%
Comissões	87	81	57	-6,2%	143,1%
Empréstimos PAEF	56	19	20	-66,4%	93,2%
Outros	31	63	37	101,8%	170,2%
Juros e outros encargos pagos	7 010	7 098	7 307	1,3%	97,1%
Por memória:					
Juros recebidos de aplicações	-168	-126	-68		
Juros e outros encargos líquidos	6 842	6 972	7 239	1,9%	96,3%

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

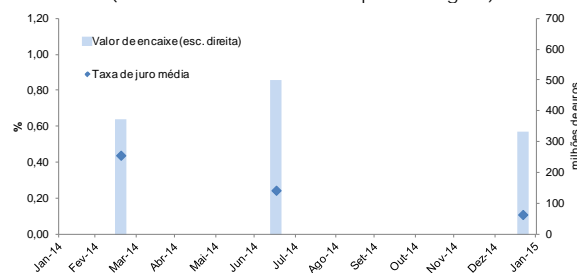
29 Em janeiro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 6 e a 12 meses. No dia 21 de janeiro, foram emitidos dois BT a 6 e a 12 meses, no montante de 315 M€, a uma taxa de juro média ponderada de 0,108%, e no montante de 1164 M€, a uma taxa média ponderada de 0,221%, respetivamente. A taxa de juro de colocação foi em ambos os casos inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 10 e Gráfico 4 e Gráfico 5).

Tabela 10 – Emissão de Bilhetes de Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jul-15	Jan-16
Maturidade	21-Jan	21-Jan
Data da Transação	6 meses	12 meses
Prazo	315	1164
Montante Colocado (M€)	781	1 870
Montante de Procura (M€)	0,108	0,221
Taxa média (%)	16-Jul-14	03-Dez-14
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média)	0,243	0,282

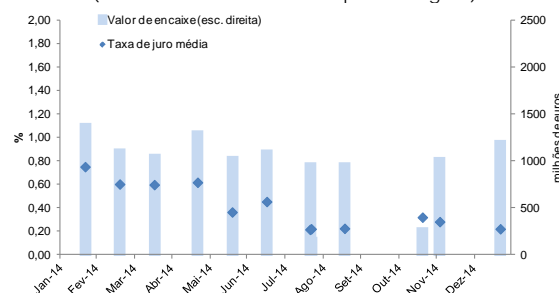
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

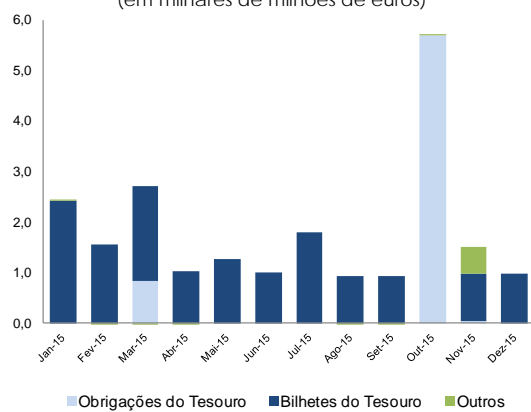
Gráfico 5 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

30 O financiamento líquido do Estado previsto para 2015 é inferior às necessidades líquidas de financiamento para esse mesmo ano. Segundo o OE/2015, o financiamento líquido do Estado deverá atingir os 7720 M€, o que compara com 11 358 M€ em 2014. Para este montante deverão contribuir as Obrigações do Tesouro, com um aumento de 5381 M€ e os Certificados de Aforro e do Tesouro com um contributo de 2500 M€. Ainda, relativamente às OT, de salientar que o montante de OT a amortizar em 2015 (6619 M€) é similar ao montante de OT a maturar neste mesmo período, o que pressupõe que não existe para já um plano de recompras de OT para 2015, podendo este depender da evolução da taxa de juro ao longo do ano.¹⁰ Adicionalmente, as necessidades líquidas de financiamento deverão atingir 10 989 M€, dos quais 6 024 M€ dizem respeito ao défice orçamental do subsector Estado e 4965 M€ à aquisição líquida de ativos financeiros. Nesse sentido, segundo o OE/2015, está prevista a utilização de depósitos de forma a financiar o subsector Estado, no valor de 3269 M€. Mais recentemente, segundo os últimos dados disponibilizados pelo IGCP, a aquisição líquida de ativos financeiros irá situar-se em 5,2 mil M€, sendo o uso de depósitos de 2,2 mil M€. Consequentemente, as últimas estimativas indicam que o financiamento líquido deverá atingir os 9 mil M€, valor superior ao previsto no OE/2015, o qual recorde-se era de 7720 M€.

Gráfico 6 – Plano de amortização de dívida no próximo ano
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

Tabela 11 – Composição do financiamento em 2015
(em milhões de euros)

	OE/2015		
	Emissões	Amort.	Financ. Líquido
Obrigações do Tesouro (taxa fixa)	12 000	6 619	5 381
Bilhetes do Tesouro	16 042	16 083	-41
Certificados de Aforro	1 800	300	1 500
Certificados do Tesouro	1 060	60	1 000
Assistência financeira	0	535	-535
Outros	5 727	5 313	414
Total	36 629	28 910	7 720

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

¹⁰ Em termos de calendarização, está previsto a amortização de OT no mês de março (848 M€) e em outubro (5699 M€).

31 De acordo com a informação provisória disponível, a dívida pública ascendeu a 224,5 mil M€ no final de 2014, um valor que em termos nominais ficou acima do previsto. A confirmar-se o valor provisório, este representa um aumento de 5,3 mil M€ em termos nominais face ao final de 2013 (Tabela 12). Face à mais recente previsão do Ministério das Finanças para a dívida no final de 2014, a qual consta no relatório do OE/2015, o valor provisório do stock da dívida pública representa um diferencial de 1,2 mil M€. Para este desvio terá contribuído a menor utilização de depósitos em amortização de dívida e um efeito cambial desfavorável que deu origem a um aumento do stock da dívida quando avaliada em euros, nomeadamente ao nível dos títulos de dívida em dólares e dos empréstimos do FMI em Direitos de Saque Especiais.¹² No que se refere à dívida líquida de depósitos da administração central, esta aumentou para 207 mil M€, mais 5,7 mil M€ que o registado no final de 2013. Também neste caso a previsão oficial apontava para um valor distinto, a qual decorria de uma redução de depósitos de magnitude relativamente elevada, a qual não se veio a concretizar.

Tabela 12 – 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 Dez	224,5	207,0	17,5
Var. face a dez. 2013	5,3	5,7	-0,5

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

32 A concretizar-se a projeção avançada pela UTAO e por outros organismos, a dívida pública em percentagem do PIB também terá superado a previsão oficial. Dependendo da hipótese assumida para a variação do deflator do PIB, a dívida pública de final de 2014 deverá ascender a um valor entre 127,9% e 128,7% do PIB. A confirmar-se esta estimativa, a dívida pública terá excedido a previsão oficial para o final do ano, a qual, recorde-se, é de 127,2% do PIB (Gráfico 7). Para este diferencial concorre não apenas o desvio verificado ao nível da dívida em termos nominais, mas também a eventualidade de vir a ser apurado um PIB nominal inferior ao previsto.^{13, 14} A previsão oficial tinha

¹¹ 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*.

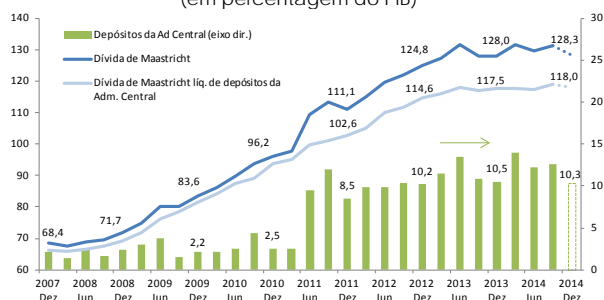
¹² De acordo com informação do IGCP, as flutuações cambiais terão contribuído para o aumento do stock da dívida direta do Estado em euros de cerca de 2300 M€ em 2014. Apenas no mês de dezembro de 2014, o aumento do stock da dívida por este efeito foi de 591 M€.

¹³ No relatório do OE/2015, o Ministério das Finanças apresenta para 2014 uma projeção de crescimento do PIB em termos reais de 1%, à qual acresce uma previsão de 1,5% para a variação do deflator do PIB, resultando num aumento do PIB nominal de 2,5%. No dia 13 de fevereiro, o INE divulgou a estimativa rápida para o crescimento do PIB do 4.º trimestre, da qual resulta um aumento do PIB em 2014, em termos reais, de 0,9%, aquém, portanto, da estimativa do Ministério das Finanças. Relativamente à variação do deflator, esta só será divulgada pelo INE no final de fevereiro.

¹⁴ Tendo em consideração o aumento de dívida pública acima do previsto verificado em termos nominais, para que a previsão do Ministério das Finanças ainda se pudesse concretizar, i.e. 127,2% do PIB, seria necessário um aumento do PIB nominal face a 2013 superior a 3%, cenário que não é entendido como provável. Em todo o caso, o deflator do PIB no 4.º trimestre poderá ser influenciado por uma evolução favorável do deflator das importações.

subjacentes operações que contribuiriam para uma redução da dívida pública, as quais não terão sido executadas na totalidade, 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 também as recentes projeções do Fundo Monetário Internacional e da Comissão Europeia para a dívida pública são mais pessimistas que as do Ministério das Finanças, com especial destaque para as projeções de inverno da Comissão Europeia (Tabela 13).

Gráfico 7 – Dívida pública
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: Os valores apresentados para dezembro de 2014 correspondem aos pontos centrais da estimativa da UTAO.

Tabela 13 – 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 - press release	Nov-14	127,8
	First Post-Program Monitoring - staff report	Dez-14	127,8
Comissão Europeia	Projeções primavera	Nov-14	127,7
	Post-Programme Surveillance	Dez-14	127,7
	Public Finances in EMU	Dez-14	128,9
UTAO	Análise da dívida pública de 2014	Fev-15	[127,9 - 128,7]

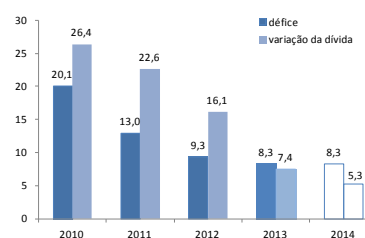
Fontes: Comissão Europeia, Ministério das Finanças, Fundo Monetário Internacional e cálculos da UTAO.

33 Tanto a projeção avançada pela UTAO como a da Comissão Europeia apontam para que a dívida pública em percentagem do PIB tenha aumentado ligeiramente face ao registado no final de 2013. No relatório do OE/2015, a projeção do Ministério das Finanças aponta para uma redução da dívida pública em 2014 face ao registado no final de 2013, de 128% para 127,2% do PIB. No entanto, a confirmarem-se as projeções da Comissão Europeia, de 128,9%, e o valor central da projeção da UTAO, de 128,3%, a dívida pública em percentagem do PIB terá aumentado em 2014, ainda que muito ligeiramente.

34 O aumento da dívida pública em 2014 terá sido inferior ao défice público. O aumento da dívida pública em 2014, o qual foi em termos nominais, recorde-se, de 5,3 mil M€, terá sido inferior ao défice público registado nesse ano (Gráfico 8). Contrastando com o sucedido em 2011 e 2012, anos em que uma parte expressiva do aumento da dívida por via do financiamento do Programa de Assistência permitiu a constituição de liquidez sob a forma de depósitos, em 2014 o aumento da dívida foi inferior ao défice público (o mesmo já tinha sucedido em 2013, embora com um diferencial reduzido). Por um lado, uma parte dessas necessidades foi satisfeita com a utilização de depósitos e, por outro lado, o incremento da dívida na ótica de *Maastricht* foi mitigado

pelo aumento dos elementos de consolidação, em resultado de compras de títulos de dívida pública portuguesa por parte do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) e de empréstimos do Tesouro a empresas públicas destinados a amortizar dívida bancária.

Gráfico 8 – Défice e variação da dívida pública
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal, INE, Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. Nota: A variação da dívida resulta da diferença entre o valor observado no final de cada ano. O défice público corresponde de 2014 corresponde à estimativa oficial divulgada no relatório do OE/2015.

35 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 em 3,7 pontos percentuais em 2014 (Tabela 14). Em termos nominais, para esta variação contribuiu o aumento da dívida de curto prazo, em 8832 M€, e a redução da dívida de longo prazo, em 3580 M€.

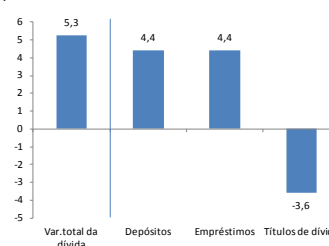
Tabela 14 – Dívida pública: repartição por maturidade original
(em percentagem do total)

	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 Dez	13,0	87,0
Var. face a dez. 2013	3,7	-3,7

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

36 Por instrumento, o aumento da dívida pública repercutiu-se em igual dimensão ao nível dos empréstimos e dos Certificados de Aforro e do Tesouro. O aumento de dívida pública registado em 2014 repercutiu-se ao nível dos empréstimos do programa de ajustamento e dos Certificados de Aforro e do Tesouro, os quais são considerados depósitos para efeitos estatísticos (Gráfico 9). Ao nível das duas categorias de instrumentos financeiros registaram-se aumentos de cerca de 4,4 mil M€ em cada uma delas. O instrumento títulos de dívidas contribuiu em sentido contrário, com uma redução do stock de 3,6 mil M€.

Gráfico 9 – Variação da dívida em 2014, por instrumento
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Na rubrica "depósitos" incluem-se os Certificados de Aforro e do Tesouro.