

Condições de mercado

1 Em novembro, com a aproximação do final do ano, nos mercados financeiros europeus registaram-se alguns movimentos de consolidação, sobretudo motivados pela realização de mais-valias. A contribuir para o menor otimismo esteve a incerteza sobre a formação de governo na Alemanha. Neste contexto, o índice bolsista EuroStoxx50 desvalorizou-se 2,8%, desde o final de outubro. Em sentido oposto, nos EUA, apesar da incerteza relativamente à aprovação da reforma fiscal, os principais índices acionistas valorizaram-se, tendo o S&P500 aumentado 2,8% e o índice DJ Industrials 3,8%. No Reino Unido, o índice Footsie100 desvalorizou-se 0,7%, apesar de, no final do mês, ter sido anunciado um acordo para a concretização da saída do país da União Europeia.

2 O euro apreciou-se relativamente à generalidade das moedas, e 1,8% face ao dólar (Gráfico 1), beneficiando da divulgação de dados económicos favoráveis. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego atingiu 8,8%, em outubro, atingindo um mínimo desde janeiro de 2009. Na Alemanha, a taxa de desemprego fixou-se em 5,6%, o nível mais baixo desde a reunificação do país em 1991. Também a aceleração do PIB contribuiu para um cenário favorável das economias europeias. O PIB do 3.º trimestre aumentou 0,6% em cadeia e 2,5% em termos homólogos. Em relação à inflação, medida pelo IHPC, reduziu-se ligeiramente em outubro para 1,4% em termos homólogos e voltou a aumentar em novembro para 1,5%.

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

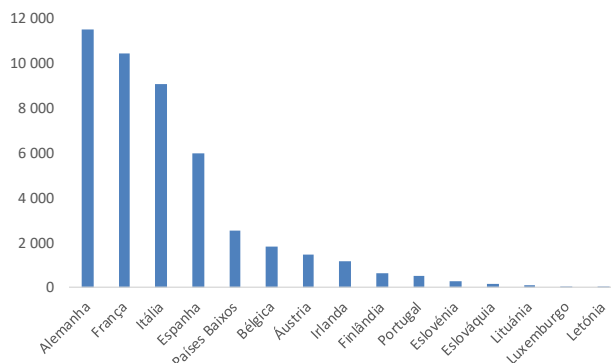


Fonte: BCE

3 Em novembro de 2017, as compras de títulos pelo BCE no âmbito do programa alargado de compras de ativos (Expanded Asset Purchase Programme) situaram-se em cerca de 50,7 mil M€. Durante o mês de novembro, as compras líquidas do BCE no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP) situaram-se em 50,7 mil M€ de títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. Em termos mensais, as compras no âmbito do PSPP concentraram-se em obrigações de dívida pública da Alemanha, França e Itália (Gráfico 2 e Gráfico 3), em linha com o montante total acumulado desde o início do programa em março de 2015. Relativamente aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras efetuado pelo BCE em novembro foi de 488 M€. O montante acumulado de títulos de dívida soberana portuguesa

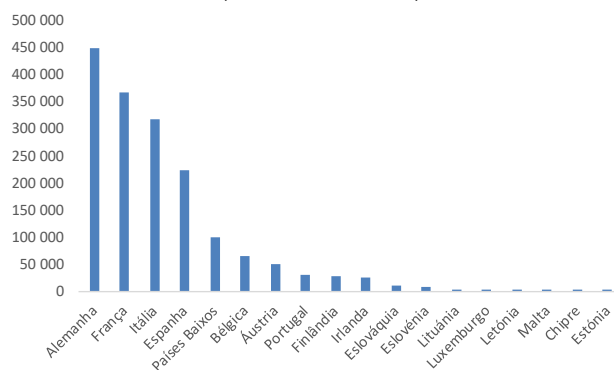
comprados pelo BCE no âmbito do PSPP desde o início do programa situou-se em 30 547 M€, sendo a maturidade média desses títulos de 8,4 anos.

Gráfico 2 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em novembro
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

Gráfico 3 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início em março de 2015
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

4 Nos EUA, na reunião de política monetária a Reserva Federal manteve as taxas dos Fed Funds inalteradas. No comunicado do Comité de Política Monetária (FOMC) é feita referência à robustez da atividade económica apesar das disrupções causadas pelos furacões que fustigaram algumas regiões dos EUA. Na ata da reunião, posteriormente divulgada, os membros do comité manifestaram a sua preocupação de que os dados persistentes de inflação fraca possam levar a uma redução das expectativas de inflação de longo prazo e, embora muitos membros continuem a considerar que um aumento das taxas num futuro próximo é provável, alguns defendem que medidas restritivas adicionais deverão ser afastadas, até que os dados revelem claramente que a inflação se encontra numa trajetória em direção ao objetivo.

5 O dólar desvalorizou-se face à generalidade das moedas, penalizado pela discussão da reforma fiscal, enquanto as taxas de rendibilidade reagiram ao anúncio do programa de financiamento do Tesouro. A proposta de reforma fiscal teve efeitos ao nível do dólar, uma vez que alguns analistas consideraram que está terá pouco impacto na economia americana, bem como pouca probabilidade de vir a ser aprovada pelo Congresso. No plano de financiamento trimestral, devido às alterações da política de reinvestimento

do Fed resultantes do processo de normalização do balanço da instituição, o Tesouro dos EUA indicou que deverá anunciar em fevereiro de 2018 potenciais alterações graduais aos valores nominais de cupão. Recomendou também que emissões futuras se concentrem em maturidades intermédias, o que induziu um movimento de redução da inclinação da curva dos US-Treasuries. A inclinação medida pelo diferencial de taxas de rentabilidade entre os prazos dos 10 e dos 2 anos reduziu-se 14 pontos base (p.b.), desde o final do setembro, e 63 p.b. desde o início do ano.

6 O Banco de Inglaterra subiu a taxa de juro de referência na reunião do Comité de Política Monetária, de acordo com o esperado. A subida da taxa *repo*, a primeira desde 2007, foi de 25 p.b. para 0,50%. O governador, M. Carney, destacou que não estão previstas para breve próximas subidas. O comunicado da reunião realçou que a inflação deverá atingir um pico em outubro deste ano e, daí para a frente, a sua evolução deverá ser moderada, fruto do desvanecimento dos efeitos da depreciação da libra esterlina e da evolução esperada dos preços da energia. Os membros do Comité de Política Monetária revelaram também preocupação com os potenciais impactos adversos da saída do Reino Unido da UE, prevista para 2019.

7 Apesar da decisão do Banco de Inglaterra, a libra esterlina continuou a depreciar-se face ao euro, penalizada pelas negociações relativamente à saída do país da UE. A libra esterlina depreciou-se face ao euro, sendo penalizada pela fragilização política da primeira-ministra, T. May, que tem sido criticada pela forma como tem conduzido as negociações com vista ao Brexit. No final do mês, foi noticiado que o Reino Unido e a UE terão chegado a acordo relativamente ao montante a ser pago pelo Reino Unido à UE, que deverá situar-se entre os 45 mil M€ e 55 mil M€. Contudo, esse valor ainda terá de ser aprovado pelos governos nacionais. Este era um dos principais obstáculos aos progressos nas negociações, ficando por decidir o estabelecimento de uma fronteira física na Irlanda. Esta notícia permitiu alguma recuperação da libra esterlina e a subida das taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública.

8 No mercado obrigacionista da área do euro, observaram-se descidas no diferencial das taxas de rentabilidade face aos títulos alemães, beneficiado do movimento verificado em Espanha e do anúncio, no mês passado, de prolongamento do programa de compra de ativos do BCE (Tabela 1 e Tabela 2). Em Espanha, as primeiras sondagens publicadas após a convocação de eleições regionais na Catalunha para 21 de dezembro apontam para uma vitória de partidos anti-secessão, o que levou a uma queda das taxas de rentabilidade dos títulos espanhóis.

9 Outros países europeus beneficiaram adicionalmente de anúncios de agências de rating. Destaca-se ainda a redução das taxas de rentabilidade na Grécia, refletindo a melhoria do *outlook* da dívida grega por parte da DBRS, passando de estável para positivo, embora mantendo o rating em CCC. No sentido de redução das taxas de rentabilidade contribuiu o anúncio do Estado grego sobre uma proposta de troca de dívida, que foi bem sucedida e envolveu 29,7 mil M€. Esta troca de dívida foi vista como um passo importante para o regresso do país aos mercados financeiros, por forma a evitar um novo programa de resgate (o atual programa termina em agosto de 2018). Em Itália, a S&P subiu a notação de crédito de BBB- para BBB, perante a melhoria da perspetiva económica, aumento do investimento, melhoria das

condições no mercado de trabalho e redução do endividamento no setor bancário.

Tabela 1 – Taxas de rentabilidade para títulos emitidos a 10 anos
(em percentagem e em pontos percentuais)

	30/dez/14	30/dez/15	30/set/16	30/dez/16	30/jun/17	31/out/17	30/nov/17	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,7	2,5	3,3	3,7	3,0	2,1	1,9	-0,2	-1,9
Itália	1,9	1,6	1,2	1,8	2,2	1,8	1,7	-0,1	-0,1
Espanha	1,6	1,8	0,9	1,4	1,5	1,5	1,4	0,0	0,1
Irlanda	1,2	1,1	0,3	0,7	0,9	0,6	0,6	0,0	-0,2
França	0,8	1,0	0,2	0,7	0,8	0,8	0,7	-0,1	0,0
Bélgica	0,8	1,0	0,1	0,5	0,8	0,6	0,6	0,0	0,0
Alemanha	0,5	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,0	0,2

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

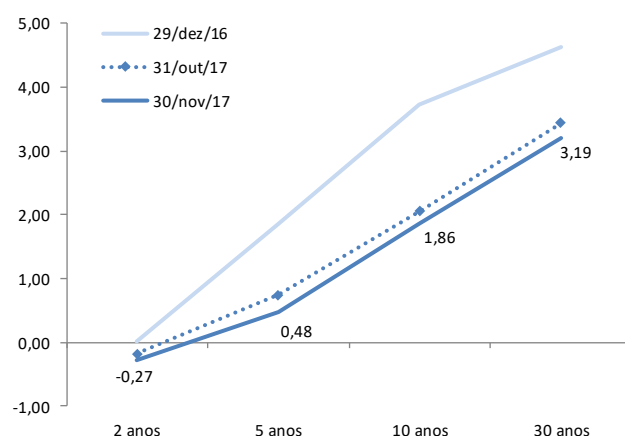
	30/dez/14	30/dez/15	30/set/16	30/dez/16	30/jun/17	31/out/17	30/nov/17	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	212	188	343	354	255	170	150	-20	-205
Irlanda	70	52	44	54	40	21	21	0	-33
França	28	36	31	48	35	39	31	-8	-16
Bélgica	28	34	25	32	33	24	20	-4	-12
Itália	134	97	131	161	169	146	138	-8	-23
Espanha	106	114	100	118	106	109	107	-2	-10

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

10 Na Alemanha, a subida das taxas de rentabilidade foi marcada pelo impasse nas negociações para a formação de governo. Na Alemanha, após o prolongamento das negociações entre os partidos para a formação de governo, no final do mês, o SPD aceitou iniciar negociações com a CDU para renovar a coligação, tornando o cenário de eleições antecipadas menos provável.

11 Em Portugal, manteve-se a tendência de descida das taxas de rentabilidade, mais acentuada nos prazos mais longos, com os yields a 10 anos a situarem-se em mínimos desde abril de 2015 (Gráfico 4 e Gráfico 5). A melhor performance dos títulos de dívida pública portuguesa, face aos congéneres europeus, resultou das expectativas quanto a uma possível melhoria do rating da República por parte da Fitch, a 15 de dezembro e pela resultante integração nos índices no nível de investimento. A DBRS manteve o *rating* soberano de Portugal em BBB-, bem como a perspetiva estável, tal como os mercados esperavam.

Gráfico 4 – Curva de rendimentos da dívida pública
(em percentagem)

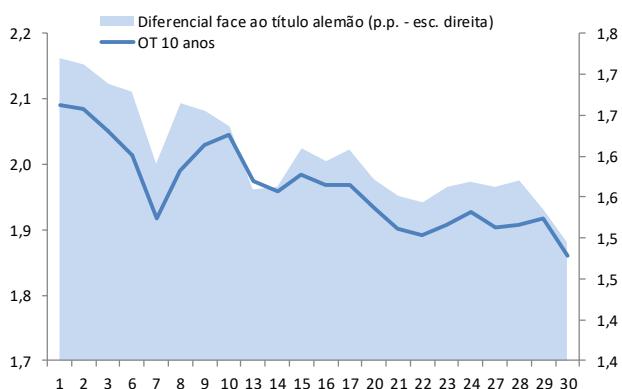


Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rentabilidade dos títulos de dívida *benchmark*.

12 No mercado primário, o Tesouro fez uma emissão de OT. O Tesouro português realizou um leilão de reabertura da OT com vencimento em abril de 2027, com o montante colocado a corresponder ao limite superior do intervalo indicativo (1250 M€) e a taxa média ponderada a situar-se num mínimo

histórico, abaixo de 2%. O Tesouro realizou ainda um pagamento antecipado de 2,7 mil M€ ao FMI, tendo já completado o reembolso de 76% do empréstimo a esta instituição.

Gráfico 5 – Evolução diária em novembro da taxa de rentabilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP

13 No mercado monetário, o Tesouro emitiu duas linhas de Bilhetes do Tesouro. Com maturidade em maio de 2018 foram emitidos títulos no montante de 400 M€, enquanto com maturidade em novembro de 2018 o montante emitido foi de 1100 M€. As taxas de rentabilidade foram inferiores às da emissão anterior, tendo sido respetivamente de -0,400% (face a -0,363%) e de -0,349% (face a -0,345%).

14 Relativamente a emissões de empresas portuguesas, saliente-se as emissões da EDP e do BCP. A EDP emitiu 500 M€ de dívida a 10 anos, num leilão com forte procura. A taxa de rentabilidade média foi de 1,592%, cerca de 35 p.b. abaixo da taxa de rentabilidade da emissão do Tesouro português, com a mesma maturidade. A dívida da EDP é classificada em BBB-pelas 3 principais agências de rating, enquanto a dívida da República portuguesa apenas tem essa notação por parte da S&P. O BCP emitiu 300 M€ de dívida subordinada a 10 anos, com a procura a ascender aos 900 M€. A taxa de juro é variável, de 4,5% até ao 5º ano, que resulta da aplicação de um spread de 4,267 p.p. à taxa *mid-swap*. Entre o 5º e o 10º anos, o juro é recalculado com o spread atual sobre o *mid-swap* da altura. Estas duas emissões terão contribuído para a valorização momentânea do índice PSI-20, que acabou por perder 2,1% face ao final de outubro, mas ainda assim uma desvalorização inferior à do índice europeu Euro Stoxx50.

Tabela 3 – Previsões da Comissão Europeia: o crescimento do PIB real

	2017	2018	2019	Variação face às previsões de Primavera	
				2017	2018
Área do euro	2,2	2,1	1,9	0,5	0,3
Alemanha	2,2	2,1	2,0	0,6	0,2
França	1,6	1,7	1,6	0,2	0,0
Itália	1,5	1,3	1,0	0,6	0,2
Espanha	3,1	2,5	2,1	0,3	0,1
Portugal	2,6	2,1	1,8	0,8	0,5
Reino Unido	1,5	1,3	1,1	-0,3	0,0
EUA	2,2	2,3	2,1	0,0	0,0
Japão	1,6	1,2	1,0	0,4	0,6

Fonte: Comissão Europeia

15 A Comissão Europeia divulgou as suas projeções macroeconómicas de Outono, revendo em alta o crescimento da área do euro em 2017 e 2018 (Tabela 3). O crescimento para os países da área do euro foi revisto em alta, sobretudo para 2017 e em particular para Portugal. Para o Reino Unido o crescimento foi revisto em baixa.

16 A OCDE também divulgou uma revisão em alta para o crescimento económico em 2018, em particular para a área do euro (Tabela 4). Para Portugal, a OCDE prevê um maior crescimento em 2017 e 2018 do que anteriormente, sendo que para 2019 considera uma estabilização do crescimento. De acordo com a OCDE, a economia britânica deverá registar um abrandamento devido à incerteza quanto às negociações do Brexit e ao impacto negativo da subida da inflação sobre o poder de compra.

Tabela 4 – Previsões da OCDE para o crescimento do PIB real

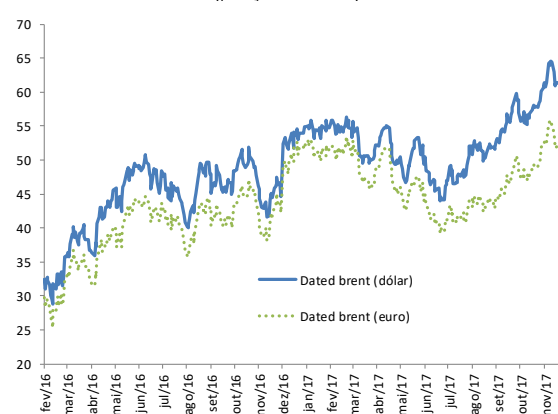
	2017	2018	2019	Variação face às previsões de junho	
				2017	2018
Área do euro	2,4	2,2	1,9	0,6	0,4
Alemanha	2,5	2,3	1,9	0,5	0,3
França	1,8	1,8	1,7	0,5	0,3
Itália	1,6	1,5	1,3	0,6	0,7
Espanha	3,1	2,3	2,1	0,3	-0,1
Portugal	2,6	2,3	2,3	0,5	0,7
Reino Unido	1,5	1,2	1,1	-0,1	0,2
EUA	2,2	2,5	2,1	0,1	0,1
Japão	1,5	1,2	1,0	0,1	0,2

Fonte: OCDE

17 A Venezuela foi declarada, pela S&P, como estando em falência (default), após ter terminado o período de 30 dias a partir da data de pagamento de juros de duas emissões. Também a Fitch procedeu à declaração de falência da empresa pública venezuelana de petróleo (PDVSA). A International Swaps & Derivatives Association (ISDA) considerou igualmente em incumprimento os pagamentos atrasados do país e da PDVSA, o que permitirá acionar os respetivos CDS.

18 O preço do petróleo aumentou, em novembro, 1,7% em euros e 3,6% em dólares, após movimentos em sentido divergente (Gráfico 6). A subida do preço do petróleo foi influenciada pela instabilidade política na Arábia Saudita, após a divulgação de um escândalo de corrupção, levando à prisão de vários membros de topo da política saudita. Adicionalmente, na reunião da OPEP no final do mês, o Ministro da Energia do Irão confirmou uma extensão do acordo para a redução da produção de crude, por 9 meses, até ao final de 2018. O anterior acordo deveria findar em março de 2018. Em sentido contrário, a revisão em baixa das previsões para a procura por parte da IEA, e a intenção do fundo soberano da Noruega se desfazer de ações em empresas extrativas de combustíveis fósseis, contribuíram para alguma pressão no sentido da descida do preço.

Gráfico 6 – Preço do petróleo (dated Brent) (preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

19 Em outubro de 2017, as necessidades líquidas de financiamento do subsetor Estado aumentaram. Em termos mensais, as necessidades líquidas de financiamento situaram-se em 1610 M€ (Tabela 5), essencialmente devido ao défice orçamental do subsetor Estado (1579 M€). Em termos acumulados, as necessidades líquidas de financiamento do Estado atingiram 8316 M€ até outubro de 2017, refletindo um défice do Estado de 4517 M€ e uma despesa líquida com ativos financeiros de 3799 M€. Face ao período homólogo, verifica-se uma redução pouco expressiva. No entanto, este resultado decorre de efeitos em sentido contrário: a descida do défice orçamental subsetor Estado (de 6638 M€ para 4517 M€) e o aumento da receita de ativos financeiros (de 538 M€ para 1213 M€), o que foi compensado pelo aumento expressivo da despesa com ativos financeiros (de 2089 M€ para 5012 M€). De referir que o aumento das dotações de capital inclui a operação de injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos no montante de 2,5 mil M€. No âmbito do relatório do OE/2018, as necessidades líquidas de financiamento para 2017 foram revistas em baixa de 13,5 mil M€ para 9,5 mil M€ devido à revisão em baixa do défice do subsetor Estado (de 6,6 mil M€ para 5,2 mil M€), bem como da despesa líquida com ativos financeiros (de 6,8 mil M€ para 4,3 mil M€).

Tabela 5 – Necessidades líquidas de financiamento
(em milhões de euros)

	Ago	Set	Out	Jan-Out		OE 2017	OE/2018 2017 (p)
				2016	2017		
Necessidades líquidas de financiamento	-462	-770	1610	8190	8316	13474	9500
Défice orçamental (sub-setor Estado)	-916	-1215	1579	6638	4517	6639	5200
Despesa com ativos financeiros	500	462	35	2089	5012	8057	7501
Empréstimos de médio e longo prazo	0	51	15	412	610	2675	-
Dotações de Capital	498	400	17	1648	4369	5271	-
Outros	3	11	4	30	32	111	-
Receita com ativos financeiros	47	16	4	538	1213	1222	-
Despesa líquida com ativos financeiros	454	446	31	1552	3799	6835	4300

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

20 A dívida direta desceu em outubro de 2017 face ao mês anterior devido essencialmente à amortização da Obrigação do Tesouro com maturidade em outubro de 2017. No final de outubro, a dívida direta do Estado situou-se em 241,6 mil M€, o que reflete uma descida de 3663 M€ em relação ao mês anterior, mas um aumento de 2932 M€ face ao mês homólogo (Tabela 6).¹ O decréscimo mensal foi determinado por efeitos de sentido contrário: a amortização da Obrigação do Tesouro OT 4,35% Out 2017 no montante nominal de 6,1 mil M€, a amortização de parte do empréstimo do Fundo Monetário Internacional (FMI) no montante de 1001 M€ (SDR 837 milhões), o que compensou a emissão das Obrigações do Tesouro com maturidades 5 e 10 anos, OT 2,2% 17Out2022 e OT 4,125% 14Abr2027, nos montantes de 520 M€ e 867 M€, respetivamente.² De salientar também o aumento dos Certificados do Tesouro Poupança Mais no montante de 596 M€, sendo influenciado pelo anúncio do fim da subscrição deste instrumento de dívida. Adicionalmente, registaram-se emissões de Bilhetes do Tesouro com maturidades 3 e 11 meses (BT 19Jan2018 e BT 21Set2018) nos montantes de 302 M€ e 1075 M€, respetivamente. Por fim, as contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros aumentaram em 232 M€. Relativamente ao montante de dívida direta após coberturas cambiais, este fixou-se em 240,5 mil M€ no final de outubro de 2017.

¹ Em valor nominal e valorizados à taxa de câmbio do final do período, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro.

Tabela 6 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	out/16	set/17	out/17	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	141 776	152 796	149 343	-2,3	5,3	61,8	-3 453	7 568
Curto prazo	23 364	20 479	21 721	6,1	-7,0	9,0	1 242	-1 643
Médio e longo prazo	118 412	132 317	127 622	-3,5	7,8	52,8	-4 695	9 211
Não titulada	26 725	30 620	31 336	2,3	17,3	13,0	716	4 610
Cert. Aforro	12 962	12 087	11 973	-0,9	-7,6	5,0	-114	-989
Cert. do Tesouro	10 717	14 305	14 877	4,0	38,8	6,2	573	4 161
Outra	3 047	4 228	4 485	6,1	47,2	1,9	257	1 438
Assist. Financeira	70 179	61 858	60 932	-1,5	-13,2	25,2	-926	-9 247
Total	238 679	245 274	241 611	-1,5	1,2	100,0	-3 663	2 932
Por memória:								
Transaccionável	135 477	147 010	143 696	-2,3	6,1	59,5	-3 314	8 219
Não Transaccionável	103 202	98 264	97 915	-0,4	-5,1	40,5	-349	-5 287
Euro	215 923	231 142	228 350	-1,2	5,8	94,5	-2 791	12 428
Não euro	22 757	14 133	13 261	-6,2	-41,7	5,5	-872	-9 496
Contas margem	1 905	705	937	.	.	.	232	-968

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período.

21 Até outubro de 2017, a despesa com juros da dívida pública foi inferior à registada no mesmo período do ano anterior. A despesa com juros da dívida direta do Estado foi de 6722 M€ (Tabela 7), o que reflete uma descida de 2,6% em termos homólogos, e que compara com o crescimento anual previsto no OE/2017 (2,4%) e com a descida prevista na estimativa para 2017 (-1,8%) que consta no relatório do OE/2018. Por instrumento de dívida pública, destaca-se o aumento de juros decorrente dos cupões das Obrigações do Tesouro (+67 M€), o que foi mais do que compensado pela descida dos juros no âmbito do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (-214 M€), bem como dos juros com Certificados de Aforro e do Tesouro (-112 M€). De referir que para o mesmo período o montante pagamentos com comissões subiu 56 M€ para 78 M€.

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

	2017		Execução Jan-Out		Tvh (%)	Objetivo OE/2017	Objetivo OE/2018	Tvh (%) OE/2017	Grau de Execução (%)	
	ago	set	2016	2017						
Juros da dívida pública	249	234	1 422	6 900	6 722	-2,6	7 453	7 154	2,4	90,2
Bilhetes do Tesouro	0	-1	0	9	3	-70,8	9	9	-4,9	29,7
Obrigações do Tesouro	1	17	1 209	4 542	4 609	1,5	4 793	4 793	5,5	96,2
Empréstimos PAEF	101	157	59	1 592	1 378	-13,4	1 806	1 806	-2,1	76,3
Certif. de Aforro e do Tesouro	54	38	47	652	541	-17,1	680	680	-14,1	79,5
CEDIC/CEMIM	1	0	6	22	14	-36,5	14	14	-42,5	97,8
Outros	3	21	101	83	178	113,7	151	151	124,6	118,1
Comissões	13	4	17	72	89	23,3	80	80	-20,8	110,6
Empréstimos PAEF	0	0	0	16	11	-	2	2	-87,4	550,0
Outros	13	4	17	56	78	38,6	78	78	-8,2	99,4
Juros e outros encargos pagos	262	239	1 439	6 972	6 811	-2,3	7 533	7 204	2,0	90,4
Tvh (%)	-11,7	-7,2	-3,7	-2,3	-2,3		2,0	2,0		
Por memória:										
Juros recebidos de aplicações	-1	0	0	-4	3	-178	-9	-9		
Juros e outros encargos líquidos	261	239	1 439	6 968	6 814	-2,2	7 546	7 195	2,3	90,3
Tvh (%)	-12,0	-7,2	-3,7	-2,2	-2,2		2,3	2,3		

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

22 Em novembro, a República Portuguesa emitiu Obrigações do Tesouro com maturidade dez anos e Bilhetes do Tesouro com maturidade seis e doze meses. Em novembro, Portugal emitiu Bilhetes de Tesouro a 6 e a 12 meses, no montante de 400 M€ (a uma taxa média ponderada de -0,400%) e 1100 M€ (a uma taxa média ponderada de -0,349%), respetivamente (Tabela 8, Gráfico 7 e Gráfico 8). Em novembro de 2017, Portugal efetuou a emissão através de leilão de Obrigações do Tesouro com maturidade a dez anos (OT 4,125% 14Abr2027), sendo o montante colocado de 1250 M€ e a taxa de rentabilidade de 1,939% (Tabela 9). Em comparação com os últimos leilões para a Obrigação do Tesouro com a mesma maturidade (10 anos), nesta emissão foi colocado um montante superior e verificou-se uma taxa de rentabilidade inferior. Esta tendência de redução das taxas de juro no mercado primário tem beneficiado da melhoria da notação de risco atribuído à dívida pública portuguesa para nível de investimento pela agência Standard & Poor's, bem

² Entretanto, em novembro de 2017 ocorreu um reembolso adicional no montante de SDR 2300 milhões (cerca de 2780 M€).

como da alteração da perspetiva de estável para positiva da notação de risco atribuída a Portugal pela Moody's.

Tabela 8 – Emissão de Bilhetes do Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	mai/18	nov/18
Data da Transacção	15/nov	15/nov
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	400	1 100
Montante de Procura (M€)	1 165	2 310
Taxa média (%)	-0,400	-0,349
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	set/17	set/17
	-0,363	-0,345

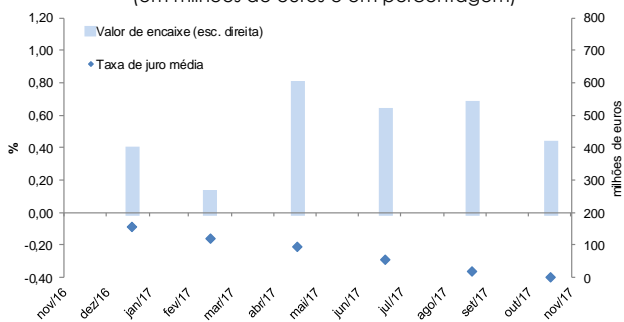
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Tabela 9 – Emissão de Obrigações do Tesouro

Instrumento	Obrigações de Tesouro	
	abr/27	
Data da Transacção	08/nov	
Prazo	10 anos	
Montante Colocado (M€) ¹	1 250	
Montante de Procura (M€) ²	1 962	
Taxa média (%)	1,939	
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	out/17	
	2,327	

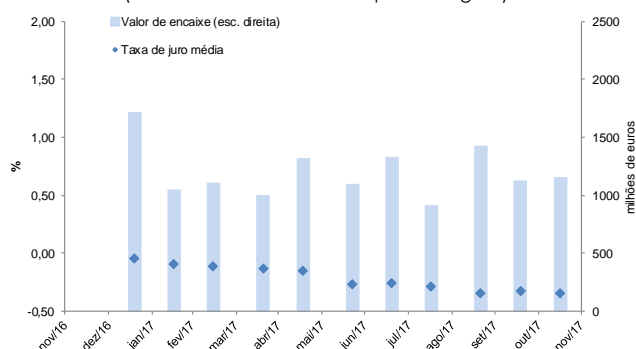
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: 1) Em fase competitiva e não competitiva. 2) No caso da OT o montante da procura é aproximado.

Gráfico 7 – Bilhetes do Tesouro a seis meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 8 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)

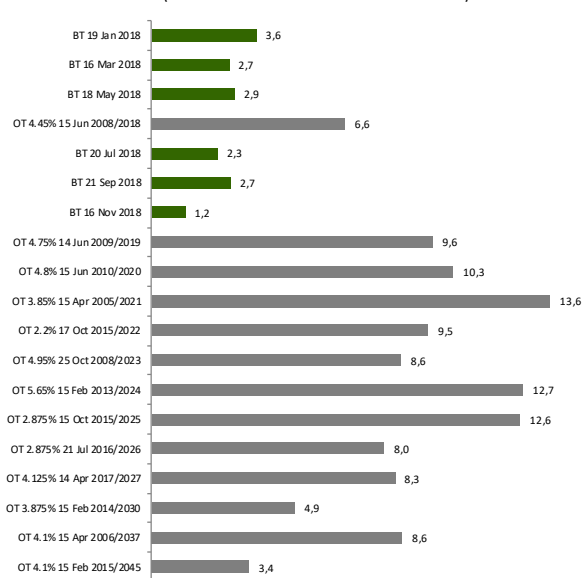


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

23 Os montantes de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro a amortizar em 2018 são de 6,6 mil M€ e 15,3 mil M€, respetivamente. Do stock total nominal de dívida pública detido em 01 de dezembro de 2017 através de Obrigações do

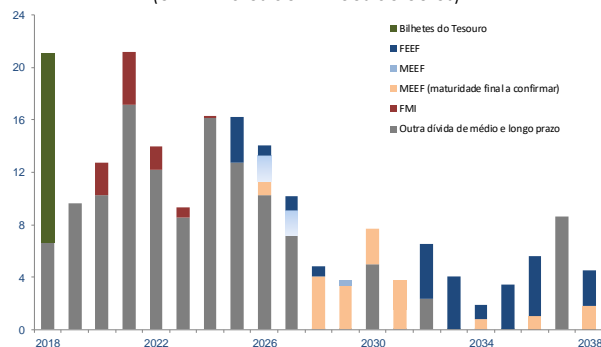
Tesouro e de Bilhetes do Tesouro, será necessário amortizar durante o ano 2018 os montantes de 6,6 mil M€ 15,3 mil M€, respetivamente (Gráfico 9).³ Adicionalmente, o montante de empréstimos a reembolsar ao FMI é de cerca de 800 M€, de acordo com a recente apresentação institucional do IGCP aos investidores.⁴

Gráfico 9 – Perfil de amortização de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro em 1 de dezembro de 2017
(em milhares de milhões de euros)



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

Gráfico 10 – Perfil de amortização
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

24 Em novembro de 2017, Portugal efetuou a emissão de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV) direcionada a investidores residentes em território nacional. Durante os dias 15 e 28 de novembro de 2017, Portugal emitiu através de uma oferta pública de aquisição a OTRV Dezembro2022 com maturidade a cinco anos no montante de 1300 M€, acima do montante indicativo inicial de 500 M€. O pagamento de juro é semestral nos dias 5 de junho e 5 de dezembro, sendo a taxa de juro nominal de 1,10%, acrescida de um spread que corresponde à taxa de juro Euribor a 6 meses, mas com taxa de juro nominal mínima de 1,10%. O reembolso do capital será em 05 de dezembro de 2022, exceto nos casos em que sejam previamente adquiridas e canceladas.

³ De referir que novas emissões de Bilhetes do Tesouro durante 2018 e com maturidade no próprio contribuem para o aumento das amortizações deste instrumento de dívida em 2018.

⁴ De acordo com a apresentação institucional divulgada em 07 de dezembro, o montante de reembolsos a efetuar ao FMI foi revisto para cerca de mil M€ em dezembro de 2017 e cerca de 800 M€ durante 2018.

25 A dívida pública na ótica de Maastricht no final do 3.º trimestre de 2017 situou-se em 130,8% do PIB. Segundo o Banco de Portugal, o montante de dívida pública na ótica de Maastricht no final de setembro foi de 249,1 mil M€, um valor acima do registado no final do trimestre homólogo (244,4 mil M€). Em percentagem do PIB, a dívida pública atingiu 130,8% no final do 3.º trimestre de 2017. Excluindo depósitos da administração central, a dívida pública teria sido de 227,3 mil M€.

26 Em termos mensais, verificou-se uma descida do montante da dívida pública em outubro de 2017, quando comparado com o mês anterior. De acordo com o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht situou-se em 245,3 mil M€ em outubro de 2017, o que reflete uma descida de 3,9 mil M€ em relação ao mês anterior. Em termos do peso do stock da dívida no PIB esta descida corresponde a cerca de -2,1 p.p. do PIB. Adicionalmente, a dívida pública líquida de depósitos da administração central fixou-se em 228,3 mil M€. Com efeito, o stock de depósitos da administração central, depois de aumentos registados ao longo de 2017, desceu de 21,8 mil M€ para 17 mil M€ no final de outubro. Para a descida do montante da dívida pública em outubro contribuiu a amortização da Obrigação do Tesouro OT 4,35% Out 2017 no montante nominal de 6,1 mil M€ no mês de outubro, para a qual foram utilizados fundos que se encontravam em depósitos, contribuindo para a acima referida redução.

27 Em novembro de 2017, a Comissão Europeia efetuou uma revisão em baixa da previsão para o rácio da dívida pública de Portugal para 2018 em comparação com o divulgado na 6ª monitorização pós-programa de ajustamento. A previsão da Comissão Europeia divulgada no *European Economic Forecast* para a dívida pública portuguesa em percentagem do PIB é de 126,4% e 124,1% para 2017 e 2018, respetivamente, o que reflete uma revisão em baixa face ao divulgado em setembro no âmbito do relatório da 6ª monitorização pós-programa (128,5% e 126,2%, respetivamente). A previsão do FMI no âmbito do *World Economic Outlook* divulgado em outubro é de 125,7% e 122,5% para o mesmo período.⁶ A previsão do Ministério das Finanças tem implícita uma descida do rácio da dívida pública de 2017 para 2018 de 2,8 p.p., o que reflete essencialmente os contributos favoráveis do excedente orçamental primário (2,6 p.p.) e do efeito *bola de neve* (0,8 p.p.) resultante de um crescimento do PIB nominal superior ao peso dos juros no PIB, o qual será em parte atenuado pelo efeito desfavorável dos ajustamentos diretos ao stock de dívida pública (0,6 p.p.).

Tabela 10 – Projeções para a dívida pública de 2017 e de 2018

(no final do ano, em percentagem do PIB)		
	2017	2018
FMI	125,7	122,5
Comissão Europeia	126,4	124,1
Ministério das Finanças	126,2	123,5

Fontes: *European Economic Forecast* (November 2017), *World Economic Outlook* (October 2017) e Ministério das Finanças (OE/2018).

⁵ A dívida na ótica de Maastricht difere do conceito dívida direta do Estado devido, aos seguintes aspetos: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui todas as entidades classificadas para fins estatísticos no setor institucional das administrações públicas; ii. efeitos de consolidação - a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é

consolidada. iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro.

⁶ Entretanto, de referir que na declaração final divulgada em 07 de dezembro pelo FMI sobre a 6ª monitorização pós-programa, a previsão para o rácio da dívida pública foi revista em alta para 125,8% e 123,7%, respetivamente, para os anos 2017 e 2018.

Caixa 1 – Declaração da Comissão Europeia e do Banco Central Europeu na sequência da sétima missão de supervisão pós-programa em Portugal

Nesta caixa transcreve-se a declaração conjunta da Comissão Europeia e do Banco Central Europeu, divulgada no dia 7 de dezembro, na sequência da visita a Lisboa entre 28 de novembro e 6 de dezembro para realizar a sétima missão pós-programa em Portugal.

A missão foi coordenada com a missão de acompanhamento pós-programa do Fundo Monetário Internacional. Participaram também funcionários do Mecanismo Europeu de Estabilidade no que se refere aos aspetos relacionados com o seu sistema de alerta precoce. O objetivo principal da missão de supervisão pós-programa foi o de avaliar a capacidade do país em reembolsar os empréstimos concedidos no âmbito do antigo programa de assistência financeira UE-FMI e, se necessário, recomendar ações corretivas. As principais conclusões da Comissão Europeia e do Banco Central Europeu foram as seguintes:

A retoma económica voltou a ganhar ímpeto. A atividade económica acelerou e a sua base tornou-se mais ampla, com a recuperação do investimento e das exportações, juntamente com a continuação do crescimento do consumo. O emprego cresceu ainda mais rapidamente do que o PIB, particularmente nos serviços com grande intensidade de mão-de-obra na área do turismo, enquanto em termos agregados o crescimento dos salários permaneceu moderado. Embora se espere que o crescimento do PIB permaneça forte em 2018, suportado pela continuação do crescimento das exportações e do emprego, prevê-se que se torne mais moderado a médio-prazo.

As atuais condições macroeconómicas e financeiras favoráveis criam uma oportunidade para corrigir os persistentes desequilíbrios macroeconómicos portugueses. Em particular, as elevadas dívidas do setor público e privado, e a rigidez prevalecente da economia, limitam o seu crescimento potencial e deixam o país mais vulnerável a choques. Além disso, a limitada capacidade de intermediação do sistema bancário, devido a decrescentes, mas ainda elevados, rácios de crédito mal parado, limitam o investimento.

Prosseguir a consolidação orçamental será importante para garantir uma redução sustentável do ainda elevado nível da dívida pública. As atuais condições cíclicas favoráveis, a par da redução do serviço da dívida, deveriam ser utilizadas para a continuação do ajustamento orçamental estrutural de forma a alcançar uma situação orçamental sustentável a médio-prazo. Contudo, o ajustamento estrutural planeado está em risco de desviar-se significativamente dos requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Isto reforça a importância de conter o crescimento da despesa pública e, de utilizar os ganhos resultantes duma redução da despesa com juros, para acelerar a redução da dívida pública. Neste contexto, prosseguir com o alargamento do âmbito do exercício de revisão da despesa pública é bem-vindo, embora a definição de objetivos mais ambiciosos para as economias a realizar devesse ser considerado. Igualmente, as Recomendações-Específicas por País emitidas pelo Conselho relativamente ao controlo da despesa para o sector empresarial do estado, para o setor da saúde, e em relação ao sistema de pensões, continuam válidas.

A recuperação do setor bancário português prossegue, embora permaneçam importantes vulnerabilidades. Os riscos imediatos provenientes do setor bancário português reduziram-se consideravelmente em comparação com o ano passado, já que os principais bancos conseguiram atrair mais capital. Contudo, os bancos

continuam a enfrentar importantes desafios, incluindo o nível elevado de crédito malparado, a sua fraca rentabilidade, e valores reduzidos das reservas de capital. A transição para novas regras contabilísticas e quadros regulatórios (em particular IFRS 9 e MREL) podem ainda colocar mais pressão nas reservas de capitais existentes. Neste contexto, os bancos deveriam melhorar a sua rentabilidade continuando, por exemplo, a reduzir os seus custos operacionais. A plataforma para intensificar a coordenação na gestão de crédito malparado, a qual tem vindo a ser desenvolvida por alguns bancos com o apoio das autoridades, conjuntamente com o reforçado enquadramento para a reestruturação da dívida empresarial constituem iniciativas importantes nesta direção.

A remoção dos obstáculos ao investimento e a melhoria do ambiente empresarial são pontos centrais para fortalecer o crescimento potencial da economia. Neste sentido, os esforços das autoridades para melhorar o baixo nível de competências da população portuguesa assim como para apoiar a inovação são muito bem-vindos. As medidas implementadas no âmbito do programa de ajustamento contribuíram para a recente evolução positiva no mercado de trabalho. No entanto, os aumentos do salário mínimo devem ter em conta o crescimento da produtividade, o impacto na estrutura salarial e nas oportunidades de emprego dos trabalhadores menos qualificados. Além disso, o hiato entre contratos de trabalho permanentes e temporários deve ser eliminado principalmente através da flexibilização dos contratos permanentes e não através da introdução de restrições ao uso de contratos temporários. Apesar dos progressos significativos realizados ao longo dos últimos anos, melhorias adicionais na eficiência do sistema judiciário teriam um efeito benéfico para o ambiente empresarial. O aumento do crescimento potencial da economia também exigirá a implementação de novas medidas para melhorar a eficiência dos mercados de produtos, principalmente nos setores da energia e dos transportes, assim como nos serviços empresariais.

A oitava missão de supervisão pós-programa em Portugal está prevista para a primavera de 2018.