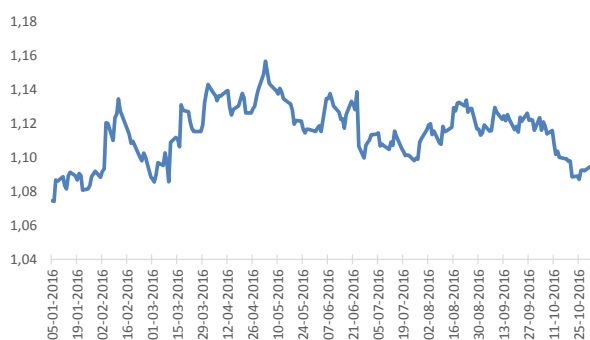


### Condições de mercado

**1 O mês de outubro foi marcado por uma valorização na generalidade dos índices acionistas, destacando-se, contudo, como exceção o desempenho dos índices norte-americanos.** Nos principais mercados acionistas observou-se uma valorização dos índices, invertendo o comportamento do último mês, em particular o índice de referência da área do euro *EuroStoxx 50* (1,8%), o índice *Nikkei* (5,9%), o índice *Footsie 100* (0,8%) e o índice *PSI-20* (1,2%). Em sentido contrário, o índice *Dow Jones Industrial* diminuiu 0,9% e o *S&P 500* 1,9%, num contexto de manutenção de expectativas de subida de taxas de juro pela Reserva Federal este ano e sendo penalizados pela divulgação dos resultados do 3.º trimestre de várias empresas, que ficaram abaixo das expectativas.

**2 No mercado cambial verificou-se a depreciação do euro face ao dólar, perante expectativas sobre a evolução divergente da política monetária nas duas regiões económicas.** Ao longo do mês surgiram notícias de que o BCE estaria a preparar uma redução do programa de compra de ativos financeiros. Posteriormente o BCE emitiu um comunicado negando esta informação. Na reunião de política monetária, o BCE reafirmou a necessidade de manter pelo tempo que for necessário o atual nível ultra-acomodatório da política monetária, de forma a garantir o retorno da inflação ao nível objetivo. Contudo, não deu indicações sobre quais seriam os próximos passos nem sobre possíveis alterações ao programa de compra de ativos financeiros. Segundo alguns analistas de mercado, o facto de ter sido referido que não haverá um final abrupto do programa de *quantitative easing* poderá sinalizar uma extensão do programa de compra de ativos financeiros. Neste contexto, face ao dólar prevaleceu a perspetiva de que o diferencial do caráter acomodatório da política monetária deverá continuar a aumentar, com a possibilidade de reforço por parte do BCE e a possibilidade de subida da taxa de juro por parte da Reserva Federal ainda este ano (Gráfico 1).

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

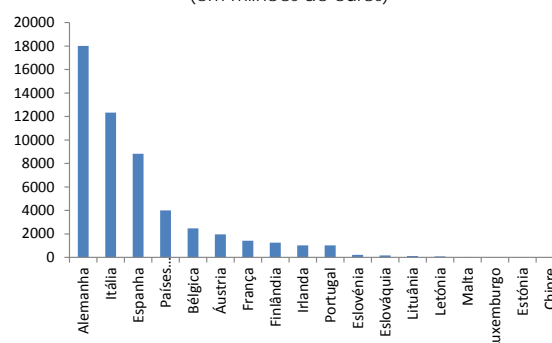


Fonte: BCE

**3 Em outubro, o BCE atingiu um montante acumulado de 1147 mil M€ de títulos de dívida pública no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*).** Durante o mês de outubro, o BCE comprou 72,974 mil M€ de títulos de dívida pública (Gráfico 2), atingindo um montante acumulado desde março de 2015 de 1147,655 mil M€. Relativamente aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras

pelo BCE em outubro foi de 1021 M€, sendo que o total acumulado desde o início do programa atingiu 22 862 M€, colocando Portugal na décima posição em termos de compras no mês. Em termos de maturidades médias dos títulos comprados, estas variaram entre 1,71 anos para títulos da Estónia e 11,12 anos para títulos de Malta, tendo os títulos de dívida pública portuguesa a maturidade média de 9,8 anos. De referir que o PSPP é o programa que apresenta maior montante no âmbito do programa alargado de compras de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme*) pelo BCE.

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



Fonte: BCE

**4 Nos EUA, a divulgação de dados económicos confirmou a ideia de uma recuperação económica gradual, mantendo-se as expectativas quanto a uma subida das taxas de juro até ao final do ano.** Nos EUA, a ata do Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) da reunião de 21 de setembro não deu indicações adicionais face ao comunicado após a reunião, tendo confirmado expectativas de que a Reserva Federal (Fed) deverá subir as taxas de juro dos *Fed funds* este ano. Contudo, esta decisão não é unânime, existindo outros membros que preferem esperar por mais evidências sobre a evolução da inflação no sentido do objetivo do Fed. A divulgação do *Beige Book* confirmou a ideia de que a atividade económica aumentou a um ritmo moderado na maioria das regiões, no período desde o final de agosto a início de outubro. Refira-se o facto de alguns Estados expressarem preocupações sobre a incerteza em torno do resultado das eleições presidenciais, que estará a levar a algum adiamento de decisões de investimento.

**5 A libra esterlina foi fortemente penalizada pelo anúncio da ativação do processo de saída do Reino Unido da UE, tendo-se depreciado 4,6% face ao euro.** O movimento de depreciação da moeda britânica foi reforçado pelo anúncio por parte da Primeira-Ministra Theresa May de que o Artigo 50º do Tratado de Lisboa será acionado até final de março de 2017, dando início ao processo de saída do Reino Unido da UE. Contudo, note-se que, à semelhança do verificado após a vitória do Brexit no referendo, o *Footsie100* registou uma reação favorável a este anúncio, tendo-se valorizado 0,8% desde o final de setembro.

**6 O FMI reviu em baixa o crescimento para as economias avançadas em 2016, embora tenha revisto em alta para a área do euro.** O FMI divulgou o *World Economic Outlook* onde atualizou as previsões para o crescimento económico mundial, que não foi revisto, apesar de uma ligeira revisão

em baixa para as economias avançadas, exceto para a área do euro com destaque para a Alemanha e para a Espanha (Tabela 1). Relativamente a Portugal, o FMI espera um crescimento de 1,0% e 1,1% em 2016 e 2017 respetivamente, ligeiramente revisto em baixa face às anteriores projeções.

**Tabela 1 – Projeções para a taxa de crescimento do PIB real do FMI**  
(taxa de variação anual)

|  | 2015       | 2016       | 2017       | Variação face à revisão de julho |            |
|--|------------|------------|------------|----------------------------------|------------|
|  |            |            |            | 2016                             | 2017       |
| <b>Economia mundial</b>                | <b>3,2</b> | <b>3,1</b> | <b>3,4</b> | <b>0,0</b>                       | <b>0,0</b> |
| <b>Economias avançadas</b>             | <b>2,1</b> | <b>1,6</b> | <b>1,8</b> | <b>-0,2</b>                      | <b>0,0</b> |
| <b>Área do euro</b>                    | <b>2,0</b> | <b>1,7</b> | <b>1,5</b> | <b>0,1</b>                       | <b>0,1</b> |
| Alemanha                               | 1,5        | 1,7        | 1,4        | 0,1                              | 0,2        |
| França                                 | 1,3        | 1,3        | 1,3        | -0,2                             | 0,1        |
| Itália                                 | 0,8        | 0,8        | 0,9        | -0,1                             | -0,1       |
| Espanha                                | 3,2        | 3,1        | 2,2        | 0,5                              | 0,1        |
| Portugal*                              | 1,5        | 1,0        | 1,1        | -0,4                             | -0,2       |
| EUA                                    | 2,6        | 1,6        | 2,2        | -0,6                             | -0,3       |
| Japão                                  | 0,5        | 0,5        | 0,6        | 0,2                              | 0,5        |
| Reino Unido                            | 2,2        | 1,8        | 1,1        | 0,1                              | -0,2       |
| <b>Economias de mercado emergentes</b> | <b>4,0</b> | <b>4,2</b> | <b>4,6</b> | <b>0,1</b>                       | <b>0,0</b> |

Fonte: FMI | Nota: \* Variações face ao relatório de abril de 2016.

**7 Quanto aos mercados obrigacionistas da área do euro, assistiu-se a um ligeiro aumento da taxa de rendibilidade a 10 anos na generalidade dos países, com a exceção de Portugal.** O contexto de menor aversão ao risco, permitindo valorizações nos mercados acionistas, penalizou o mercado obrigacionista da área do euro onde se verificaram aumentos das taxas de rendibilidade na generalidade dos países (Tabela 2 e Tabela 3). Para este enquadramento contribuiu ainda a incerteza quanto à evolução da política do BCE, nomeadamente os rumores quanto à possibilidade de uma interrupção do programa de compra de ativos financeiros, e a existência de vários leilões com montantes consideráveis de oferta no mercado primário. Esta incerteza foi particularmente prejudicial para o mercado português, tendo a taxa de rendibilidade da obrigação a 10 anos atingido 3,56% mas que acabou por recuperar em grande medida perante a decisão da agência de *rating* DBRS no sentido de manter o *rating* atribuído à dívida portuguesa. Nos restantes países europeus assistiu-se a um aumento da inclinação da curva de rendimentos (*steepening*).

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

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

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Tabela 3 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos base)

|                 | 30-jun-15  | 30-set-15  | 30-dez-15  | 30-jun-16  | 30-set-16  | 31-out-16  | Var. mensal | Var. desde o início do ano |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|----------------------------|
| <b>Portugal</b> | <b>222</b> | <b>180</b> | <b>188</b> | <b>312</b> | <b>343</b> | <b>314</b> | <b>-29</b>  | <b>126</b>                 |
| Irlanda         | 87         | 64         | 52         | 64         | 44         | 48         | 4           | -4                         |
| França          | 43         | 40         | 36         | 31         | 31         | 30         | 0           | -6                         |
| Bélgica         | 45         | 32         | 34         | 36         | 25         | 23         | -3          | -11                        |
| Itália          | 157        | 114        | 97         | 139        | 131        | 150        | 19          | 54                         |
| Espanha         | 153        | 130        | 114        | 129        | 100        | 104        | 4           | -10                        |

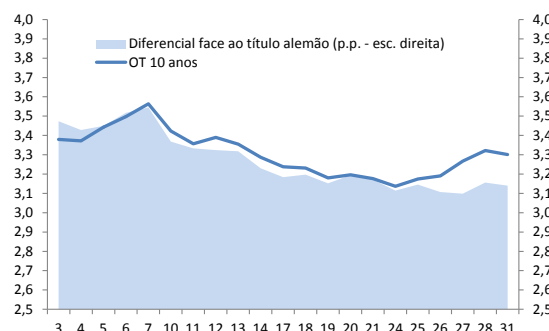
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: 100 pontos base corresponde a 1 ponto percentual.

**8 As principais agências de *rating* tomaram decisões sobre a dívida soberana de países da área do euro.** A S&P reafirmou o *rating* BBB+ com *outlook* estável da dívida

soberana espanhola. Em França, a S&P subiu a perspectiva do *rating* AA de “negativa” para “estável”, devido ao efeito positivo das reformas laborais e fiscais sobre a criação de emprego, competitividade e finanças públicas, contrariando as expectativas de uma redução do *rating*. A Fitch manteve o *rating* de Itália em BBB+, embora alterando a perspectiva para negativa devido ao crescimento baixo, elevado nível de endividamento e incerteza quanto ao resultado do referendo de dezembro sobre a reforma constitucional.

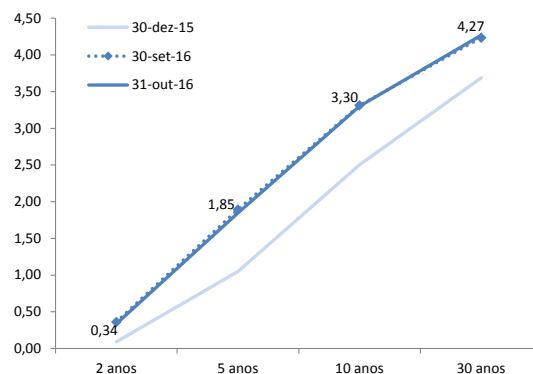
**9 Em Portugal, observou-se a compressão dos *spreads* de Portugal face à Alemanha, após a decisão da agência de *rating* DBRS (Gráfico 3).** A agência de notação financeira DBRS manteve o *rating* de Portugal no último nível de investimento (BBB low, com *outlook* estável), assegurando a elegibilidade das obrigações portuguesas para o programa de compras do BCE. Esta decisão foi justificada por existir “adequação ao enquadramento de governância da UE, que irá permitir a implementação de políticas macroeconómicas credíveis”. A agência alertou, contudo, para os desafios existentes, nomeadamente os níveis elevados de endividamento público e privado, o crescimento anémico e as pressões orçamentais. Anteriormente a esta decisão, F. McCormick, economista-chefe da DBRS, tinha afirmado que Portugal se encontra num círculo vicioso de dívida elevada, crescimento reduzido e problemas estruturais. Já perto do final do mês, a propósito da apresentação do relatório do OE/2017, a Comissão Europeia enviou uma carta ao governo português a solicitar informações adicionais, após ter identificado um risco de “sério incumprimento” da redução do défice, remetendo a decisão final para novembro após analisar o reporte das autoridades nacionais.

**Gráfico 3 – Evolução diária em outubro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa**  
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

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



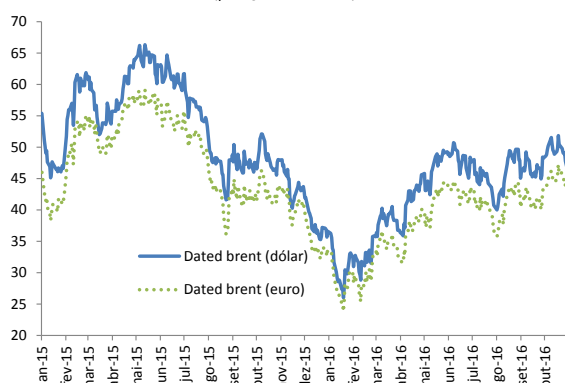
Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rendibilidade dos títulos de dívida *benchmark*.

**10 O IGCP divulgou as linhas de atuação para o 4º trimestre no âmbito do Programa de Financiamento para 2016.** De acordo com o anunciado, está prevista a realização de um a dois leilões de Obrigações do Tesouro, sendo esperadas colocações de 750 a 1000 M€ por leilão. Além das operações de longo prazo, o IGCP agendou três datas para emissões de Bilhetes do Tesouro.

**11 Em outubro, a República Portuguesa emitiu 1250 M€ em bilhetes do tesouro a 3 meses e a 11 meses e uma OT.** O montante colocado situou-se no limite superior do intervalo indicativo, as taxas médias ponderadas situaram-se acima das observadas nas últimas emissões comparáveis (a 17 de agosto e 21 de setembro, respetivamente), tendo-se, no entanto, a taxa a 3 meses mantido negativa. O Tesouro Português colocou, em leilão, 1 mil M€ da OT a 5 anos com um *yield* médio ponderado abaixo do leilão anterior (1,75% vs 1,87%) e um *bid-to-cover* de 1,93 (2,15 no anterior).

**12 O preço do petróleo reduziu-se perante perspetivas de continuação do excesso de oferta no mercado (Gráfico 5).** Os países produtores de petróleo têm vindo a reunir-se no sentido de reduzir a oferta, por forma a controlar a evolução dos preços. Contudo, persistem dúvidas quanto à possibilidade de se concretizar um futuro acordo, estando as autoridades do Iraque e da Rússia a rejeitar a sua participação e colocando-se a questão de saber se a OPEP e os países não OPEP irão cortar a produção em simultâneo ou a OPEP em primeiro lugar. Os dados da produção da OPEP relativos a setembro indicam que a produção atingiu um máximo de pelo menos 8 anos.

**Gráfico 5 – Preço do petróleo (dated Brent)**  
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

### Dívida direta do Estado

**13 As necessidades líquidas de financiamento do Estado apresentaram um decréscimo face ao mês anterior (Tabela 4).** As necessidades líquidas de financiamento do Estado fixaram-se em 6281 M€ até setembro de 2016, as quais resultam do défice do subsector Estado no valor de 4794 M€ e da despesa líquida com ativos financeiros de 1487 M€, o que representa uma diminuição de 819 M€ face às necessidades líquidas de financiamento do Estado verificadas até agosto. Relativamente à despesa com ativos financeiros, de referir a injeção de capital à empresa Infraestruturas de Portugal (800 M€), ao Metropolitano de Lisboa (272 M€) e à CP-Comboios de Portugal (150 M€), bem como o empréstimo de médio e longo prazo ao Metro do Porto (311 M€) e Parque Escolar (30 M€). Face ao registado no período homólogo, verificou-se uma redução de 983 M€ devido à menor

despesa líquida com ativos financeiros, que ascendeu a 2,9 mil M€ no período homólogo. Por seu turno, o défice do Estado até setembro do corrente ano superou o registado no período homólogo (4,8 mil M€ em 2016 o que compara com 4,4 mil M€ em 2015). Ao invés, e considerando unicamente o mês de setembro de 2016, verificou-se uma capacidade líquida de financiamento de 1195 M€. A despesa em ativos financeiros no mês de setembro atingiu 376 M€, tendo sido repartida entre injeções de capital na *Parública* (279,4 M€), CP-Comboios de Portugal (27 M€) e Metropolitano de Lisboa (18 M€) e empréstimos de médio e longo prazo efetuados de ao Metro do Porto (23 M€) e à Carris (10 M€).

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

|   | Jul         | Ago         | Set          | Jan-Set<br>2015 | 2016        | OE<br>2016   |
|---|-------------|-------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|
| <b>Necessidades líquidas de financiamento</b> | <b>1967</b> | <b>-310</b> | <b>-819</b>  | <b>7264</b>     | <b>6281</b> | <b>10440</b> |
| <b>Défice orçamental (sub-setor Estado)</b>   | <b>1667</b> | <b>-494</b> | <b>-1195</b> | <b>4405</b>     | <b>4794</b> | <b>6305</b>  |
| <b>Despesa com ativos financeiros</b>         | 656         | 240         | 379          | 3143            | 2017        | 4924         |
| Empréstimos de médio e longo prazo            | 248         | 2           | 35           | 576             | 368         | 2504         |
| Dotações de Capital                           | 403         | 236         | 344          | 2514            | 1621        | 2298         |
| Outros  | 6           | 2           | 0            | 54              | 27          | 122          |
| <b>Receita com ativos financeiros</b>         | <b>356</b>  | <b>56</b>   | <b>3</b>     | <b>284</b>      | <b>530</b>  | <b>788</b>   |
| <b>Despesa líquida com ativos financeiros</b> | <b>300</b>  | <b>184</b>  | <b>376</b>   | <b>2859</b>     | <b>1487</b> | <b>4136</b>  |

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

**14 A dívida direta do Estado aumentou em setembro como resultado, sobretudo, da emissão de Obrigações do Tesouro.**

No final de setembro, a dívida direta do Estado fixou-se em 240 mil M€, o que representa um aumento de 1078 M€ face ao mês anterior e de 12,3 mil M€ em termos homólogos (Tabela 5).<sup>1</sup> O aumento mensal deveu-se, sobretudo, à emissão líquida de Obrigações do Tesouro (OT), designadamente à emissão de quatro OT com maturidade a 5 anos (507 M€), a 7 anos (525 M€), a 10 anos (621 M€) e a 21 anos (295 M€). Este acréscimo foi atenuado por recompras bilaterais no valor de 688 M€. Adicionalmente, observou-se um aumento do stock dos Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro em 5 M€ e 249 M€, respetivamente. Ao invés, a emissão líquida de Bilhetes de Tesouro foi negativa como resultado de um valor de amortizações (3,1 mil M€) superior ao valor emitido (2,7 mil M€). Por último, as contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros, fixaram-se em 1552 M€, o que representa um acréscimo de 22 M€. De salientar que a dívida após coberturas cambiais fixou-se em 238,1 mil M€.

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

|                     | set-15         | ago-16         | set-16         | Variação (%) |            |              | Variação (M€) |               |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|------------|--------------|---------------|---------------|
|                     |                |                |                | mensal       | homóloga   | peso (%)     | mensal        | homóloga      |
| Titulada            | 132 351        | 142 936        | 143 766        | 0,6          | 8,6        | 59,9         | 830           | 11 416        |
| Curto prazo         | 19 812         | 22 789         | 22 366         | -1,9         | 12,9       | 9,3          | -422          | 2 554         |
| Médio e longo prazo | 112 539        | 120 147        | 121 400        | 1,0          | 7,9        | 50,6         | 1 253         | 8 861         |
| Não titulada        | 23 221         | 25 840         | 26 117         | 1,1          | 12,5       | 10,9         | 276           | 2 895         |
| Cert. Aforro        | 12 747         | 12 948         | 12 953         | 0,0          | 1,6        | 5,4          | 5             | 206           |
| Cert. do Tesouro    | 7 369          | 10 243         | 10 492         | 2,4          | 42,4       | 4,4          | 249           | 3 123         |
| Outra               | 3 105          | 2 649          | 2 671          | 0,8          | -14,0      | 1,1          | 22            | -433          |
| Assist. Financeira  | 72 131         | 70 141         | 70 112         | 0,0          | -2,8       | 29,2         | -29           | -2 019        |
| <b>Total</b>        | <b>227 703</b> | <b>238 917</b> | <b>239 995</b> | <b>0,5</b>   | <b>5,4</b> | <b>100,0</b> | <b>1 078</b>  | <b>12 292</b> |
| Por memória:        |                |                |                |              |            |              |               |               |
| Transaccionável     | 126 032        | 136 238        | 137 099        | 0,6          | 8,8        | 57,1         | 861           | 11 067        |
| Não Transaccionável | 101 671        | 102 680        | 102 896        | -0,2         | 1,2        | 42,9         | 217           | 1 225         |
| Euro                | 202 922        | 216 270        | 217 384        | 0,5          | 7,1        | 90,6         | 1 114         | 14 462        |
| Não euro            | 24 781         | 22 648         | 22 611         | -0,2         | -8,8       | 9,4          | -36           | -2 170        |
| Contas margem       | 1 980          | 1 529          | 1 552          | -            | -          | -            | 22            | -429          |

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.

**15 Registou-se um acréscimo na despesa com juros e outros encargos liquidados até setembro.** A despesa com juros e outros encargos liquidados da dívida direta do Estado, nos primeiros nove meses do ano, fixou-se em 5474 M€ (Tabela 6), o que representa um aumento de 5,7%, registando uma

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

desaceleração face a agosto (aumento de 7,4%). Para tal contribuiu, sobretudo, o pagamento do cupão das OT com maturidade em fevereiro de 2016, 2024, 2030 e 2045, com maturidade em abril de 2037, das OT com maturidade em junho de 2018, 2019 e 2020 e da OT com maturidade em julho de 2026 (com uma despesa de 3,2 mil M€, o que compara com os 2,8 mil M€ do período homólogo), bem como os juros relativos a Certificados de Aforro e aos Certificados do Tesouro num valor de 591M€ (377M€ no período homólogo).<sup>2</sup> Relativamente aos empréstimos no âmbito do PAEF, foram pagos 1532 M€ em juros, valor inferior ao verificado no período homólogo (1854 M€). Do mesmo modo, no caso dos Bilhetes do Tesouro, foram pagos 98 M€ em 2015 e apenas 8 M€ em 2016.

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

|   | 2015         | 2016         |            |            |            | Jan-set      |              | Tvh (%)     |
|---|--------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|-------------|
|   |              | Jun          | Jul        | ago        | set        | 2015         | 2016         |             |
| <b>Juros da dívida pública</b>          | <b>7 038</b> | <b>1 632</b> | <b>228</b> | <b>284</b> | <b>253</b> | <b>5 140</b> | <b>5 409</b> | <b>5,2</b>  |
| Bilhetes do Tesouro                     | 99           | 0            | 1          | 0          | 1          | 92           | 9            | -90,3       |
| Obrigações do Tesouro                   | 4 087        | 1 378        | 98         | 8          | 27         | 2 770        | 3 274        | 18,2        |
| Empréstimos PAEF                        | 2 119        | 190          | 60         | 229        | 157        | 1 854        | 1 532        | -17,4       |
| Certif. de Aforro e do Tesouro          | 562          | 49           | 64         | 60         | 49         | 377          | 591          | 56,9        |
| CEDEC / CEDIM                           | 37           | 3            | 0          | 1          | 1          | 19           | 15           | -20,0       |
| Outros                                  | 133          | 12           | 4          | -13        | 18         | 29           | -12          | -141,6      |
| <b>Comissões</b>                        | <b>67</b>    | <b>3</b>     | <b>3</b>   | <b>12</b>  | <b>4</b>   | <b>52</b>    | <b>69</b>    | <b>32,1</b> |
| Empréstimos PAEF                        | 2            | 0            | 0          | 0          | 0          | 2            | 16           | 642,8       |
| Outros                                  | 65           | 3            | 3          | 12         | 4          | 50           | 53           | 6,0         |
| <b>Juros e outros encargos pagos</b>    | <b>7 105</b> | <b>1 636</b> | <b>230</b> | <b>297</b> | <b>257</b> | <b>5 192</b> | <b>5 478</b> | <b>5,5</b>  |
| <b>Por memória:</b>                     |              |              |            |            |            |              |              |             |
| Juros recebidos de aplicações           | -13          | 0            | 0          | 0          | 0          | -15          | -4           | -74         |
| <b>Juros e outros encargos líquidos</b> | <b>7 092</b> | <b>1 635</b> | <b>230</b> | <b>297</b> | <b>257</b> | <b>5 177</b> | <b>5 474</b> | <b>5,7</b>  |

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

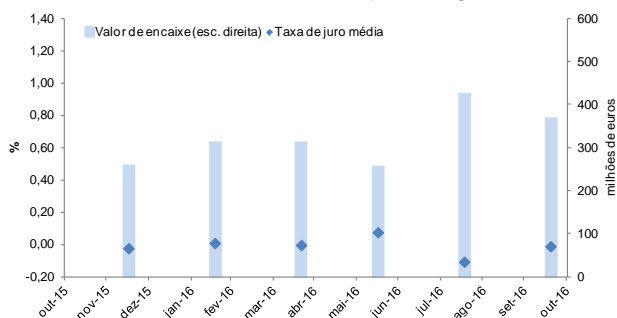
**16 Já em outubro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a três e a doze meses.** No dia 19 de outubro, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro, no valor de 356 M€ com maturidade a 3 meses, cuja procura superou os 1200 M€, a uma taxa média de -0,012%, e, o segundo, a 12 meses no valor de 1011M€, cuja procura se situou nos 1720M€, a uma taxa de 0,006%. De referir que em ambos os casos a taxa de juro de colocação foi superior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 6 e Gráfico 7).

**Tabela 7 – Emissão de Bilhetes do Tesouro**

| Instrumento   | Bilhetes do Tesouro |                 |
|---|---------------------|-----------------|
|   | mar-17              | set-17          |
| <b>Maturidade</b>   | <b>mar-17</b>       | <b>set-17</b>   |
| <b>Data da Transação</b>  | <b>19-out</b>       | <b>19-out</b>   |
| <b>Prazo</b>  | <b>3 meses</b>      | <b>12 meses</b> |
| <b>Montante Colocado (M€)</b>   | <b>356</b>          | <b>1 011</b>    |
| <b>Montante de Procura (M€)</b>   | <b>1 200</b>        | <b>1 720</b>    |
| <b>Taxa média (%)</b>   | <b>-0,012</b>       | <b>0,006</b>    |
| <b>Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)</b> | <b>ago-16</b>       | <b>set-17</b>   |
|   | <b>-0,108</b>       | <b>-0,014</b>   |

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

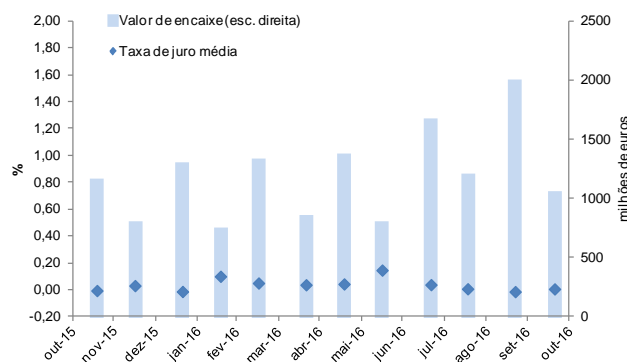
**Gráfico 6 – Bilhetes do Tesouro a seis meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

<sup>2</sup> Recorde-se que em os Certificados do Tesouro, criados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 40/2010, o pagamento anual dos juros a partir do 5.º ano têm como referência a taxa da OT a 5 anos verificada na data de subscrição.

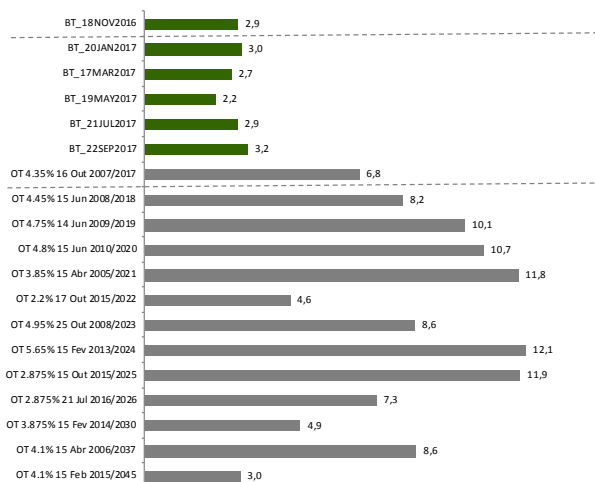
**Gráfico 7 – Bilhetes do Tesouro a doze meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

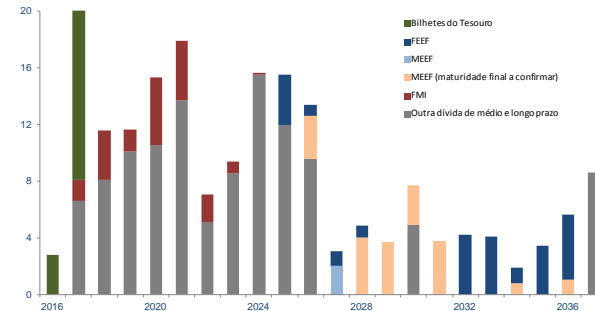
**17 Encontra-se previsto a amortização de 2,9 mil M€ até ao final do ano.** Até ao final do ano encontra-se projetado a amortização de 2,9 mil M€ em BT (em valor nominal, incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública), sendo que foi amortizada a OT com maturidade a 15 outubro de 2016 no valor de 4 127 M€ (Gráfico 8). Adicionalmente, para o ano de 2017, está previsto, salvo novas emissões, a amortização de BT e OT no valor de 20,9 mil M€, dos quais 6,8 mil M€ da OT com maturidade em outubro de 2017 (Gráfico 9).

**Gráfico 8 – Perfil de amortização a 1 de novembro de 2016**  
(em mil milhões de euros)



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

**Gráfico 9 – Perfil de amortização**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.



**18 O IGCP anunciou dia 10 de novembro uma nova emissão de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV).** As OTRV serão emitidas através de oferta pública de subscrição dirigida ao público em geral e irá decorrer entre o dia 14 de novembro e o dia 25 de novembro. A taxa de juro das OTRV, sendo variável, iguala a Euribor 6 meses acrescida de 2%, com pagamento semestral e postecipado, em 30 de maio e 30 de novembro de cada ano. Por último tem reembolso do capital a 30 de novembro de 2021.

**19 Verificou-se uma revisão em alta da dívida direta do Estado em 2016, para o qual concorreu o menor reembolso antecipado do empréstimo do FMI.** No relatório da proposta do OE/2016, encontrava-se previsto um aumento, em valor de encaixe, da dívida direta do Estado em 2016 de, aproximadamente, 10,5 mil M€ (Tabela 8). No entanto, no relatório do OE/2017, o acréscimo foi revisto em alta para 12,3 mil M€, estando previsto para o final de 2016 um saldo de dívida direta do Estado de 238,7 mil M€. Para a revisão contribuíram os Certificados do Tesouro e Certificados de Aforro, que foram revistos de 1,7 mil M€ para 3,5 mil M€, de Bilhetes do Tesouro (BT) de -0,2 mil M€ para 418 M€, de MTN (para um total 1,6 mil M€) e a criação de um novo instrumento financeiro, que não estava previsto, Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), cujo valor emitido se fixou nos 1950 M€. Em sentido contrário, a emissão líquida de Obrigações do Tesouro (OT) foi revista em baixa de 11,6 mil M€ para 7,2 mil M€, em consequência quer da menor emissão bruta (de 18,1 mil M€ para 16,9 mil M€) quer da maior amortização (de 6,5 mil M€ para 9,7 mil M€). Relativamente ao empréstimo do FMI, encontra-se previsto no OE/2017 um reembolso antecipado de 2,0 mil M€ (Tabela 8) em 2016 (já concretizados), o que compara com os 4,6 mil M€ previstos no OE/2016 e com os 6,0 mil M€ previstos em Setembro, segundo dados do IGCP, e subsequentemente revistos em baixa.

**Tabela 8 – Composição do financiamento em 2016**  
(em milhares de milhões de euros – ao valor de encaixe)

|                                     | 2016 (dados do OE/2017) |             |             | 2016 (previsão OE/2016) |             |             |
|-------------------------------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------------------|-------------|-------------|
|                                     | emissão                 | amortização | saldo       | emissão                 | amortização | saldo       |
| Certificados de Aforro e do Tesouro | 4,2                     | 0,7         | 3,5         | 2,4                     | 0,7         | 1,7         |
| Bilhetes do Tesouro                 | 15,4                    | 15,0        | 0,4         | 14,8                    | 15,0        | -0,2        |
| Obrigações do Tesouro               | 16,9                    | 9,7         | 7,2         | 18,1                    | 6,5         | 11,6        |
| PAEF                                | 0,3                     | 2,0         | -1,7        | 0,0                     | 4,6         | -4,6        |
| Outras                              | 11,2                    | 8,0         | 3,2         | 7,5                     | 5,6         | 2,0         |
| <b>Total</b>                        | <b>48,0</b>             | <b>35,4</b> | <b>12,6</b> | <b>42,8</b>             | <b>32,3</b> | <b>10,5</b> |

Fontes: Ministério das Finanças (Relatório do OE/2016 e do OE/2017).

**20 As necessidades líquidas de financiamento previstas para 2016 foram revistas em alta devido do acréscimo da despesa com ativos financeiros,** resultando num aumento da dívida direta do Estado (Tabela 9). Segundo o OE/2017, as necessidades líquidas de financiamento do Estado deverão ascender a 13,1 mil M€ em 2016, um valor superior em 4,0 mil M€ ao previsto na apresentação aos investidores do IGCP de setembro (Tabela 9). A revisão em alta deveu-se sobretudo a uma maior despesa líquida com ativos financeiros (6,8 mil M€ face aos 2,8 mil M€ projetados) devido, em parte, à operação de capitalização da Caixa Geral de Depósitos no valor de 2,7 mil M€ cuja efetivação deverá acontecer até final de 2016 segundo o *Effective Action Report* de 17 de outubro apresentado pelo Ministério das Finanças à Comissão Europeia.<sup>3</sup> Relativamente à previsão da

<sup>3</sup> Adicionalmente, verificou-se o prolongamento do prazo do empréstimo do Estado (3,9 mil M€) ao Fundo de Resolução até final de 2017, empréstimo cujo reembolso deveria ter ocorrido até ao verão (o empréstimo tinha inicialmente um prazo de 2 anos), devido ao adiamento da venda do Novo Banco, o que resultou numa revisão em baixa da receita com ativos financeiros.

despesa líquida com ativos financeiros em 2016, está incluída para além da recapitalização da CGD, a cobertura de necessidades de financiamento das empresas públicas em 2,9 mil M€ e o empréstimo contingente de 853 M€ ao Fundo de Resolução Europeu.

**Tabela 9 – Necessidades de financiamento do Estado em 2016**  
(em mil milhões de euros)

|   | OE/2016<br>(mar/2016) | IGCP Set<br>(set/2016) | OE/2017<br>(out/2016) |
|---|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| <b>Necessidades Líquidas de Financiamento</b>           | <b>10,2</b>           | <b>9,1</b>             | <b>13,1</b>           |
| Défi ce Orçamental                                      | 6,2                   | 6,3                    | 6,3                   |
| Recapitalização do setor bancário                       |                       |                        |                       |
| Aq. líquida de activos financeiros (exc. privatizações) | 4,1                   | 2,8                    | 6,8                   |
| <b>Amort. e Anulações de Dívida Fundada</b>             | <b>32,3</b>           | <b>38,9</b>            | <b>35,2</b>           |
| dos quais: FMI  | 4,6                   | 6,0                    | 2,0                   |
| <b>Necessidades Brutas de Financiamento</b>             | <b>42,5</b>           | <b>48,0</b>            | <b>48,3</b>           |

Fontes: Ministério das Finanças (Relatório do OE/2016 e do OE/2017) e IGCP (apresentação aos investidores de 22 de setembro) e cálculos da UTAO.

#### Dívida pública na ótica de Maastricht <sup>4</sup>

**21 As mais recentes projeções da Comissão Europeia para a dívida pública em 2016 e 2017 apresentam valores superiores aos das autoridades nacionais.** No Boletim de Outono da Comissão Europeia elaborada após a apresentação da proposta de OE/2017, a dívida pública deverá ascender a 130,3% e 129,5% do PIB no final de 2016 e 2017, respetivamente. Nesse sentido, estas projeções apresentam um valor superior às previsões do Ministério das Finanças (129,7% e 128,3% do PIB para 2016 e 2017, respetivamente). Por seu turno, o Fundo Monetário Internacional projeta 128,5% para 2016 e 128,2% para 2017. No entanto, estas projeções foram elaboradas antes de se conhecer a proposta do OE/2017 (Tabela 10).

**Tabela 10 – Projeções para a dívida pública de 2016 e de 2017**

(no final do ano, em percentagem do PIB)

| Entidade                | 2016  | 2017  |
|-------------------------|-------|-------|
| Ministério das Finanças | 129,7 | 128,3 |
| Comissão Europeia       | 130,3 | 129,5 |
| FMI                     | 128,5 | 128,2 |

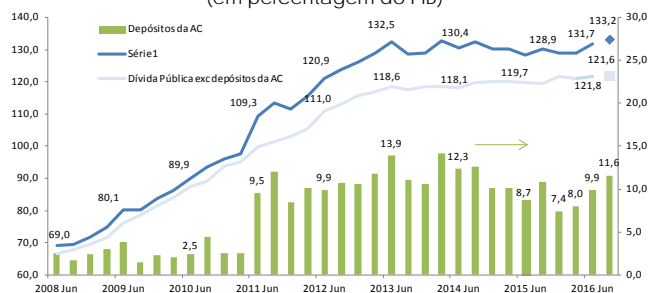
Fontes: Comissão Europeia (Boletim de Outono) e FMI (4.ª monitorização pós-programa de ajustamento em Portugal e *World Economic Outlook*) e Ministério das Finanças (OE/2017)

**22 A dívida pública, na ótica de Maastricht, registou um novo acréscimo em setembro.** De acordo com o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de *Maastricht* no final do terceiro trimestre ascendeu a 244,4 mil M€, um valor superior ao registado no mês anterior (243,3 mil M€) e no final de 2015 (231,6 mil M€). Adicionalmente a dívida pública líquida de depósitos da administração central fixou-se em 223,1 mil M€, o que representa um acréscimo de 4815 M€ face ao início do ano. Em resultado desta evolução, os depósitos da Administração Central fixaram-se em 21,3 mil M€.

<sup>4</sup> 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.

**23 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB no final do 3.º trimestre de 2016 se tenha situado entre 132,7% e 133,7% do PIB.** Como referido no parágrafo anterior, a dívida pública no final do terceiro trimestre ascendeu a 244,4 M€. De acordo com a informação disponível, a estimativa realizada aponta para que o valor central da dívida pública em percentagem do PIB no final do primeiro semestre tenha ascendido a 133,2% do PIB (Gráfico 10), sendo que esta estimativa está dependente da hipótese assumida quer para a taxa de crescimento do PIB real, quer para o deflator do PIB.<sup>5</sup> A confirmar-se, regista-se um acréscimo face ao valor provisório da dívida pública no final do primeiro semestre (131,7% do PIB), sendo este valor superior ao previsto para o final do ano pelo Ministério das Finanças (129,7% do PIB). No entanto, existem fatores que podem contribuir para uma aproximação à projeção do Ministério das Finanças, nomeadamente a amortização da Obrigação de Tesouro (4,1 milM€ em outubro de 2016), por contrapartida da redução dos depósitos da administração central.<sup>6</sup> Por outro lado, existem riscos que concorrem negativamente para a referida projeção oficial, designadamente a não concretização das projeções para o crescimento económico nominal em 2016 (3,2%) do PIB. De referir que segundo o boletim de outono da Comissão Europeia e o FMI este crescimento fixar-se-á em aproximadamente 2,8% e 2,7%, respetivamente. Por último, de sublinhar que a dívida pública excluindo os depósitos da administração central terá atingido 121,6% do PIB no final do 3.º trimestre, um decréscimo de 0,2 p.p. face ao primeiro semestre.

**Gráfico 10 – Dívida pública**  
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

<sup>5</sup> Na sua análise a UTAO tem em consideração as previsões no INE para o crescimento do PIB nominal no primeiro semestre (acréscimo de 3,0%), bem como do Ministério das Finanças para o ano 2016 (3,2%).

<sup>6</sup> Segundo o IGCP, a tesouraria no final de 2016 será similar à de final de 2015, o que implica uma redução dos depósitos até ao final do ano.