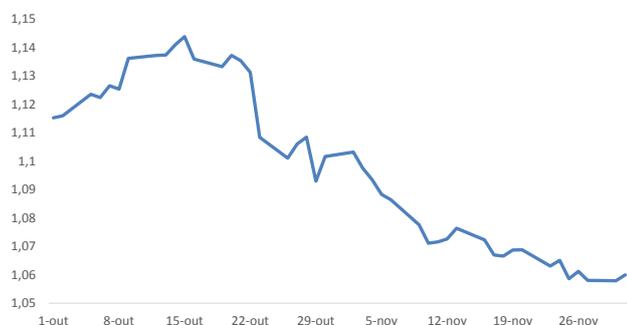


Condições de mercado

1 Em novembro foi intensificado o movimento de depreciação do euro, num contexto em que se reforçaram expectativas quanto às políticas divergentes do Banco Central Europeu e da Reserva Federal dos EUA. A depreciação do euro generalizou-se face às principais moedas, perante expectativas de reforço do cariz acomodatório da política monetária do BCE. Face ao dólar norte-americano o euro depreciou-se 4%, em relação ao fim do mês de outubro, penalizado pela apreciação do dólar num contexto de intensificação das expectativas de subida da taxa de juro dos Fed funds (Gráfico 1). A libra esterlina apreciou-se, beneficiando também de expectativas quanto a uma possível subida de taxas de juro pelo Banco de Inglaterra em 2016.

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



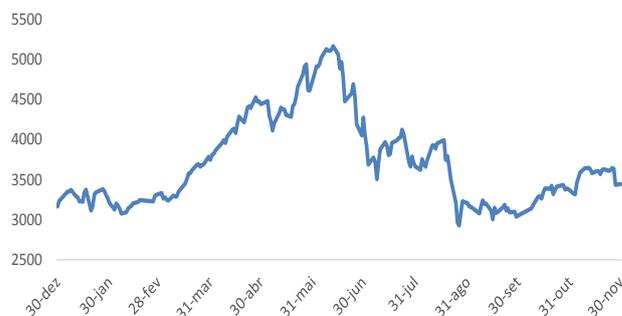
Fonte: BCE.

2 O desempenho dos mercados acionistas refletiu sobretudo as expectativas de política monetária, observando-se uma underperformance do mercado norte-americano face ao europeu. Os mercados acionistas prosseguiram a tendência de subida do último mês, tendo já recuperado face à queda generalizada do verão. Este desempenho positivo é sobretudo observado na área do euro, com algumas exceções como é o caso de Portugal onde se observou uma queda do índice PSI-20. Nos EUA, os principais índices acionistas registaram uma subida ligeira face ao final do mês anterior, condicionados por receios que a subida da taxa de juro de referência dos Fed funds possa limitar o crescimento económico mundial.

3 O mercado acionista chinês registou uma outperformance, estando o índice de Shanghai a valorizar-se cerca de 8,8% face ao início do ano (Gráfico 2). Em novembro este movimento de subida beneficiou: i) da divulgação do plano a 5 anos das autoridades chinesas para o desenvolvimento da economia (perspetivam que o crescimento não seja inferior a 6,5% no período); ii) do comunicado do banco central referindo a decisão de avançar com a ligação das bolsas de Shenzhen e Hong Kong até ao final do ano de 2015 (era aguardada apenas para o próximo ano); iii) da perspetiva de introdução do renminbi no cabaz dos Direitos de Saque Especial, confirmado já em dezembro pelo anúncio do FMI de que esta alteração do cabaz iria ter efeito a partir de 1 de

outubro de 2016.¹ Precedendo este anúncio do FMI, o banco central da China anunciou o registo, no seu mercado interbancário em moeda estrangeira, do primeiro conjunto de instituições externas, compreendendo três bancos centrais (de Hong Kong, da Austrália e da Hungria), instituições financeiras internacionais e fundos soberanos.

Gráfico 2 – Índice de Shanghai



Fonte: Google Finance | Nota: Índice base 100 a 19 de dezembro 1990.

4 No mercado monetário acentuaram-se as divergências entre as economias dos EUA e da área do euro (Gráfico 3). A taxa de juro a 3 meses do mercado do dólar norte-americano acentuou o movimento de subida, perante o reforço de expectativas de alteração da política monetária. Para este movimento contribuíram alguns dados económicos favoráveis e os comentários de membros do Comité de política monetária da Reserva Federal. Os dados do mercado de trabalho dos EUA que foram muito favoráveis e que deram um novo impulso às expectativas de aumento das taxas de juro em dezembro pelo Fed. No 3.º trimestre observou-se um aumento de 3,1% do PIB, face ao período homólogo, motivado por uma evolução menos negativa das existências, que mais do que compensou o menor crescimento do consumo privado. A presidente da Reserva Federal J. Yellen mencionou que poderá ser apropriado ajustar o nível de taxas de juro já em dezembro.

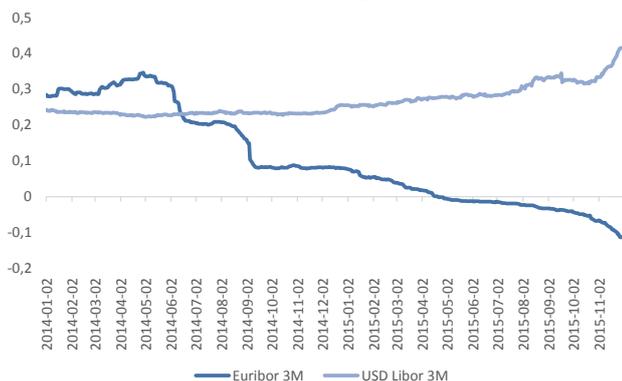
5 Por outro lado, na área do euro, a Euribor a 3 meses acentuou a descida, para o que terá contribuído o discurso do presidente do BCE M. Draghi no Parlamento Europeu. A atenção dos mercados centrou-se nas afirmações de M. Draghi ao referir que os riscos descendentes para a atividade económica são claramente visíveis e que os membros do Conselho de Governadores vão reanalisar o cariz acomodatório da política monetária na reunião de dezembro, sinalizando de que o BCE poderá realizar mais estímulos.² Adicionalmente, o BCE anunciou que irá efetuar algum *frontloading* das compras no âmbito do programa de compra de ativos, no período de 27 de novembro a 21 de dezembro, para evitar a redução de liquidez habitual do período do Natal. Assim, as compras deverão registar uma pausa temporária entre 22 de dezembro de 2015 e 4 de janeiro de 2016. De referir que as taxas Euribor a 6 e a 9 meses passaram a fixar-se em valores negativos.³

¹ Direitos de Saque Especial é a moeda de referência do FMI, constituída por um cabaz de moedas revisto cada 5 anos. Atualmente fazem parte o dólar norte-americano, o euro, o iene e a libra esterlina.

² Já em dezembro foi decidido reduzir a taxa de juro da facilidade permanente de depósito.

³ Sobre algumas características do mercado monetário da área do euro ver relatório da UTAO [Nota mensal sobre a dívida pública](#) de outubro de 2013.

Gráfico 3 – Taxas de juro do mercado monetário a 3 meses
(em percentagem)



Fonte: Fed St. Louis.

6 Foram divulgados os resultados do teste de esforço integrado no exercício de avaliação completa conduzido pelo Mecanismo Único de Supervisão e pelo BCE a um conjunto de nove bancos da área do euro.⁴ De acordo com os resultados divulgados o Novo Banco superou o teste do BCE no cenário base. No cenário mais adverso, foi apurada insuficiência de fundos próprios no montante de 1398 M €. Em Itália, as autoridades decidiram a injeção de 2 mil M€ em quatro bancos de pequena dimensão - Banca Marche, CariFerrara, CariChieti, e o Banca Etruria – os quais estiveram sob controlo estatal durante o último ano. Para o efeito o fundo de resolução bancário italiano foi acionado.

7 Na área do euro, o IHPC, em outubro, ficou acima da estimativa preliminar (0,1% face a 0,0%) e o IPC subjacente aumentou ligeiramente (de 0,9% para 1,1%).

8 A Comissão Europeia divulgou as projeções económicas de outono, com revisão em baixa do crescimento económico para 2016 e em alta para 2015. As previsões da CE incorporam uma revisão em baixa para o crescimento económico da área do euro em 2016 para 1,8% (1,9% nas previsões de maio), sendo que para o ano de 2015, houve uma revisão em alta de 1,5% para 1,6%. Relativamente a Portugal, também a taxa de crescimento do PIB para 2015 foi revista em alta (de 1,6% para 1,7%) enquanto foi revisto em baixa para 2016 (de 1,8% para 1,7%).

Tabela 1 – Previsões da Comissão Europeia: taxa de crescimento do PIB real

(em percentagem e em pontos percentuais)

				Variação face às previsões da Primavera	
	2015	2016	2017	2015	2016
Área do euro	1,6	1,8	1,9	0,1	-0,1
Alemanha	1,7	1,9	1,9	-0,2	-0,1
França	1,1	1,4	1,7	0	-0,3
Itália	0,9	1,5	1,4	0,3	0,1
Espanha	3,1	2,7	2,4	0,3	0,1
Portugal	1,7	1,7	1,8	0,1	-0,1
EUA	2,6	2,8	2,7	-0,5	-0,2
Japão	0,7	1,1	0,5	-0,4	-0,3

Fonte: Comissão Europeia.

9 A OCDE reviu em baixa o crescimento para 2015 e 2016. A OCDE, nas projeções macroeconómicas, reviu em baixa o crescimento a nível mundial para 2015 e 2016 (2,9% e 3,3%, respetivamente). Foi mantido o crescimento dos EUA para 2015 em 2,5% e em 2016 espera-se também 2,5% (antes 2,6%). Na área do euro, o PIB foi revisto em baixa em 2015 e

2016 (1,5% e 1,8%, respetivamente). No entanto, na China, espera-se agora um crescimento de 6,8% em 2015 (antes 6,7%) e confirmou-se a projeção para 2016 em 6,5%.

10 Os mercados obrigacionistas de dívida soberana da área do euro apresentaram descidas das taxas de rentabilidade ao longo do mês de novembro. Na área do euro, verificaram-se ligeiras descidas dos *yields* ao longo do mês, com compressão nos diferenciais face ao título a 10 anos da Alemanha (Tabela 2 e Tabela 3). Este movimento de descida também se alargou à Alemanha, nos títulos a 10 anos e a 2 anos, onde se atingiu um novo mínimo de -0,37%, ou seja 17 p.b. abaixo da taxa de facilidade de depósito. As taxas de rentabilidade dos títulos alemães de maturidade até 4 anos estão em níveis inferiores a -0,2%, não se qualificando para o programa de compra de ativos do BCE.

11 Em relação às decisões das agências de rating para a dívida soberana de países da área do euro, a S&P aumentou o rating da Holanda para AAA com outlook estável (de AA+). A DBRS confirmou o rating de França em AAA, com outlook negativo.

12 Apesar dos receios quanto às decisões das agências de rating sobre a dívida soberana portuguesa, não se registaram quaisquer alterações. A 12 de novembro, a agência Fitch alertou para as incertezas substanciais relativamente à política orçamental em Portugal, considerando que a perspetiva de reformas para a promoção do investimento e do crescimento está a dissipar-se devido à incerteza política. A 13 de novembro, a DBRS manteve a notação de crédito em BBBL e com a perspetiva em estável. Atualmente esta é a única agência de rating, das principais quatro, que coloca a dívida soberana portuguesa em níveis não especulativos.

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

	31-dez-13	30-dez-14	31-jul-15	31-ago-15	30-set-15	30-out-15	30-nov-15	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	6,0	2,7	2,4	2,6	2,4	2,5	2,3	-0,2	-0,3
Itália	4,1	1,9	1,8	2,0	1,7	1,5	1,4	-0,1	-0,5
Espanha	4,1	1,6	1,8	2,1	1,9	1,7	1,5	-0,2	-0,1
Irlanda	3,4	1,2	1,2	1,4	1,2	1,1	1,0	-0,1	-0,3
França	2,6	0,8	0,9	1,2	1,0	0,9	0,8	-0,1	0,0
Bélgica	2,5	0,8	0,9	1,1	0,9	0,8	0,8	0,0	0,0
Alemanha	1,9	0,5	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,0	-0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

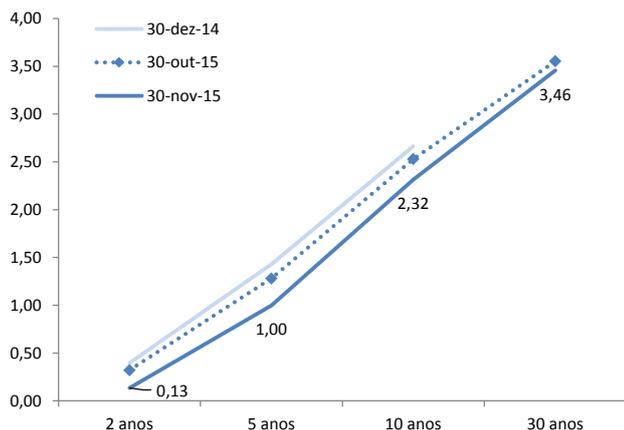
	31-dez-13	30-dez-14	31-jul-15	31-ago-15	30-set-15	30-out-15	30-nov-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	408	212	174	184	180	201	184	-17,0	-28,1
Irlanda	152	70	55	65	64	59	52	-7,5	-18,5
França	63	28	29	35	40	35	32	-3,1	3,5
Bélgica	62	28	30	35	32	29	31	2,0	2,4
Itália	216	134	113	116	114	96	95	-1,8	-39,7
Espanha	220	106	119	131	130	115	105	-10,7	-1,6

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

13 Em Portugal, as taxas de rendibilidade acompanharam o movimento de descida da generalidade dos mercados europeus, registando-se também uma descida nos prazos mais curtos do mercado de capitais mais acentuada do que na Alemanha (Gráfico 4 e Gráfico 5). A República emitiu Obrigações do Tesouro a 10 anos no montante total de 955 M€ (próximo do limite superior do montante anunciado), à taxa média de 2,429%, acima da taxa média da última emissão equivalente, em outubro. Contudo, refira-se que comparando com a última emissão a 10 anos, o montante colocado foi superior e a procura foi também mais elevada, revelando a boa aceitação pelo mercado.

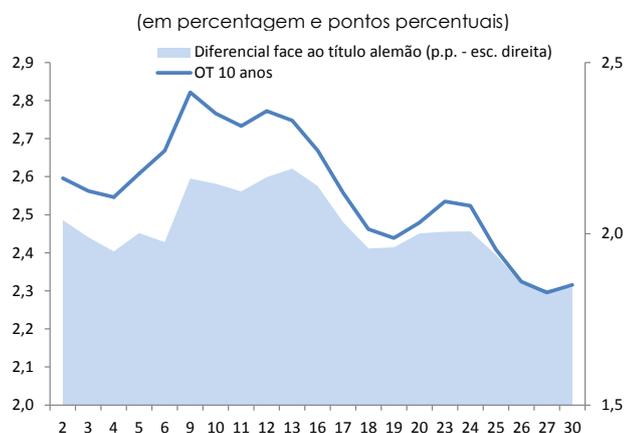
⁴ Esta avaliação seguiu-se ao exercício conduzido em 2014, no qual o BCE avaliou 130 bancos como preparação para a assunção da supervisão direta dos grupos bancários de maior dimensão abrangidos pelo Mecanismo Único de Supervisão.

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. Note-se que, em junho, se verificou alteração do benchmark a 2 anos.

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



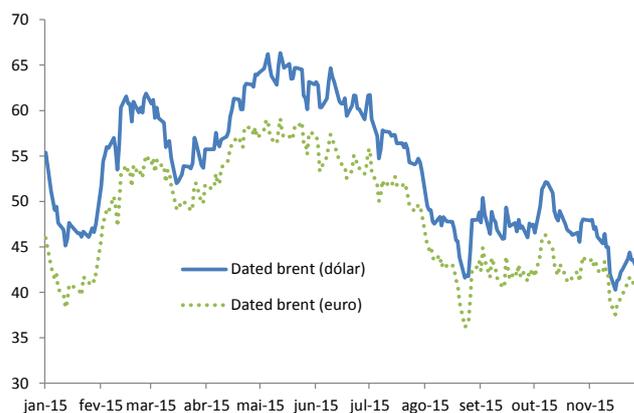
Fonte: IGCP.

14 Na Grécia persistiu alguma incerteza quanto à disponibilização da próxima *tranche* no âmbito do 3.º programa de assistência financeira, tendo o Eurogrupo decidido que esse momento ocorreria após a implementação das reformas já acordadas. Após a aprovação no Parlamento grego de um conjunto de reformas, foi autorizado o pagamento de 2 mil M€ correspondendo ao segundo desembolso da primeira *tranche* de ajuda (num total de 16 mil M€) e de 10 mil M€ para a recapitalização dos quatro maiores bancos. O contexto de incerteza quanto ao momento do desembolso do financiamento penalizou os mercados financeiros gregos, tendo o índice acionista ASE diminuído 9,5% em relação ao final do mês anterior.

15 O preço do *dated Brent* desceu, no final do mês de novembro, para 41 €/barril e 44 \$/barril (Gráfico 6). Para a continuação deste movimento de descida contribuiu a divulgação de dados da EIA revelando que as existências de crude nos EUA aumentaram, aproximando-se de um máximo histórico. No mesmo sentido estiveram as expectativas quanto ao aumento da produção do Irão para recuperar quota de mercado, após a suspensão das sanções internacionais e esperando que a OPEP não altere os limites de produção na reunião de 4 de dezembro. Em sentido contrário, a partir de meados do mês de novembro observou-se uma ligeira subida do preço do petróleo,

associado a movimentos de *safe haven*, na sequência do abate do avião russo por parte de forças militares da Turquia. Existem ainda alguns sinais de que a Arábia Saudita poderá ter interesse em promover a estabilização do preço do petróleo, perante a redução das receitas públicas. Refira-se a este respeito que existem receios de uma possível desvalorização da moeda saudita, atualmente com peg ao dólar norte-americano, perante a queda sustentada do preço do petróleo. Uma alteração da política cambial neste sentido poderia conduzir a uma descida mais acentuada do petróleo nos mercados internacionais.

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



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

16 As necessidades líquidas de financiamento do Estado até outubro foram inferiores às registadas no mesmo período do ano anterior. As necessidades líquidas de financiamento do Estado no período entre janeiro e outubro atingiram cerca de 9,3 mil M€, o que representa um decréscimo de 2459 M€ face ao registado no período homólogo (Tabela 4). Este decréscimo decorre quer do menor défice do subsector Estado até outubro, de 6,1 mil M€ em 2015 face a 7,1 mil M€ em 2014, quer da menor despesa líquida com ativos financeiros, 3,2 mil M€ em 2015 face a 4,7 mil M€ em 2014.

17 O grau de execução dos empréstimos de médio e longo prazo concedidos pelo Estado encontrou-se abaixo ao respetivo duodécimo. Relativamente à aquisição líquida de ativos financeiros, até outubro de 2015 efetuaram-se empréstimos de médio e longo prazo no valor de 642 M€, sendo estes sobretudo para o Metro do Porto e para a Região Autónoma da Madeira, valor que compara com uma estimativa de 2,7 mil M€ para o ano como um todo (grau de execução de 23,4%). Adicionalmente foram efetuados aumentos de capital no valor de 2773 M€, nomeadamente nas empresas Estradas de Portugal, REFER e na CP – Comboios de Portugal, registando um grau de execução de 96,1%. Por último, de salientar que o défice orçamental do subsector Estado atingiu 6113 M€ nos primeiros dez meses do ano, o que representa um valor superior ao estimado para o conjunto do ano (6023 M€).

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

	out 2014 (ex. acum.)	Ago	Set	Out	Total	estimativa 2015
Necessidades líquidas de financiamento	11768	-1140	-706	2186	9309	11227
Défice orçamental (sub-setor Estado)	7071	-1259	-978	1858	6113	6023
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	8191	155	273	330	3473	5722
<u>Empréstimos de médio e longo prazo</u>	6737	73	39	67	642	2745
<u>Dotações de Capital</u>	1399	81	217	261	2773	2884
<u>Outros</u>	55	1	17	2	56	92
<i>Receita com ativos financeiros</i>	3495	37	1	2	278	518
Despesa líquida com ativos financeiros	4697	119	272	328	3196	5204

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

18 Observou-se uma queda da dívida direta do Estado, apesar da emissão de duas OT em outubro. No final de outubro, a dívida direta do Estado fixou-se em 223,1 mil M€, o que representa um decréscimo de 2,6 mil M€ face ao mês anterior e um aumento de 6,2 mil M€ face ao mês homólogo (Tabela 5). A redução mensal da dívida direta do Estado deveu-se sobretudo à amortização da OT em outubro no valor de 5,4 mil M€ e à recompra parcial das OT com maturidades em fevereiro de 2016, num montante de 54 M€, e OT com maturidade em outubro de 2016, em 226 M€, que superaram a emissão de OT (a 10 anos e a 22 anos) num valor total de 1,3 mil M€. Relativamente a BT registou-se uma emissão líquida no valor de 1,4 mil M€. Por seu turno, os saldos de Certificados de Aforro e do Tesouro contribuíram para o aumento da dívida em 198 M€. Por último assistiu-se a um acréscimo da dívida em 318 M€ via flutuações cambiais.⁵

19 No mês de outubro registaram-se adiantamentos de tesouraria de montantes expressivos com vista, em parte, a antecipação de receita de fundos comunitários. Tal como verificado nos meses anteriores, observaram-se adiantamentos de tesouraria. Estes ultrapassaram no mês de outubro o montante total de 750 M€, o que representa o valor mais elevado desde o início do ano tendo como principal função a antecipação de receita proveniente de fundos comunitários.

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

	Out-14	Set-15	Out-15	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	121 254	132 351	129 314	-2,3	6,6	58,0	-3 037	8 059
Curto prazo	23 493	19 812	21 107	6,5	-10,2	9,5	1 294	-2 386
Médio e longo prazo	97 762	112 539	108 207	-3,8	10,7	48,5	-4 332	10 446
Não titulada	17 362	21 241	21 437	0,9	23,5	9,6	196	4 075
Cert. Aforro	11 809	12 747	12 768	0,2	8,1	5,7	21	959
Cert. do Tesouro	4 426	7 369	7 547	2,4	70,5	3,4	177	3 121
Outra	1 127	1 125	1 122	-0,2	-0,4	0,5	-2	-5
Assist. Financeira	78 309	72 131	72 375	0,3	-7,6	32,4	244	-5 934
Total	216 926	225 723	223 126	-1,2	2,9	100,0	-2 597	6 200
Por memória:								
Transaccionável	114 485	126 032	123 100	-2,3	7,5	55,2	-2 932	8 615
Não Transaccionável	102 441	99 691	100 026	0,3	-2,4	44,8	395	-2 415
Euro	185 067	200 941	198 026	-1,5	7,0	88,8	-2 915	12 959
Não euro	31 859	24 781	25 100	1,3	-21,2	11,2	318	-6 759

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.

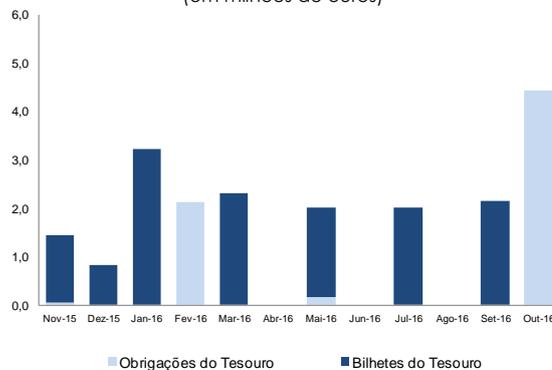
20 Em outubro verificou-se uma redução dos depósitos do Estado. Como supramencionado, as necessidades líquidas de financiamento somadas aos adiantamentos de tesouraria atingiram cerca de 3,0 mil M€. Adicionalmente, registou-se uma diminuição da dívida direta do Estado em 2,6 mil M€ em termos líquidos (a que corresponderam emissões de 4,9 mil M€ e amortizações de 7,5 mil M€). A estes movimentos esteve associada a utilização de depósitos do subsector Estado num valor estimado de entre 4 a 5 mil M€ no mês de outubro, prevendo-se para o final do ano uma reserva de liquidez do Estado no valor de 8,6 mil M€.^{6,7}

⁵ Em termos acumulados, nos primeiros dez meses do ano, verificou-se uma emissão bruta de 3,5 mil M€ de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro.

⁶ Valor obtido através da "apresentação aos investidores" por parte do IGCP de 16 de outubro.

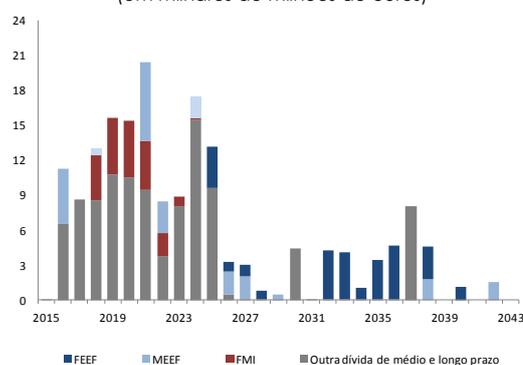
21 Está previsto para o último trimestre a amortização de dívida pública num valor aproximado 2,3 mil M€. Entre novembro e dezembro de 2015 está projetada a amortização de 2,3 mil M€ de títulos de dívida pública, dos quais 2,2 mil M€ de BT (1,4 mil M€ em novembro e 0,8 mil M€ em dezembro) (Gráfico 7). Entre 2016 e 2019 está prevista a amortização de dívida de médio e longo prazo no valor de 48,5 mil M€ (Gráfico 8).⁸

Gráfico 7 – Perfil de amortização
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP.

Gráfico 8 – Perfil de amortização
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

22 Registou-se até outubro um acréscimo da despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta em termos homólogos. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado acumulada nos primeiros dez meses do ano fixou-se em 6611 M€ (dos quais 139 M€ foram pagos no mês de outubro), o que representa um acréscimo de 3,3% face ao mesmo período de 2014. No entanto, este foi o sexto mês consecutivo de desaceleração da despesa com juros e outros encargos líquidos. Para tal contribuiu o padrão intra-anual não linear cujos maiores pagamentos se concentram em fevereiro, junho e outubro em consequência dos pagamentos de juros de OT. Adicionalmente, em março e maio os juros estão influenciados pelo primeiro pagamento de juros associado à 10.ª tranche do empréstimo do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira no âmbito do PAEF e ao empréstimo efetuado pelo FMI, respetivamente. Em sentido oposto, encontram-se os juros pagos no instrumento BT.

⁷ Relativamente à redução de depósitos verificada no mês de outubro para o total da administração central (que foi de 4 mil M€) veja-se a tabela 7 e parágrafo 26 da presente nota.

⁸ No Ecofin de 21 de junho de 2013 ficou acordado que a maturidade média dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de sete anos, passando de 12,5 para 19,5 anos. A extensão de cada empréstimo (nomeadamente o valor de EUR 4,75 mil milhões que vence em maio de 2016) será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização, não se esperando que Portugal venha a ter de refinar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

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

	2015			jan-out		Objetivo OE-2015	Grau de Execução (%)
	set	set	out	2 014	2 015		
Juros da dívida pública	219	219	1 530	6 418	6 570	7 440	88,3
Bilhetes do Tesouro	3	3	0	336	94	99	94,8
Obrigações do Tesouro	0	0	1 315	3 927	4 086	4 257	96,0
Empréstimos PAEF	157	157	50	1 619	1 789	2 212	80,9
Certif. de Aforro e do Tesouro	40	40	58	300	430	560	76,7
CEDIC / CEDIM	0	0	13	41	31	62	49,5
Outros	19	19	95	196	141	250	56,3
Comissões	7	7	2	72	59	60	98,9
Empréstimos PAEF	0	0	0	18	2	2	100,5
Outros	7	7	2	54	57	58	98,9
Juros e outros encargos pagos	226	226	1 533	6 490	6 629	7 500	88,4
Tvh (%)	-23,5	-9,8	-7,9			5,7	
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-2,5	-2,5	-1,6	-87,4	-18,2	-36	
Juros e outros encargos líquidos	223	223	1 531	6 402	6 611	7 464	88,6%
Tvh (%)	-23,3	-6,8	-7,9			3,3	7,0

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

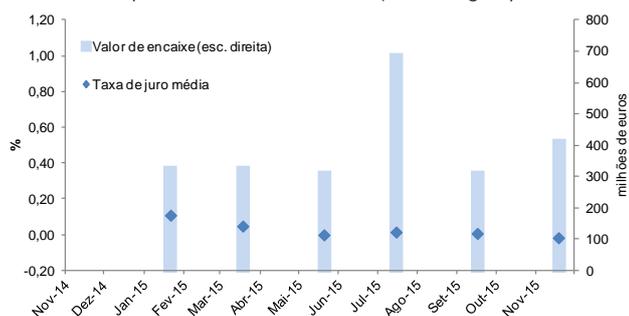
Tabela 7 – Emissão de Bilhetes de Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Mai-16	Nov-16
Maturidade	18-Nov	18-Nov
Data da Transacção	18-Nov	18-Nov
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	400	1110
Montante de Procura (M€)	1 086	2 395
Taxa média (%)	-0,018	-0,006
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)		
	Set-15	Out-15
	0,006	0,006

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

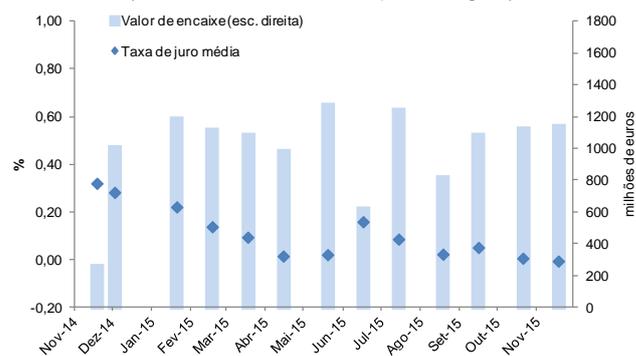
23 Em novembro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a seis e a doze meses. No dia 18 de novembro, a República Portuguesa colocou duas BT via leilão. A primeira no valor de 400 M€ com maturidade a 6 meses, cuja procura superou os mil M€, a uma taxa de -0,018%, e a segunda a 12 meses no valor de 1110 M€, cuja procura se situou nos 2,4 mil M€, a uma taxa de -0,006%. De salientar que em ambos os leilões a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 9 e Gráfico 10).

Gráfico 9 – Bilhetes do Tesouro a seis meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 10 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Dívida pública na ótica de Maastricht ⁹

24 Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht fixou-se em 130,5% do PIB no final do terceiro trimestre, indo ao encontro da estimativa efetuada pela UTAO. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de setembro ascendeu a 231,9 mil M€, um valor superior ao registado no final do segundo trimestre (227,1 mil M€), encontrando-se acima do previsto para o final de 2015 (223 mil M€).¹⁰ O Banco de Portugal projeta para o terceiro trimestre um nível de dívida pública de 130,5% do PIB.¹¹ Este resultado vai ao encontro do valor central da estimativa realizada pela UTAO no início de novembro, publicada na Informação técnica n.º 36/2015.

25 O acréscimo da dívida pública nos primeiros três trimestres é, em termos nominais, inferior ao da dívida direta do Estado. A confirmar-se o valor provisório para a dívida de Maastricht no final de setembro de 2015, este representa um aumento de 6,2 mil M€ em termos nominais face ao final de 2014 (Gráfico 11 e Tabela 8). Para este aumento terá contribuído a emissão significativa de Obrigações do Tesouro e de Certificados do Tesouro e de Aforro. No que se refere à dívida líquida de depósitos da administração central, esta aumentou para 212,1 mil M€, o que representa um acréscimo de 3,9 mil M€ face ao registado no final de 2014. No entanto, a dívida direta do Estado registou um acréscimo de 8,6 mil M€ durante o mesmo período. A diferença entre ambas decorre, em parte, da consolidação da dívida das administrações públicas em resultado de empréstimos e injeções de capital efetuados pelo Tesouro a empresas públicas dentro do perímetro, as quais se traduziram em amortização de dívida bancária.¹²

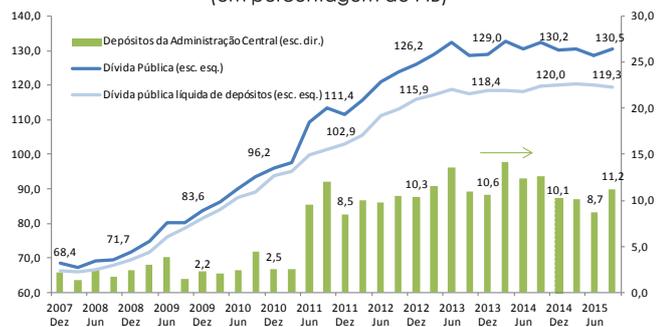
⁹ A dívida na ótica de Maastricht difere do conceito dívida direta do Estado devido, aos seguintes aspetos: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui todas as entidades classificadas para fins estatísticos no setor institucional das administrações públicas; ii. efeitos de consolidação - a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada, isto é, excluem-se os ativos de entidades das administrações públicas que correspondem a passivos de outras entidades das administrações públicas; iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de Maastricht.

¹⁰ Segundo o INE, o Produto Interno Bruto, ajustado de sazonalidade e calendário, apresentou no terceiro trimestre um crescimento de 1,4% em termos homólogos.

¹¹ O rácio de dívida pública na ótica de Maastricht consiste no rácio entre a dívida pública na ótica de Maastricht e o PIB em termos não ajustados de sazonalidade nem de calendário.

¹² Para a redução da dívida pública poderá ter contribuído uma possível aquisição líquida de títulos de dívida pública portuguesa por parte do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) tal como se encontra previsto, mantendo a tendência verificada durante o ano de 2014. No entanto, não há informação disponível que esclareça se tal aconteceu ou não ao longo de 2015.

Gráfico 11 – Evolução trimestral da dívida pública
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: Os valores apresentados para setembro de 2015 correspondem à estimativa do Banco de Portugal.

Tabela 8 – Evolução da dívida pública
(em milhares de milhões de euros)

	Total	Liq. Depositos	Dep. da Adm. Central
2014 Set	229,6	207,6	22,0
2014 Dez	225,8	208,2	17,6
2015 Mar	228,0	210,3	17,7
2015 Jun	227,1	211,8	15,3
2015 Set	231,9	212,1	19,8
2015 Out	229,3	213,5	15,8
Var. face a set. 2014	2,3	4,5	-2,2
Var. face a dez. 2014	6,1	3,9	2,2

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

26 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB no final de outubro de 2015 se tenha situado entre 128,5% e 129% do PIB. De acordo com a informação disponível, a estimativa realizada para a dívida pública em percentagem do PIB no final de outubro aponta para um valor central de 128,7% do PIB (Gráfico 11), sendo que esta estimativa está dependente da hipótese assumida quer para a taxa de crescimento do PIB real, quer para o deflator do PIB.¹³ A confirmar-se, regista-se um decréscimo face ao valor provisório da dívida pública no final do 3.º trimestre (130,5% do PIB). Adicionalmente, a dívida pública terá excedido a previsão oficial para o final do ano, a qual, recorde-se, é de 125,2% do PIB. No que se refere aos depósitos da administração central, estes reduziram-se 4 mil M€ no mês de outubro, de 19,8 para 15,8 mil M€.

¹³ No dia 30 de novembro, o INE divulgou a taxa de crescimento do PIB nominal do 3.º trimestre ajustado de efeitos de calendário e de sazonalidade e que se fixou em 3,6%. Relativamente à variação do PIB nominal não ajustado, esta só será divulgada no final de dezembro. Na sua análise a UTAO tem em consideração estes dados provisórios, bem como a previsão do Ministério das Finanças para o crescimento do PIB em 2015 em termos reais (1,6%), à qual acresce uma previsão de 1,3%, respetivamente, para a variação do deflator do PIB, resultando na estimativa de um aumento do PIB nominal de 2,9% em 2015. A UTAO também considerou a evolução de diversos indicadores económicos qualitativos e quantitativos relativos à atividade económica de outubro nas suas previsões.