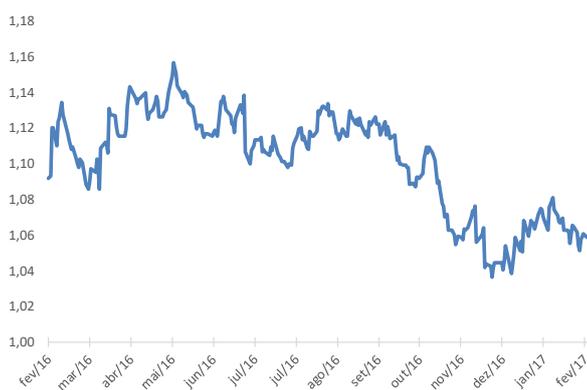


Condições de mercado

1 No mês de fevereiro, os participantes de mercado destacaram o sentimento de incerteza política na Europa, com a aproximação de eleições nos principais países, e nos EUA, com as alterações de política em curso. Neste contexto verificou-se uma descida das taxas de rendibilidade nos EUA e Alemanha e um aumento dos spreads nos países da periferia da área do euro e uma depreciação do euro, face à generalidade das moedas (Gráfico 1).

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



Fonte: BCE.

2 Nos mercados acionistas, os principais índices registaram ganhos, destacando-se os mercados norte-americanos. Nos EUA, o setor financeiro foi o que mais contribuiu para os ganhos, com base em expectativas que a Administração Trump modere a regulação financeira. Estas expectativas foram reforçadas com a perspetiva da revisão do Dodd-Frank Act e o anúncio da demissão, a partir de 5 de abril, do presidente do Committee on Supervision and Regulation, D. Tarullo, que foi um forte defensor de um enquadramento regulatório mais exigente após a crise financeira.

3 O comité de política monetária da Reserva Federal dos EUA (FOMC) manteve o intervalo de referência para a taxa de juro dos Fed funds em 0,5% a 0,75%. No comunicado que acompanhou a decisão, foi referida a continuação de um crescimento económico moderado, melhorias no mercado de trabalho e a expectativa de uma recuperação, a médio prazo, da taxa de inflação para o objetivo de 2%. Na ata da anterior reunião, realizada em janeiro/17, o FOMC confirmou que vários participantes do comité consideram adequado uma subida de taxas em breve, ainda que a taxa de desemprego se situe abaixo do valor de equilíbrio de longo prazo.

4 O PIB dos EUA desacelerou de 3,5% para 1,9%, em taxa de variação em cadeia anualizada, no 4.º trimestre de 2016. As exportações líquidas contribuíram negativamente para este resultado e o consumo privado permaneceu como o principal contributo para o crescimento. No cômputo do ano, o PIB aumentou 1,6%, o que representa o menor crescimento desde 2011.

5 No Reino Unido, num contexto de aprovação no parlamento do pedido para a formalização do Brexit, o índice Footsie também se apreciou, ainda que numa dimensão inferior ao dos principais índices europeus e norte-americanos. Neste contexto, a libra esterlina apreciou-se ligeiramente contra o euro. No parlamento britânico foi aprovado, de forma

preliminar, o projeto-lei que possibilita ao governo de T. May iniciar o pedido formal para a saída do Reino Unido da União Europeia e o governo apresentou as principais linhas de negociação do Brexit. Posteriormente, a Câmara dos Lordes aprovou uma proposta de emenda à lei para a notificação da saída do Reino Unido da UE que determina que o parlamento terá poder de veto sobre os termos do acordo negociado com Bruxelas. O Banco de Inglaterra decidiu, de forma unânime, manter a taxa diretora no mínimo histórico de 0,25% e o programa de compra de ativos inalterado. Contudo, as previsões para o crescimento foram revistas em alta (para 2% em 2017 e 1,6% em 2018).

6 Na área do euro, o PIB aumentou 0,4% em cadeia no 4º trimestre de 2016 e 1,7% em termos homólogos. A taxa de inflação continuou a subir. O crescimento do PIB situou-se ligeiramente acima do esperado. A taxa de variação homóloga do IHPC para a área do euro subiu, mais do que o esperado, para 2% em fevereiro. Em grande medida este aumento resulta dos preços da energia e, em menor escala, da alimentação não processada, tendo a variação do IHPC subjacente, i.e. sem bens energéticos e alimentação não processada, permanecido inalterada em 0,9%. Destaque para a variação do IHPC da Alemanha, que atingiu um máximo de três anos e meio, e de Espanha, que se situou acima do objetivo do BCE.

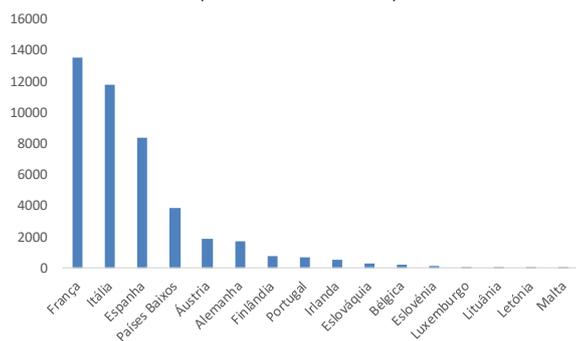
7 Num contexto de baixa taxa de inflação subjacente, foram reforçadas as expectativas relativamente à continuação da política monetária acomodatória do BCE. Na área do euro, M. Draghi referiu que os atuais níveis de inflação revelam uma inflação subjacente em níveis muito baixos e apenas se espera um aumento muito gradual no futuro. Este movimento pouco expressivo da inflação subjacente revela as baixas pressões nos custos domésticos. Deste modo, considera que o enviesamento das perspetivas para a área do euro continua a ser no sentido descendente e “se a perspetiva para a inflação se tornar menos favorável, ou se as condições financeiras se tornarem inconsistentes com o ajustamento sustentável da inflação, o Conselho de Governadores está preparado para aumentar o montante de compras dos ativos financeiros, quer em termos de duração quer em termos de montantes.”

8 Em fevereiro, o BCE comprou 68,2 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 fevereiro, as compras foram essencialmente de títulos franceses e italianos (Gráfico 2). Note-se que os títulos franceses estiveram, ao longo do mês de fevereiro, sob elevada pressão em parte devido à incorporação do risco de M. Le Pen vencer a 1.ª volta das eleições legislativas e a polémica em torno do candidato F. Fillon. Relativamente aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras pelo BCE neste mês foi de 656 M€, significativamente abaixo da média mensal de 1071 M€ observada desde o início do programa. A maturidade média dos títulos portugueses comprados situou-se em 9,28 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. A respeito do programa, o Conselho do BCE afirmou que continuará a efetuar aquisições ao atual ritmo mensal de €80 mil milhões até ao final de março e que, a partir de abril de 2017, as compras líquidas de ativos prosseguirão a um ritmo mensal de €60 mil milhões até ao final de dezembro de 2017, ou até mais tarde,

se necessário, e, em qualquer caso, até que considere que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o seu objetivo.

9 Durante o mês de fevereiro foram divulgadas diversas notícias revelando instabilidade na relação entre as autoridades europeias e a Grécia. No final do mês, acabou por se registar uma compressão de spreads, com redução das divergências embora um acordo formal ainda não tenha sido alcançado. No início do mês, as autoridades europeias, na reunião do Eurogrupo, não concluíram a segunda revisão do 3.º Programa de Assistência Financeira à Grécia, uma vez que não se chegou a acordo sobre as reformas e cortes de despesas a implementar. A gerar alguma instabilidade esteve também a posição do FMI que não pretende participar neste programa de assistência e publicou, no relatório do Artigo IV, que a dívida do país é altamente insustentável, referindo que a dívida pública está numa trajetória explosiva, projetando que venha a atingir mais de 250% do PIB em 2060. As autoridades europeias insistem na necessidade de implementar reformas, pelo que na reunião do Eurogrupo do final do mês, o Presidente do Eurogrupo, J. Dijsselbloem, afirmou que os próximos esforços deverão afastar-se de políticas de austeridade e focar-se mais em reformas profundas. Os responsáveis gregos concordaram em examinar potenciais alterações ao imposto sob o rendimento e gastos com pensões, medidas solicitadas pelo FMI, o que poderá permitir o retorno deste credor.

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



Fonte: BCE

10 Nos mercados obrigacionistas da área do euro verificou-se uma diminuição generalizada das taxas de rendibilidade, com aumento dos diferenciais das taxas de rendibilidade dos países periféricos face às dos títulos alemães (Tabela 1 e Tabela 2). Os títulos espanhóis, os franceses e os italianos foram os que mais aumentaram o spread face aos alemães, pressionados pela incerteza política. Em Itália, os receios sobre a recapitalização de alguns importantes bancos penalizaram adicionalmente a bolsa italiana. O banco BPM (Banca Popolare di Milano) anunciou a emissão de 205 M€ em ações, gerando receios de que os investidores não as adquiram, o que poderia gerar um impacto muito significativo no rácio de capital CET1. Segundo o Financial Times, permanece o diferendo entre a Comissão Europeia e o BCE relativamente ao processo de recapitalização do banco Monte dei Paschi, mantendo a situação do banco italiano num impasse. Em Espanha, a Moody's reafirmou o rating de dívida soberana em Baa2, com perspetiva estável, e reviu em alta o rating de vários bancos espanhóis, nomeadamente, o Bankia, Bankinter, Abanca e Ibercaja. Esta alteração é justificada com o facto de o setor financeiro espanhol já ter absorvido o custo da bolha do imobiliário e da recessão económica do país.

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

	30/dez/14	30/dez/15	30/jun/16	30/set/16	30/dez/16	31/jan/17	28/fev/17	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,7	2,5	3,0	3,3	3,7	4,2	3,9	-0,3	0,1
Itália	1,9	1,6	1,3	1,2	1,8	2,3	2,1	-0,2	0,3
Espanha	1,6	1,8	1,2	0,9	1,4	1,6	1,6	0,0	0,3
Irlanda	1,2	1,1	0,5	0,3	0,7	1,2	0,9	-0,3	0,1
França	0,8	1,0	0,2	0,2	0,7	1,0	0,9	-0,1	0,2
Bélgica	0,8	1,0	0,2	0,1	0,5	1,0	0,7	-0,3	0,2
Alemanha	0,5	0,6	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,2	-0,2	0,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

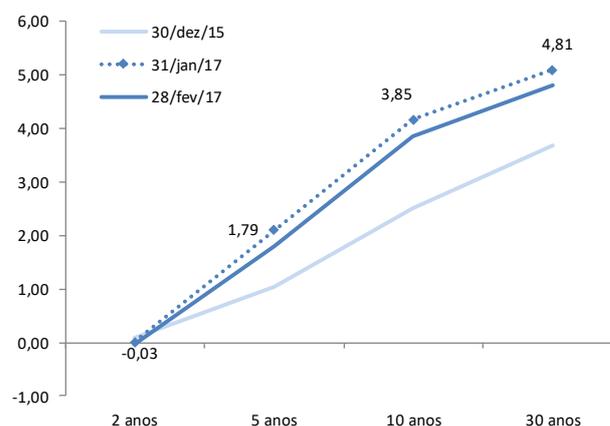
	30/dez/14	30/dez/15	30/jun/16	30/set/16	30/dez/16	31/jan/17	28/fev/17	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	212	188	312	343	354	373	365	-8	11
Irlanda	70	52	64	44	54	72	67	-5	13
França	28	36	31	31	48	60	68	8	20
Bélgica	28	34	36	25	32	55	50	-5	17
Itália	134	97	139	131	161	182	187	5	27
Espanha	106	114	129	100	118	116	143	28	26

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

11 Em sentido contrário, os spreads dos títulos portugueses reduziram-se, num contexto de manutenção do rating da dívida soberana pela Fitch e apesar da diminuição em termos mensais das compras de obrigações por parte do BCE. A agência de notação financeira Fitch manteve a notação de crédito da dívida soberana portuguesa em BB+, com perspetiva estável, referindo que os riscos macroeconómicos domésticos moderaram, mas que o país permanece vulnerável a desenvolvimentos externos, nomeadamente o protecionismo e o aumento do risco político na Europa.

12 No relatório sobre a 5.ª monitorização pós-programa, o FMI assinalou alguns riscos sobre os desenvolvimentos económicos e financeiros. O FMI manifestou, neste relatório, algum pessimismo quanto à evolução económica de Portugal no longo prazo e enumerou vários riscos para as condições de acesso de Portugal aos mercados.

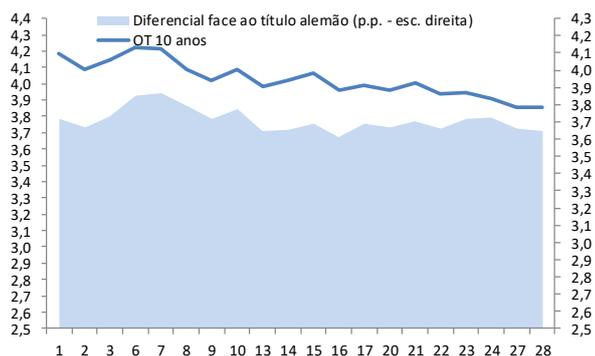
Gráfico 3 – Curva de rendimentos da dívida pública
(em percentagem)



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

13 No 1.º leilão do ano, a República portuguesa foram colocados 1,18 mil M€ em duas OT a 5 e 7 anos. A taxa de rendibilidade resultante do leilão do título a 5 anos foi de 2,753% e a 7 anos foi de 3,668%, superiores às dos leilões anteriores equivalentes (1,751% e 2,817%). Contudo, esta emissão foi considerada bem-sucedida, registando uma procura acima de 2 mil M€. Foram também colocados 1,25 mil M€ de BT, a 3 e a 11 meses às taxas médias ponderadas de -0,219% e -0,096%, respetivamente, novos mínimos históricos.

Gráfico 4 – Evolução diária em fevereiro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP

14 O índice acionista PSI-20 valorizou-se acima do índice EuroStoxx50, no seguimento dos desenvolvimentos no setor bancário ainda que, no caso do BCP em sentido descendente.

A OPA sobre o BPI resultou no reforço da posição do CaixaBank para 84,5%, a manutenção da Allianz com 8,43%, e a redução das participações do Grupo Violas Ferreira e Isabel dos Santos. Neste contexto, a Fitch reviu, em 2 níveis, o rating do BPI para BBB-, com outlook positivo, passando a ser considerado "investment grade". A comissão gestora do índice PSI-20 decidiu que o Banco BPI vai deixar de fazer parte deste índice, devido à diminuição da liquidez das suas ações, ficando atualmente com apenas 17 cotadas até à próxima revisão (20 de março). As ações do BCP registaram alguma flutuação em antecipação do início da negociação das ações resultantes do aumento do capital. Ainda em fevereiro, o BCP efetuou o reembolso ao Estado de 700 M€ relativos à última tranche das obrigações convertíveis em capital (CoCos).

15 A Comissão Europeia (CE) divulgou as previsões de inverno, revendo ligeiramente em alta na generalidade dos países (Tabela 3).

Na área do euro, a CE antecipa a continuação de um crescimento moderado, fomentado pelo consumo privado, e a continuação da recuperação da inflação, devido à depreciação do euro face ao dólar e aos efeitos base dos preços da energia. O crescimento PIB deverá situar-se em 1,6% em 2017 e acelerar para 1,8% em 2018. Relativamente a Portugal, a CE aumentou em 0,4 p.p. a previsão do crescimento para 2017, para 1,6%, e em 0,1 p.p. para 1,5% em 2018. Apesar da revisão em alta, a instituição salientou a persistência de um grau elevado de incerteza para estas previsões e de riscos descendentes decorrentes dos problemas ainda não resolvidos do setor bancário, que podem comprometer a recuperação esperada do investimento.

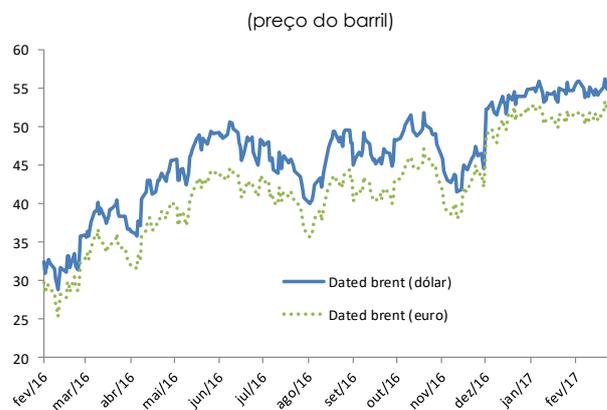
Tabela 3 – Previsões do PIB real da CE (em taxa de variação anual)

	2016			2017			2018		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Área do euro	1,7	1,6	1,8	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Alemanha	1,9	1,6	1,8	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
França	1,2	1,4	1,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Itália	0,9	0,9	1,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
Espanha	3,2	2,3	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Portugal	1,3	1,6	1,5	0,4	0,4	0,1	0,0	0,2	0,3
EUA	1,6	2,3	2,2	0,0	0,2	0,3	0,0	0,2	0,3
Japão	0,9	1,0	0,5	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1

Fonte: Comissão Europeia.

16 O preço do petróleo subiu ligeiramente quando cotado em euros e desceu em dólares, reagindo a notícias em sentido contrário (Gráfico 5). Por um lado, notícias que sugeriam a redução da produção exportada pelos países da OPEP, que teria sido mais significativa do que o aumento da produção por países fora do acordo da OPEP, nomeadamente a Nigéria e a Líbia. Por outro lado, estima-se que a redução divulgada tenha sido na ordem de 1M de barris/dia em janeiro, abaixo da meta de 1,2 M barris/dia.

Gráfico 5 – Preço do petróleo (dated Brent)



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

17 As necessidades líquidas de financiamento do Estado previstas para 2017 são superiores às verificadas em 2016.

As necessidades líquidas de financiamento do Estado em 2017 deverão atingir 12,4 mil M€, o que representa um acréscimo face aos 8,3 mil M€ verificados em 2016 (Tabela 4). Esta evolução tem por base um défice do subsector Estado projetado para 2017 no valor de 6639 M€, o que compara com os 6157 M€ de 2016, bem como de uma despesa líquida com ativos financeiros no montante de 5,8 mil M€ a qual incorpora parte da injeção de capital na CGD. Em termos mensais registou-se em janeiro uma necessidade líquida de financiamento de 470 M€, como resultado do défice orçamental do subsector Estado no valor de 495 M€, apesar da receita líquida com ativos financeiros (26 M€).

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

	Jan		Exec. 2016	2017
	2016	2017		
Necessidades líquidas de financiamento	53	470	8325	12422
Défice orçamental (sub-setor Estado)	85	495	6157	6639
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	3	10	3112	-
<i>Receita com ativos financeiros</i>	35	36	944	-
Despesa líquida com ativos financeiros	-32	-26	2169	5783

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

18 A dívida direta do Estado em janeiro registou um acréscimo devido, sobretudo, ao aumento do stock de Obrigações do Tesouro. Em janeiro, a dívida direta do Estado fixou-se em 238,8 mil M€, o que representa um aumento de 8,6 mil M€ em termos homólogos (Tabela 5).¹ Para tal contribuiu a emissão

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

líquida de títulos de dívida de médio e longo prazo (acréscimo de 9,9 mil M€), nomeadamente de Obrigações do Tesouro (8,5 mil M€). Por seu turno, o stock de dívida não titulada aumentou 3,2 mil M€, como consequência da emissão líquida de Certificados de Aforro e do Tesouro (3,5 mil M€). Em sentido contrário, o reembolso antecipado do empréstimo do FMI de 4,5 mil M€ durante 2016 permitiu que a dívida total no âmbito do PAEF se situasse em 67,8 mil M€ no final de janeiro. Em termos mensais, observou-se um aumento do stock de dívida em 2543 M€ (1,1%) após três meses consecutivos de redução. Para este aumento contribuiu, sobretudo, a emissão de OT a 10 anos no valor de 3 mil M€, apesar de recompras bilaterais no valor de 751 M€ das OT com maturidade em outubro de 2017 e em junho de 2018. Adicionalmente, registou-se uma queda de BT em 362 M€, devido a amortizações no valor de 2,5 mil M€ que mais do que superaram as emissões no montante de 2 mil M€. Por seu turno, o saldo dos Certificados do Tesouro aumentou em 410 M€, tendo o de Certificados de Aforro diminuído em 123 M€. Por último, as contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros diminuíram em 170 M€. De salientar que a dívida após coberturas cambiais ascendeu a 236,7 mil M€.

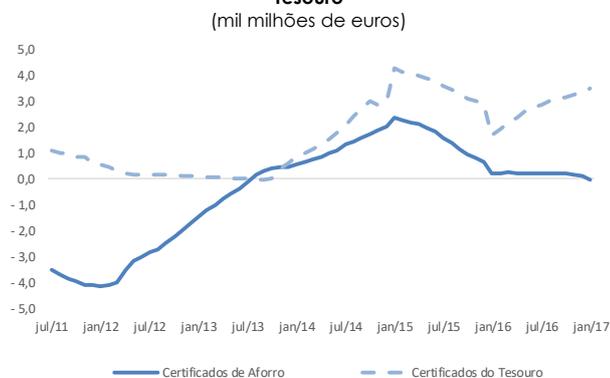
Tabela 5 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	jan/16			dez/16			jan/17			Variação (%)			Variação (M€)		
	mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga	mensal	homóloga	mensal	homóloga
Titulada	133 524	140 899	143 477	1,8	7,5	60,1	2 579	9 953							
Curto prazo	20 379	20 413	20 824	2,0	2,2	8,7	412	445							
Médio e longo prazo	113 145	120 486	122 653	1,8	8,4	51,4	2 167	9 508							
Não titulada	24 390	27 428	27 546	0,4	12,9	11,5	117	3 156							
Cert. Aforro	12 828	12 922	12 799	-0,9	-0,2	5,4	-123	-28							
Cert. do Tesouro	8 201	11 281	11 691	3,6	42,6	4,9	410	3 491							
Outra	3 362	3 225	3 055	-5,3	-9,1	1,3	-170	-307							
Assist. Financeira	72 314	67 956	67 803	-0,2	-6,2	28,4	-152	-4 511							
Total	230 228	236 283	238 826	1,1	3,7	100,0	2 543	8 598							
Por memória:															
Transaccionável	126 741	135 622	137 426	1,3	8,4	57,5	1 805	10 685							
Não Transaccionável	103 487	100 661	101 400	0,7	-2,0	42,5	739	-2 087							
Euro	205 178	215 592	218 370	1,3	6,4	91,4	2 779	13 192							
Não euro	25 050	20 691	20 456	-1,1	-18,3	8,6	-235	-4 594							
Contas margem	2 240	2 108	1 938	-	-	-	-170	-302							

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.

19 O stock de Certificados de Aforro registou em janeiro um decréscimo em termos homólogos. Em janeiro de 2017, o stock de Certificados de Aforro atingiu 12,8 mil M€, o que representa um decréscimo mensal de 0,9% (Gráfico 6), o terceiro mês consecutivo de queda em termos mensal. Por outro lado, em termos homólogos, verificou-se uma diminuição de 0,2% sendo esta a primeira redução desde julho de 2013. Adicionalmente, o stock de Certificados do Tesouro atingiu 11,7 mil M€ (emissão bruta de 426M€), um aumento de 42,6% face a janeiro de 2016.

Gráfico 6 – Variação homóloga do Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

20 Segundo o OE/2017, encontra-se previsto um acréscimo da despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado em 2017. De acordo com o OE/2017, a despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado em 2017 deverá atingir os 7 533 M€, um acréscimo de 2,3% face à despesa provisória de 2016 (7 380 M€) (Tabela 6). Merece destaque o pagamento previsto do cupão das OT com uma despesa de 4,8 mil M€, um acréscimo de 5,5% face a 2016. Em contrapartida, a despesa com juros do empréstimo do PAEF deverá decrescer -2,1% para 1 806 M€, em parte resultante do reembolso antecipado parcial do empréstimo do FMI, sendo que a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro deverão cair -14,1% para 680 M€. Por outro lado, verifica-se um grande aumento da despesa com juros referentes a outros instrumentos de dívidas (de 67 M€ em 2016 para 151 M€ em 2017) devido à emissão em 2016 da Obrigações de Tesouro de Rendimento Variável. No caso dos Bilhetes do Tesouro, de referir que se encontra previsto, tal como 2017, um nível reduzido de juros (9 M€) em grande medida devido à redução das taxas de juro subjacentes às emissões.

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

	Execução		Tvh (%)	2016	Objectivo OE-2017	Tvh (%)	Grau de Execução (%)
	2016	2017					
Juros da dívida pública	139	162	16,2	7 282	7 453	2,4	2,2
Bilhetes do Tesouro	4	1	-85,1	9	9	-4,9	7,3
Obrigações do Tesouro	1	16	:	4 544	4 793	5,5	0,3
Empréstimos PAEF	29	28	-1,6	1 846	1 806	-2,1	1,6
Certif. de Aforro e do Tesouro	99	114	15,7	792	680	-14,1	16,8
CEDIC / CEDIM	4	0	-91,2	24	14	-42,5	2,8
Outros	2	2	-20,2	67	151	124,6	1,0
Comissões	9	17	84,2	99	80	-18,9	21,9
Empréstimos PAEF	0	11	-	16	2	-87,4	550,4
Outros	9	6	-31,7	83	78	-5,7	8,3
Juros e outros encargos pagos	149	179	20,5	7 380	7 533	2,1	2,4
Tvh (%)			20,5	3,9	2,1		
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-1	0	-93	-4	-9		
Juros e outros encargos líquidos	148	179	21,3	7 376	7 546	2,3	2,4
Tvh (%)			21,3	4,0			

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

21 Já em fevereiro e março, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a três e a doze meses e OT a 3, 5, 7 anos e 9 anos.² No dia 15 de fevereiro, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro, no valor de 279 M€ com maturidade a 3 meses, cuja procura superou os mil M€, a uma taxa média de -0,219%, e, o segundo, a 12 meses no valor de mil M€, cuja procura se situou nos 1915 M€, a uma taxa de -0,096%. De referir que em ambos os casos a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 7 e Gráfico 8). Adicionalmente realizaram-se duas emissões de OT no dia 10 de fevereiro, nomeadamente uma OT a 5 anos a uma taxa de 2,753% no valor de 665 M€, com uma procura de 946 M€, e, uma OT a 7 anos a uma taxa de 3,668%, no montante de 636 M€ com uma procura de 3668 M€. Por último, no dia 8 de março realizaram-se dois leilões de OT, um com maturidade em 2020, a uma taxa de 1,216%, colocando 500 M€ na fase competitiva e outra com maturidade em 2026 a uma taxa de 3,95%, no montante de 612 M€ (fase competitiva).

² Com base nos dados conhecidos a 10 de março de 2017.

Tabela 7 – Emissão de Bilhetes do Tesouro e Obrigações de Tesouro em fevereiro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro		OT	
	mai/17	jan/18	out/22	fev/24
Maturidade	15/fev	15/fev	10/fev	10/fev
Data da Transacção	3 meses	12 meses	5 anos	7 anos
Montante Colocado (M€)	279	1 000	665	636
Montante de Procura (M€)	1 020	1 915	946	1 111
Taxa média (%)	-0,219	-0,096	2,753	3,668
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	out/16	jan/17	nov/16	set/16
	-0,012	-0,047	2,112	2,817

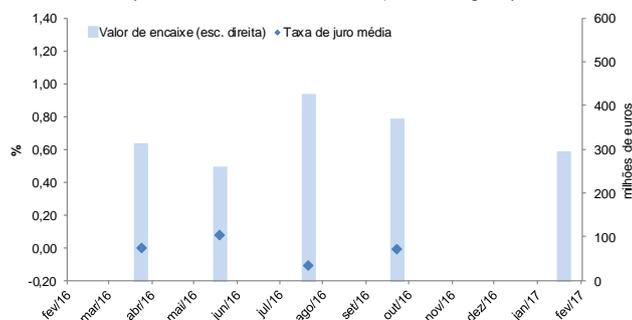
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Tabela 8 – Emissão de Obrigações de Tesouro em março

Instrumento	Obrigações de Tesouro	
	jul/20	jul/26
Maturidade	18/mar	18/mar
Data da Transacção	3 anos	9 anos
Montante Colocado (M€) ¹	508	651
Montante de Procura (M€) ²	1 355	1 097
Taxa média (%)	1,216	3,950
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	:	jun/16
	:	2,86

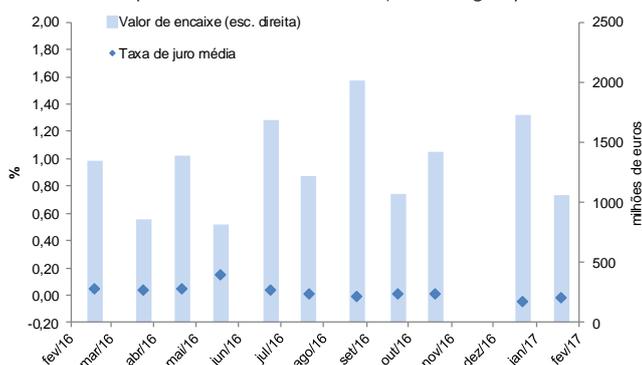
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 7 – Bilhetes do Tesouro a três 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)

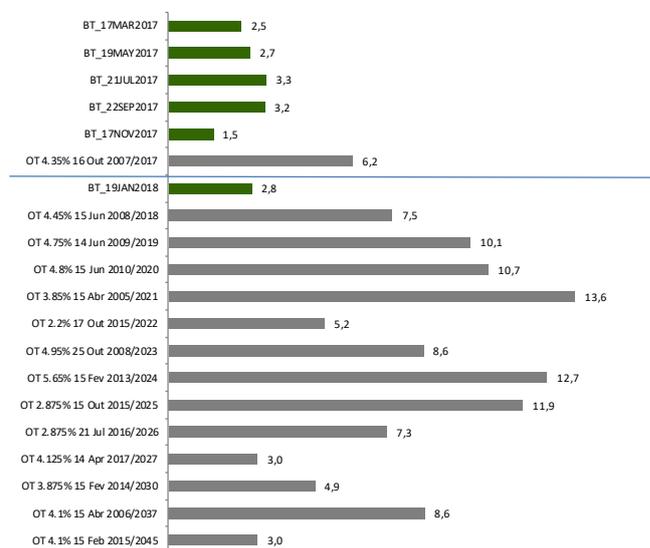


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

22 Em fevereiro foi efetuado um novo reembolso antecipado do empréstimo do FMI no âmbito do PAEF. O IGCP realizou em fevereiro um reembolso antecipado do empréstimo do FMI no montante de 1,7 mil M€ (1331,5 SDR M). Nesse sentido, 50% do empréstimo total do FMI encontra-se já reembolsado. Estes reembolsos correspondem a amortizações de capital que

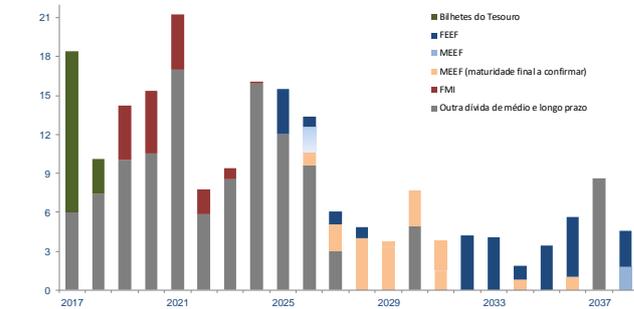
eram devidas em 2019. Considerando esta operação, bem como as emissões de amortizações de BT e OT efetuadas em fevereiro e a apresentação aos investidores de fevereiro por parte do IGCP, a amortização de dívida pública total a ser efetuada nos remanescentes 10 meses de 2017 (a partir de 1 de março) é de 18,4 mil M€. Destaca-se a OT com maturidade em outubro no valor de 6,0 mil M€ (Gráfico 9) e 12,5 mil M€ em BT.

Gráfico 9 – Perfil de amortização em inícios de março de 2017 (em mil milhões de euros)



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

Gráfico 10 – Perfil de amortização inícios de março de 2017 (em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Dívida pública na ótica de Maastricht³

23 Na ótica de Maastricht, a dívida pública voltou a aumentar em janeiro, em termos nominais. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht em janeiro de 2017 ascendeu a 242,9 mil M€, o que representa um acréscimo face ao registado no final de 2016 (241,1 mil M€). Adicionalmente, em termos homólogos registou-se um aumento de 7950 M€. Relativamente à dívida líquida de depósitos da administração central também se observou um aumento, fixando-se em 224,0 mil M€.

³ 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.

24 Na ótica de Maastricht, a dívida pública em percentagem do PIB fixou-se em 130,3% do PIB no final de 2016. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de 2016 ascendeu a 241,1 mil M€. Tendo em conta o PIB nominal divulgado pelo INE no início de março, a dívida pública em percentagem do PIB atingiu 130,3% (Gráfico 11), o que supera o previsto para o final do ano pelo Ministério das Finanças no âmbito do OE/2017, de 129,7% do PIB.⁴



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

25 Para 2017 encontra-se prevista uma redução da dívida pública em percentagem do PIB. Para 2016, tanto a Comissão Europeia como o FMI previram recentemente um rácio da dívida pública no PIB de 130,5% e de 130,8%, respetivamente, previsões essas que foram superiores àquela que se veio a verificar. Em sentido contrário, o Ministério das Finanças previu um rácio de 129,7% do PIB, o qual se revelou inferior ao recentemente apurado (Tabela 9). No que se refere a 2017, todas as previsões apontam para uma redução do rácio da dívida no PIB, nomeadamente: a Comissão Europeia prevê 128,9%, o FMI 129,9% e o Ministério das Finanças 128,3% do PIB.

Tabela 9 – Previsões para a dívida pública
(em percentagem do PIB)

	2016	2017
FMI	130,8	129,9
Comissão Europeia	130,5	128,9
Ministério das Finanças	129,7	128,3

Fontes: Comissão Europeia (Projeções de Inverno), FMI (*Fifth Post-Program Monitoring Mission*) e Ministério das Finanças (OE/2017).

⁴ Este valor encontra-se dentro do intervalo da estimativa avançada para a dívida pública realizado pela UTAO no mês de fevereiro, cujo valor central era de 130,2% do PIB, publicada na [Informação técnica da UTAO n.º 05/2017](#). A dívida líquida de depósitos da administração central fixou-se em 121,0% do PIB.

⁵ A tesouraria do IGCP criou uma rede de cobranças própria sustentada pelo Documento Único – DUC, enquanto documento desmaterializado e por um sistema

Caixa 1 – Tesouraria do Estado

Nesta caixa apresenta-se uma análise à evolução da Tesouraria Central do Estado até ao final de 2016, dando-se particular destaque aos depósitos efetuados junto do Banco de Portugal (BdP), bem como dos fundos aplicados nas instituições de crédito (IdC).

1. Introdução

O Decreto-Lei n.º 273/2007 de 30 de junho concretizou a reforma da gestão da tesouraria, integrando no IGCP a gestão da totalidade da tesouraria central do Estado e da dívida pública, implementando-se uma gestão integrada dos ativos e passivos financeiros do Estado, com vista a um aumento de ganhos de eficiência. Com esta reforma, os saldos de tesouraria passaram a ser utilizados para compensar parcialmente os saldos da dívida, diminuindo a dívida em circulação e os consequentes encargos financeiros para o Estado.

Este modelo guia-se por um conjunto de **4 princípios gerais** considerados fundamentais para a **gestão da tesouraria do Estado**, designadamente os explicitados no artigo 2.º do referido Decreto-Lei:

- O princípio da unidade e do equilíbrio da tesouraria;
- O princípio da gestão integrada dos ativos e passivos financeiros do Estado;
- O princípio da minimização do financiamento externo do Estado;
- e,
- O princípio da redução dos saldos de tesouraria para níveis de segurança mínimos, tecnicamente aceitáveis.

2. Descrição das disponibilidades e aplicações do Estado

As disponibilidades e aplicações da Tesouraria Central do Estado incluem, entre outros, os depósitos junto do Banco de Portugal, as aplicações junto das instituições financeiras enquanto depósitos à ordem ou a prazo, os depósitos efetuados no estrangeiro, as contas recebedoras do IGCP – DUC (documento único de cobrança) e a tesouraria da Autoridade Aduaneira e da Autoridade Tributária (“Caixas”).⁵

Nos últimos anos, a evolução das disponibilidades e aplicações da Tesouraria Central do Estado foi, em muito, marcada pelo Programa de Auxílio Económico e Financeiro (PAEF). Antes do PAEF os valores médios na tesouraria eram inferiores a 3 mil M€, tendo em março de 2011 atingido um valor muito baixo, de 1,4 mil M€. Após o PAEF as disponibilidades e aplicações do Estado passaram a ser em média, superiores a 13 mil M€ (Tabela 1 e Gráfico 1).

Tabela 1. Disponibilidades e aplicações do Estado, por tipo
(posições em final de período, em milhões de euros)

	2010	2011	2012	2015	mar/16	jun/16	set/16	dez/16
1. Depósitos no Banco de Portugal	1	4 743	5 223	5 593	7 917	12 465	15 798	11 845
2. Aplicações financeiras	1 884	7 567	9 747	3 125	1 632	666	363	526
3. Depósitos no estrangeiro	13	6	9	5	5	4	5	4
4. Caixas	602	532	496	154	374	437	864	477
5. Outros	138	100	71	114	93	311	701	122
6. Disponibilidades e aplicações (1)+(2)+(3)+(4)+(5))	2 638	12 949	15 547	8 991	10 021	13 883	17 730	12 975
7. Conta margem	-	643	858	2 106	1 518	1 888	1 552	2 108
8. Depósitos (6)+(4)-(5)-(7))	1 898	11 674	14 121	6 617	8 036	11 995	16 178	10 867

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: As “contas de margem” são montantes que as contrapartes depositam junto do IGCP para fazer face a perdas potenciais.

informático de controlo diário das cobranças, depósitos e fundos entrados na Tesouraria do Estado, o Sistema de Cobranças do Estado – SCE, com ligação direta aos sistemas próprios das entidades administradoras da receita. Com efeito, o uso do DUC permite a cobrança das receitas de qualquer entidade através da Rede de Cobranças do Estado, designadamente: Multibanco, Instituições de Crédito, Serviços Locais de Cobrança dos Impostos e das Alfândegas, CTT, entre outros.

O PAEF garantiu a entrada de 76,5 mil M€ (em valor desembolsado) através de empréstimos do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF/EFSM), do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF/EFSF) e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Parte desses fundos foi depositado em contas do IGCP junto do Banco de Portugal, subdividindo-se em: (i) a conta EFSM; (ii) a conta EFSF; (iii) a facilidade de suporte aos bancos (linha de 12 mil M€ destinados ao mecanismo de apoio público à solvabilidade de bancos viáveis).⁶

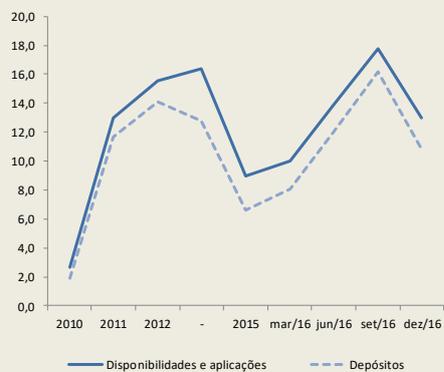
Com o fim do PAEF (em maio de 2014), a gestão de liquidez de curto prazo por parte do IGCP foi alterada. Designadamente, os rendimentos obtidos com a emissão de Obrigações do Tesouro, bem como os 2,5 mil M€ que constavam na conta de facilidade de suporte de liquidez (cuja finalidade era a recapitalização do setor financeiro) aos quais foi dada a permissão formal de uso para outros fins, passaram a ser depositados numa conta única junto do Banco de Portugal.

3. Evolução dos depósitos do Estado e situação no final de 2016

No que se refere às aplicações financeiras que o Tesouro tem junto das instituições de crédito, estas têm vindo a diminuir desde 2012, quando atingiram 9,8 mil M€. No final de 2015 fixaram-se em 3,1 mil M€ tendo atingido 526 M€ no final de 2016 (Tabela 1 e Gráfico 2). Esta evolução resultou, em parte, de se ter passado a utilizar mais intensamente a conta de depósitos junto do Banco de Portugal enquanto conta corrente do Estado.

Com efeito, o saldo da conta de depósitos no Banco de Portugal cresceu substancialmente nos últimos anos, passando de 4,7 mil M€ no final de 2011 para 11,8 mil M€ no final de 2016 (Tabela 1 e Gráfico 2), o que representa um aumento face ao verificado no final de 2015 no qual o volume de depósitos do Estado junto do Banco de Portugal ascendeu a 5,6 mil M€.

Gráfico 1. Disponibilidades e Aplicações do Estado: valores totais
(posições em final de período, em milhares de milhões de euros)



Fontes: Ministério das Finanças e Cálculos da UTAO.

A Tesouraria Central do Estado contempla ainda, montantes que não estando depositados em contas do IGCP, encontram-se temporariamente em contas "Caixas" de diversas instituições nomeadamente, na tesouraria da Autoridade Alfandegária, na tesouraria dos Serviços Locais de Finanças e em outras contas receptoras de pagamentos (CTT, SIBS, IRN).⁷

Em termos anuais, o valor devido na tesouraria da Autoridade Alfandegária e da Autoridade Tributária no final de cada ano tem vindo a apresentar uma tendência de diminuição situando-se em 1,54 M€ no

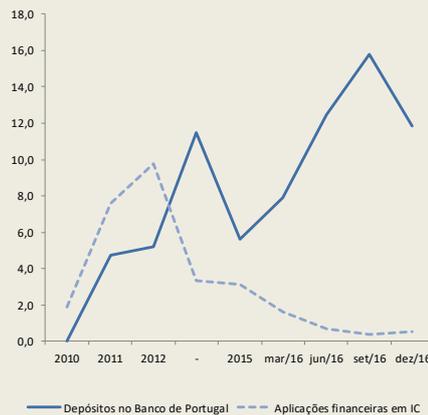
final de 2015 (Tabela 1) devido ao aumento da eficiência da unidade de tesouraria do Estado. No entanto, atingiu 477 M€ no final de 2016.

Em termos globais, em 2016 assistiu-se a um aumento significativo das disponibilidades e aplicações face 2015 (de 8 991 M€ para 12 974 M€). Por outro lado, assistiu-se à manutenção da tendência de acréscimo dos depósitos no Banco de Portugal (de 5,6 mil M€ para 11,8 mil M€) e de diminuição das aplicações financeiras em instituições de crédito (de 3 125 M€ para 526 M€).⁸

Para este resultado contribuiu a emissão de dívida pública para fazer face ao processo de recapitalização da Caixa Geral de Depósitos previsto, posteriormente adiado, para o final de 2015.

Gráfico 2. Disponibilidades e Aplicações do Estado: Instituições de Crédito vs Banco de Portugal

(posições em final de período, em milhares de milhões de euros)



Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

No que se refere às contas margem, estas aumentaram significativamente desde finais de 2013, para um valor em torno de 2100 M€ em 2015. No final de 2016 o saldo destas contas ascendia a 2108 M€ (Gráfico 3).

Gráfico 3. Contas Margem
(posição em final de período, em milhões de euros)



Fonte: IGCP

⁶ De salientar o uso da linha de facilidade de suporte aos bancos para recapitalização do BCP, BPI, CGD e BANIF através de CoCos (5,8 mil M€) e para fazer face ao empréstimo de 3,9 mil M€ ao Fundo de Resolução no âmbito do Novo Banco, totalizando 9,7 mil M€.

⁷ O montante devido nas caixas irá ser posteriormente depositado na conta do IGCP junto do Banco de Portugal.

⁸ Em termos trimestrais registou-se uma diminuição das disponibilidades e aplicações.