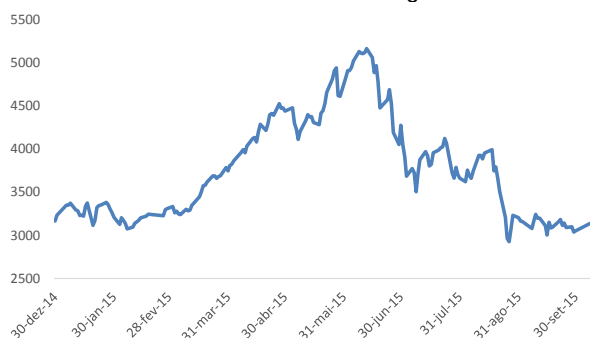


Condições de mercado

1 Em setembro diversos acontecimentos condicionaram os movimentos nos mercados financeiros. No cômputo do mês predominaram os movimentos de capitais indicadores de uma maior aversão ao risco, nomeadamente a descida dos preços das ações e das taxas de rendibilidade nos mercados obrigacionistas de dívida soberana.

2 Durante o mês de setembro, a situação na China, que tinha contribuído para quedas generalizadas nos mercados acionistas nos meses anteriores, acabou por se atenuar. Ao longo do mês, a bolsa chinesa conseguiu uma maior estabilidade, tendo beneficiado de notícias de que o governo iria implementar novos estímulos, como maiores despesas em infraestruturas e acelerar a reforma do sistema fiscal para apoiar a economia (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Índice de Xangai



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

3 Na área do euro, o BCE manteve as taxas de juro oficiais e o montante objetivo para compras de ativos financeiros, em 60 mil M€, por mês, pelo menos até setembro de 2016. Contudo, no seguimento da reavaliação já prevista após 6 meses de vigência do programa, o Conselho de Governadores decidiu aumentar o limite máximo de títulos que o Eurosistema pode adquirir, no âmbito do programa de compra de ativos de dívida pública, de 25% para 33% por emissão, sujeito a uma verificação casuística.

4 Na sequência da reunião de Política Monetária, o BCE reviu em baixa as previsões para o crescimento económico e para a inflação (Tabela 1). Neste contexto, aumentaram as expectativas de reforço do carácter acomodatório da política monetária. Alguns investidores referem como possibilidade a extensão no tempo e do montante do atual programa de compra de ativos, a intensificação do volume mensal de compras ou uma nova descida da taxa de depósitos.

Tabela 1 – Projeções económicas do BCE
(taxa de variação anual)

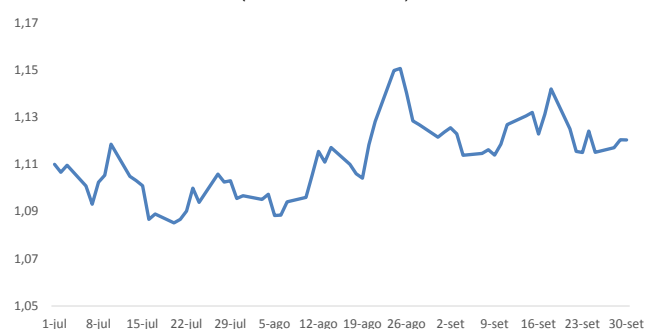
	Projeção do BCE (Set. 2015)			Projeção do Eurosistema (Jun. 2015)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0
Inflação	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8

Fonte: BCE. | Nota: As projeções do BCE são realizadas exclusivamente pelo staff do BCE, enquanto para as projeções do Eurosistema contribuem as equipas técnicas dos bancos centrais do Eurosistema.

5 O crescimento do PIB na área do euro situou-se em 0,4%, face ao trimestre anterior, que superou a anterior estimativa. A inflação registou um valor negativo em setembro. O crescimento económico do 2.º trimestre de 2015 foi impulsionado por um aumento do consumo privado e melhoria das contas externas. O investimento privado reduziu-se, surpreendendo negativamente. Em agosto, a inflação medida pela variação homóloga do índice harmonizado dos preços no consumidor, aumentou 0,1% (em julho tinha aumentado 0,2%) e em setembro situou-se em -0,1%. Esta queda deveu-se essencialmente à descida dos custos energéticos (-8,9% em tvh), sendo que a inflação subjacente se manteve em 0,9%.

6 Neste contexto, o euro manteve-se praticamente estável em relação ao dólar norte-americano, tendo-se apreciado face às moedas de países produtores de matérias-primas e de países emergentes. No início do mês, o euro depreciou-se face à generalidade das moedas especialmente depois da reunião do BCE que fez aumentar as expectativas de ainda virem a ser adotados mais estímulos monetários (Gráfico 2). Este sentimento foi reforçado com a divulgação dos dados para a inflação no final de setembro. Por seu lado, o dólar norte-americano beneficiou, na primeira metade do mês, de expectativas sobre a alteração para uma política monetária menos acomodatória.

Gráfico 2 – Cotação do euro-dólar (USD)
(1 euro = x dólares)



Fonte: BCE.

7 As expectativas sobre uma eventual alteração da política monetária nos EUA marcaram os movimentos no mercado monetário norte-americano. Nos dias que antecederam a reunião, os participantes de mercado encontravam-se divididos sobre uma subida das taxas de juro dos Fed funds este mês. O Comité de política monetária (FOMC) decidiu não alterar a taxa de juro dos Fed funds, desiludindo grande parte dos investidores. Adicionalmente, o Comité apresentou uma revisão em baixa das projeções de crescimento do PIB para 2015, e em baixa para 2016 e 2017. No seguimento da decisão do FOMC, o mercado monetário registou uma descida significativa das taxas de juro e o dólar depreciou-se face às principais moedas (Gráfico 3). Este movimento estendeu-se aos mercados de capitais, sendo que as taxas de rendibilidade dos *US-Treasuries* diminuíram ao longo de toda a curva de rendimentos.

Gráfico 3 – Libor do USD 3 meses
(em percentagem)



Fonte: Fed St. Louis.

8 Os mercados obrigacionistas de dívida soberana da área do euro acompanharam os movimentos dos EUA, observando-se descidas generalizadas. Na Alemanha verificaram-se ligeiras descidas dos *yields*, sobretudo nos prazos de maior maturidade beneficiando de movimentos *safe haven*, perante quedas significativas das bolsas europeias (Tabela 2). Diversas emissões na área do euro foram bem sucedidas, entre as quais na Alemanha (a 10 anos), Holanda (a 30 anos), Bélgica (23 anos), Irlanda (15 anos) e Itália (3, 7 e 31 anos).

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

	31-dez-13	30-dez-14	29-mai-15	30-jun-15	31-jul-15	31-ago-15	30-set-15	Var. mensal (emp.p.)	Var. desde o início do ano (emp.p.)
Portugal	6,0	2,7	2,5	3,0	2,4	2,6	2,4	-0,3	-0,3
Itália	4,1	1,9	1,8	2,3	1,8	2,0	1,7	-0,2	-0,2
Espanha	4,1	1,6	1,8	2,3	1,8	2,1	1,9	-0,2	0,3
Irlanda	3,4	1,2	1,2	1,6	1,2	1,4	1,2	-0,2	0,0
França	2,6	0,8	0,8	1,2	0,9	1,2	1,0	-0,2	0,2
Bélgica	2,5	0,8	0,8	1,2	0,9	1,1	0,9	-0,2	0,1
Alemanha	1,9	0,5	0,5	0,8	0,6	0,8	0,6	-0,2	0,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

9 Algumas decisões de agências de *rating* sobre países europeus contribuíram para afetar o mercado obrigacionista, em particular o francês. A Moody's e a DBRS confirmaram o *rating* da dívida pública da Irlanda em Baa1 e A, respetivamente, mas alteraram o *outlook* de estável para positivo. A S&P's confirmou o *rating* da Grécia em CCC+, mantendo o *outlook* estável. A Moody's reduziu a notação de crédito de França de Aa1 para Aa2 (*outlook* passou de negativo para estável), fazendo refletir a contínua debilidade do panorama para o crescimento de médio prazo em França, bem como, os desafios colocados pelo baixo crescimento à redução material do elevado encargo da dívida pública até ao fim da atual década. Esta decisão da Moody's acabou por condicionar a evolução das taxas de rendibilidade, verificando-se um aumento do diferencial dos títulos franceses face aos alemães, sobretudo nos 10 anos (Tabela 3).

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

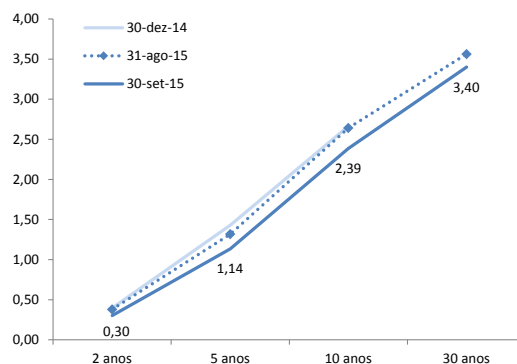
	31-dez-13	30-dez-14	29-mai-15	30-jun-15	31-jul-15	31-ago-15	30-set-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	408	212	206	222	174	184	180	-4,4	-32,4
Irlanda	152	70	69	87	55	65	64	-0,3	-5,7
França	63	28	31	43	29	35	40	4,3	11,6
Bélgica	62	28	32	45	30	35	32	-2,7	3,6
Itália	216	134	136	157	113	116	114	-2,6	-20,5
Espanha	220	106	135	153	119	131	130	-0,7	24,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

10 Em Portugal, a S&P's subiu o *rating* de crédito, a Fitch confirmou a sua avaliação e a Moody's comentou a situação orçamental. A S&P's aumentou a notação de risco de crédito de BB para BB+, ficando ainda abaixo do nível de *investment grade* mas permitindo uma ligeira melhoria nos índices acionistas. Na sequência da melhoria de *rating* do Estado português, a S&P's aumentou o *rating* do Santander Totta de BB para BB+ e o *outlook* da CGD e do BCP de estável para positivo. A agência considera que a recuperação da atividade económica no país está a consolidar-se, dando suporte à atividade doméstica do setor bancário. A Fitch confirmou o nível de BB+ e *outlook* positivo. A Moody's alertou que a consolidação orçamental terá de continuar por vários anos para garantir que a dívida pública entre numa trajetória de queda. De acordo com esta análise, a Moody's estima que o défice orçamental se situe em 3% do PIB este ano, acima dos 2,7% apontados pelo Governo. Como aspeto negativo é apontada a perspetiva de crescimento moderado, tendo em conta que é provável que os elevados níveis de endividamento do setor privado continuem a restringir a atividade económica. A DBRS desceu o *rating* de dívida de 31 instituições de crédito europeias, incorporando um menor apoio institucional ao setor. Em Portugal, o BCP e o Montepio perderam as notações de *investment grade* perante a diminuição dos *ratings* de BBBL para BBH.

11 A curva de rendimentos dos títulos de dívida pública portuguesa registou uma descida, mais pronunciada nos prazos mais longos, acompanhando o movimento dos títulos internacionais. A descida das taxas de rendibilidade no mercado português foi mais pronunciada na segunda metade do mês, refletindo a decisão de política monetária dos EUA (Gráfico 4, Gráfico 5).

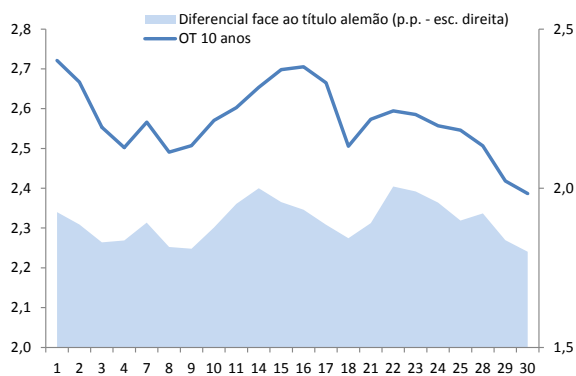
Gráfico 4 – Curva de rendimentos da dívida pública
(em percentagem)



Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rendibilidade dos títulos de dívida *benchmark*. Note-se que, em junho, se verificou alteração do *benchmark* a 2 anos.

12 O IGCP realizou, no dia 2, uma emissão sindicada a 7 anos, passando a constituir o novo *benchmark* neste prazo. Foi emitida dívida no montante de 3 mil M€ de títulos com vencimento em outubro de 2022, tendo a procura sido de 5 mil M€. De acordo com o IGCP mais de 90% da emissão foi colocada junto de investidores internacionais e a transação foi dominada por gestoras de fundos (50,5%) e bancos (41,8%), embora tenha havido também algum interesse de seguradoras e fundos de pensões. Esta emissão terá penalizado a curva de rendimentos nesta maturidade. No mercado monetário, o IGCP emitiu Bilhetes do Tesouro a 6 e a 12 meses, no montante total de 1,3 mil M€, com as taxas de juro médias ponderadas a situarem-se, em ambos os prazos, em níveis inferiores aos das últimas emissões comparáveis, realizadas em julho.

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



Fonte: IGCP.

13 Nos principais mercados acionistas, alguns ganhos obtidos na primeira parte do mês acabaram por ser revertidos após as decisões de política monetária. No cômputo do mês, os principais índices acionistas registaram quedas. Nos EUA, para as descidas dos preços contribuiu a decisão de não alteração da política monetária, desiludindo alguns investidores e reforçando preocupações relativamente ao crescimento económico. Neste contexto, o índice S&P500 aproximou-se do mínimo do ano e, desde meados de agosto, perdeu os ganhos acumulados desde meados de 2014. No Japão também foram revertidos os ganhos acumulados do ano, apesar de algumas subidas no início do mês. Para estas quedas contribuiu a decisão de política monetária, ainda que sem surpreender os investidores, e a descida do *rating* pela agência S&P's. O Banco do Japão decidiu manter os termos da política monetária inalterados, como era amplamente esperado pelos participantes de mercado, tendo o comunicado reiterado a recuperação económica apesar do contexto adverso das economias emergentes. A S&P's reduziu o *rating* do Japão um nível para A+, revelando dúvidas quanto à estratégia do governo para a recuperação do crescimento económico e para a inflação.

14 No mercado europeu, destaca-se a instabilidade no final do mês gerada no setor automóvel. A contribuir para a queda do índice da área do euro esteve, em maior escala, o índice DAX, muito influenciado pelas empresas do setor exportador. Em particular, no final do mês as atenções estiveram centradas na Europa, com o escândalo Volkswagen (VW) a afetar diversos mercados ao originar fortes perdas das empresas do setor automóvel. A cotação da VW chegou a perder cerca de 40% em 2 dias, depois de a empresa ter admitido ter falsificado os testes de poluição nos EUA desde há vários anos. O índice DAX perdeu os ganhos acumulados do ano, com a reputação de qualidade de várias marcas alemãs a ser afetada.

15 O índice acionista PSI 20 esteve em queda no mês de setembro. A contribuir para a queda do PSI-20 esteve o setor bancário, nomeadamente com o adiamento da resolução do processo de venda do Novo Banco, após não ter sido possível chegar a acordo com a Anbang. No entanto, o anúncio da suspensão do processo negocial para a venda do Novo Banco e o seu adiamento para depois dos testes de stress do BCE repercutiu-se favoravelmente nas ações do setor, tendo a generalidade dos bancos registado ganhos após o anúncio. Recorde-se ainda que o Novo Banco concluiu, este mês, a venda do BESI à sociedade Haitong International Holdings por 379 M€. Ainda no setor financeiro, o

BCP esteve bastante penalizado, pressionado por uma nota de research da Société General, referindo que vê como o cenário mais provável um aumento de capital do BCP de 750 M€ em 2016, para pagar o montante ainda em dívida ao Estado Português. Posteriormente, este cenário foi afastado pelo Presidente do BCP. A situação do Bank Millenium na Polónia continua a pesar negativamente nos investidores, devido às perdas que poderá vir a registar na conversão de empréstimos em francos suíços para zlotys.

16 A OCDE divulgou as projeções de crescimento económico para as principais economias. Em termos económicos, foi revisto em baixa o crescimento a nível mundial para 2015 e 2016 face às projeções de junho. A descida em 2015 resulta essencialmente da revisão em baixa do crescimento de economias emergentes e ligadas às matérias-primas que é parcialmente compensada por uma recuperação mais robusta dos EUA. Em 2016, a revisão em baixa é mais generalizada incluindo também as principais economias avançadas. De destacar as revisões em baixa bastante acentuadas do crescimento do Brasil nos dois anos de previsão.

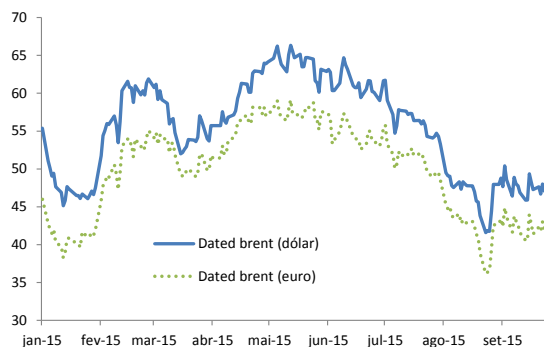
Tabela 4 – Taxas de variação anual do PIB real

	2014		2015		2016	
		Previsão interina de setembro	Varição face às previsões de junho	Previsão interina de setembro	Varição face às previsões de junho	
EUA	2.4	2.4	(0.4)	2.6	(-0.2)	
Japão	-0.1	0.6	(-0.1)	1.2	(-0.2)	
Área do euro	0.9	1.6	(0.1)	1.9	(-0.2)	
Alemanha	1.6	1.6	(0.0)	2.0	(-0.4)	
França	0.2	1.0	(-0.1)	1.4	(-0.3)	
Itália	-0.4	0.7	(0.1)	1.3	(-0.2)	
Reino Unido	3.0	2.4	(0.0)	2.3	(0.0)	
China	7.4	6.7	(-0.1)	6.5	(-0.2)	
Brasil	0.2	-2.8	(-2.0)	-0.7	(-1.8)	
Mundo	3.3	3.0	(-0.1)	3.6	(-0.2)	

Fonte: OCDE.

17 O preço do petróleo manteve-se relativamente estável. No início do mês, o preço do petróleo registou uma subida acentuada, no seguimento de notícias que revelaram a intenção da OPEP encetar negociações com outros países produtores de petróleo para que fossem atingidos preços mais elevados. Contudo, predominaram nos mercados internacionais os receios de uma evolução mais fraca da economia a nível global, pressionando alguma manutenção dos atuais (baixos) níveis do preço do petróleo. Adicionalmente, fontes oficiais vindas do Irão mencionaram que o país irá aumentar a produção de petróleo em 1 milhão de barris por dia, assim que as sanções às exportações nacionais sejam retiradas (Gráfico 6).

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



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

18 O adiamento da venda do Novo Banco resultou numa revisão em alta das necessidades líquidas de financiamento. O adiamento da venda do Novo Banco implicou um aumento das necessidades líquidas de financiamento do Estado previstas para 2015 em 3,9 mil M€, de 7,3 mil M€ para 11,2 mil M€ (Tabela 3), nomeadamente a despesa líquida com ativos financeiros foi revista em alta de 1,3 mil M€ para 5,2 mil M€. O IGCP prevê que tal acréscimo seja financiado através: (i) utilização dos depósitos do Estado no valor de 400 M€; (ii) emissão líquida de dívida no valor de 1,3 mil M€, designadamente 500 M€ de OT e 800 M€ de Certificados de Aforro e do Tesouro; e (iii) redução da amortização de dívida de médio e longo prazo no valor de 2,2 mil M€ (neste caso da amortização antecipada do empréstimo efetuado pelo FMI no âmbito do PAEF).¹ Adicionalmente, o IGCP perspetiva que a venda do Novo Banco se irá efetuar em 2016, pelo que as necessidades líquidas de financiamento para 2016 foram revistas em baixa de 4,4 mil M€ para 0,5 mil M€. Também, o montante a amortizar do empréstimo do FMI em 2016 foi revisto em alta de 7,8 mil M€ para 10 mil M€.

19 As necessidades líquidas de financiamento do Estado nos primeiros oito meses do ano atingiram um valor similar ao verificado no período homólogo. As necessidades líquidas de financiamento do Estado no período janeiro-agosto atingiram cerca de 7,8 mil M€, o que representa um valor similar ao registado no período homólogo (Tabela 4). No entanto, foi inferior ao apresentado no período janeiro-julho (8,9 mil M€), devido ao saldo orçamental positivo do Estado no mês de agosto (1,3 mil M€). As necessidades líquidas de financiamento do Estado resultam: (i) do défice orçamental em contabilidade pública do subsector Estado de 5233 M€; e (ii) da aquisição líquida com ativos financeiros no valor de 2596 mil M€. Relativamente à despesa com ativos financeiros, de salientar os aumentos de capital efetuadas nas empresas Estradas de Portugal e REFER, cuja fusão, em inícios de junho, formou a empresa Infraestruturas Portugal S.A no valor de 1248 M€; a injeção de capital na CP – Comboios de Portugal, de 620 M€, e o empréstimo ao Metro do Porto de 274 M€. De relembrar que em agosto de 2014 efetuou-se um empréstimo de 3,9 mil M€ ao Fundo de Resolução no âmbito do processo de resolução do BES.

Tabela 5 – Alteração das necessidades líquidas de financiamento em virtude do adiamento da venda do Novo Banco
(em milhares de milhões de euros)

	IGCP Agosto		IGCP Setembro	
	2015	2016	2015	2016
Necessidades de Financiamento do Estado	25,9 ¹	19,2 ¹	27,6 ¹	17,5 ¹
Necessidades Líquidas de Financiamento	7,3 ¹	4,4 ¹	11,2 ¹	0,5 ¹
Défice orçamental (sub-setor Estado)	6,0 ¹	3,2 ¹	6,0 ¹	3,2 ¹
Outras aquisições líquidas de ativos financeiros	1,3 ¹	1,2 ¹	5,2 ¹	-2,7 ¹
Privatizações	-	-	-	-
Amortizações títulos de médio e longo prazo	18,6 ¹	14,8 ¹	16,4 ¹	17,0 ¹
OT+MTN	8,0 ¹	7,0 ¹	8,0 ¹	7,0 ¹
FMI	10,6 ¹	7,8 ¹	8,4 ¹	10,0 ¹
Fontes de financiamento do Estado	25,9 ¹	19,2 ¹	27,6 ¹	17,5 ¹
Uso de depósitos	3,4 ¹	0,0 ¹	3,8 ¹	-0,4 ¹
Financiamento do ano	22,5 ¹	19,2 ¹	23,8 ¹	17,9 ¹
Posição de liquidez do estado no final do ano	9,0 ¹	9,0 ¹	8,6 ¹	9,0 ¹

Fontes: IGCP.

¹ No Orçamento do Estado para 2015, estava previsto que as necessidades líquidas de financiamento se fixassem em 10 989 M€. Em março de 2015, o IGCP reviu em baixa a previsão das necessidades líquidas de financiamento para 2015 para 7,3 mil M€.

Tabela 6 – Necessidades líquidas de financiamento
(em milhões de euros)

	Ago 2014 (ex. acum.)	Mai	Jun	Jul	Ago	Total
Necessidades líquidas de financiamento	7858	-183	2849	1967	-1140	7829
Défice orçamental (sub-setor Estado)	5665	-262	2543	1364	-1259	5233
Despesa com ativos financeiros	5663	273	340	607	155	2870
Empréstimos de médio e longo prazo	4463	217	20	28	73	535
Dotações de Capital	1147	52	320	577	81	2295
Outros	53	4	-	2	1	37
Receita com ativos financeiros	3470	195	35	4	37	274
Despesa líquida com ativos financeiros	2194	79	305	603	119	2596

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

20 No mês de agosto, o saldo orçamental do subsector Estado contribuiu para a redução das necessidades líquidas de financiamento. Em agosto, o subsector Estado registou uma capacidade líquida de financiamento de 1140 M€. Tal resultou de um saldo orçamental do subsector Estado no valor de 1259 M€ e de uma aquisição líquida de ativos financeiros no valor de 119 M€, dos quais 80 M€ dizem respeito a aumentos de capital na Infraestruturas Portugal S.A.

21 Em agosto, a dívida direta do Estado permaneceu praticamente inalterada face ao mês anterior. Em finais de agosto, a dívida direta do Estado fixou-se em 223,2 mil M€, um acréscimo de 97 M€ face ao mês anterior e de 6,5 mil M€ face ao mês homólogo. Tal resultou da emissão líquida de dívida em euros no valor de 462 M€, tendo este acréscimo sido atenuado pelas flutuações cambiais no valor de 365 M€. De realçar a emissão líquida de BT no valor de 400 M€, e de Certificados do Tesouro e de Certificados do Tesouro no montante de 181 M€. Adicionalmente observou-se uma queda dos CEDIC em 113 M€.² Em termos acumulados, nos primeiros oito meses do ano, verificou-se uma emissão bruta de 3285 M€ de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro, bem como 11,4 mil M€ de Bilhetes do Tesouro. De forma a garantir a possibilidade de uma maior emissão bruta de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro sem pôr em causa o limite de endividamento para 2015 (8,6 mil M€) foi alterado por despacho ministerial o limite máximo de 4,0 mil M€ para 5,0 mil M€ para a emissão de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro e de 18,0 mil M€ para 17,0 mil M€ para a emissão de dívida pública sob a forma de Bilhetes do Tesouro.³

Tabela 7 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Ago-14	Jul-15	Ago-15	Variação (%)		Variação (M€)		
				mensal	homóloga	mensal	homóloga	
Titulada	122 750	129 756	129 942	0,1	5,9	58,2	186	7 192
Curto prazo	23 743	20 117	20 403	1,4	-14,1	9,1	287	-3 340
Médio e longo prazo	99 006	109 639	109 539	-0,1	10,6	49,1	-101	10 532
Não titulada	16 305	20 899	21 074	0,8	29,3	9,4	176	4 770
Cert. de Aforro	11 369	12 716	12 732	0,1	12,0	5,7	16	1 363
Cert. do Tesouro	3 780	7 054	7 218	2,3	90,9	3,2	164	3 437
Outra	1 155	1 130	1 125	-0,4	-2,6	0,5	-5	-30
Assist. Financeira	77 642	72 437	72 173	-0,4	-7,0	32,3	-265	-5 470
Total	216 697	223 092	223 189	0,0	3,0	100,0	97	6 492
Por memória:								
Transaccionável	115 812	122 941	123 240	0,2	6,4	55,2	299	7 428
Não Transaccionável	100 884	100 151	99 949	-0,2	-0,9	44,8	-203	-936
Euro	185 729	197 904	198 366	0,2	6,8	88,9	462	12 637
Não euro	30 968	25 188	24 823	-1,4	-19,8	11,1	-365	-6 145

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.

22 No final dos primeiros oito meses, o grau de execução da despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta foi inferior ao respetivo duodécimo. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado acumulada nos primeiros oito meses do ano situou-se em

² As flutuações cambiais estão cobertas por swaps cambiais. No mês de agosto a sua variação contribuiu para um aumento da Carteira de Dívida Ajustada do Estado português (conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, com exclusão das promissórias, da dívida de retalho e de CEDIC e CEDIM) no valor de 389 M€.

³ Despacho n.º 10957/2015 do gabinete da Ministra das Finanças.

4856 M€ (dos quais 321 M€ foram pagos no mês de agosto), o que representa um acréscimo de 7,9% face ao mesmo período de 2014, sendo o seu grau de execução (65,1%) inferior ao respetivo (66%) duodécimo. No entanto, o acréscimo da despesa com juros face ao mesmo período do ano anterior foi superior ao implícito para o conjunto do ano (7,0%). Para tal contribuiu o pagamento dos juros referentes às Obrigações do Tesouro emitidas em 2014 que originaram o pagamento de cupões em fevereiro, abril e julho. 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. Não obstante o aumento registado até agosto, verificou-se uma desaceleração face ao verificado no mês de julho dada a diluição do acréscimo de juros associados às OT e aos empréstimos PAEF relativos ao primeiro trimestre.

Tabela 8 – Despesa com juros e outros encargos da dívida
(em milhões de euros)

	2015			jan-ago		Objectivo OE-2015	Grau de Execução (%)
	jul	ago	set	2014	2015		
Juros da dívida pública	140	140	320	4 515	4 820	7 440	64,8
Bilhetes do Tesouro	4	4	2	302	90	99	91,5
Obrigações do Tesouro	0	0	0	2 411	2 771	4 257	65,1
Empréstimos PAEF	63	63	246	1 417	1 520	2 212	68,7
Certif. de Aforro e do Tesouro	57	57	45	237	332	560	59,2
CEDIC/ CEDIM	1	1	1	26	18	62	28,6
Outros	16	16	26	123	90	250	36,0
Comissões	6	6	2	59	50	60	83,7
Empréstimos PAEF	0	0	0	18	2	2	100,5
Outros	6	6	2	41	48	58	83,0
Juros e outros encargos pagos	147	147	322	4 574	4 871	7 500	64,9
Tvh (%)	-38,0	-38,0	-23,5				5,7
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-1,0	-1,0	-0,9	-73,9	-14,1	-36	
Juros e outros encargos líquidos	146	146	321	4 500	4 856	7 464	65,1%
Tvh (%)	-38,1	-38,1	-23,3		7,9	7,0	

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

23 Em setembro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a seis e a doze meses, bem como uma Obrigação do Tesouro a sete anos. No dia 18 de setembro, foram emitidos dois BT a 6 e a 12 meses, tendo sido colocado 300 M€ e 1059 M€, respetivamente, a uma taxa média ponderada de 0,006% a 6 meses e de 0,051% a 12 anos. De salientar que a taxa de juro de colocação da BT a seis meses foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Gráfico 6, Gráfico 7 e Tabela 7). Também em setembro, a República Portuguesa colocou uma OT no valor de 3 mil M€ com maturidade de 7 anos, cuja procura superou os 5,5 mil M€ via emissão sindicada.

Tabela 9 – Emissão de Obrigações do Tesouro e de Bilhetes do Tesouro

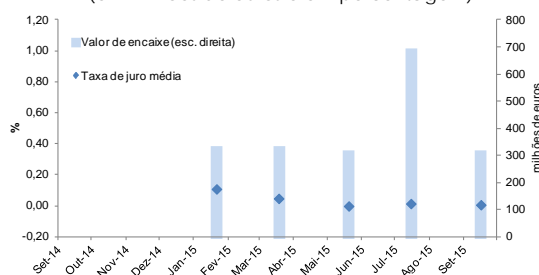
Instrumento	OT (Sindicato)	Bilhetes do Tesouro		
	Maturidade	Out-22	Mar-16	Set-16
Data da Transacção		02-Set	18-Set	18-Set
Prazo		7 anos	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)		3000	300	1059
Montante de Procura (M€)		5500	1 221	2 055
Taxa média (%)		2,24	0,006	0,051
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média,		Nov-16	Jul-15	Ago-15
		2,163	0,014	0,021

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

24 Está previsto para o último trimestre do ano a amortização de dívida pública num valor aproximado 7,9 mil M€. Entre outubro e dezembro de 2015 está projetada a amortização de 5,5 mil M€ de OT, dos quais 5,4 mil M€ em outubro. Adicionalmente está previsto a amortização de BT no valor de 2,5 mil M€ (Gráfico 8). Por outro lado, entre 2016 e 2019,

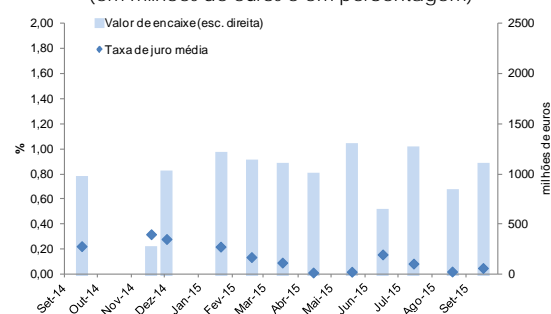
está prevista a amortização de dívida de médio e longo prazo no valor de 44,5 mil M€ (Gráfico 9).⁴

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



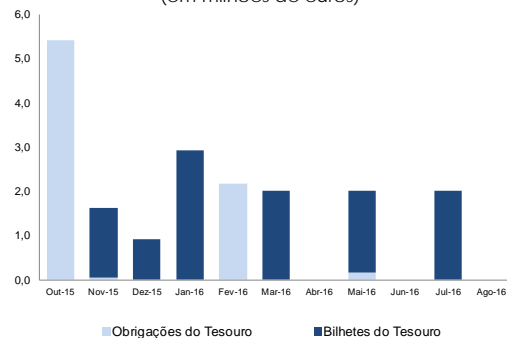
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



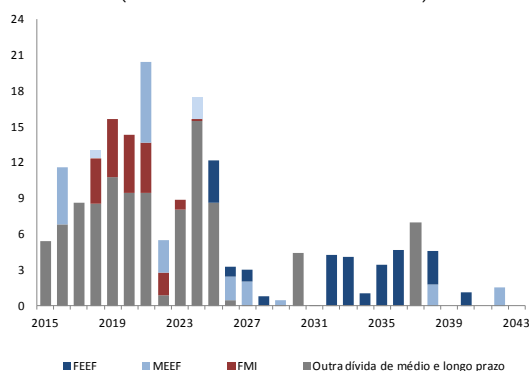
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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



Fontes: IGCP.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

⁴ 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 refinarçar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.