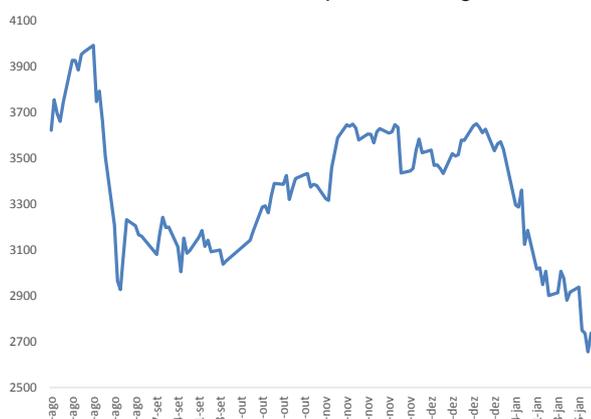


Condições de mercado

1 O primeiro mês do ano de 2016 foi marcado por movimentos generalizados de aversão ao risco, o que resultou na descida nos principais índices acionistas e descida das taxas de rendibilidade nos EUA e na Alemanha. Para este sentimento generalizado contribuiu a elevada volatilidade nos mercados cambiais e bolsista na China (Gráfico 1).

2 Na China, a elevada volatilidade nos mercados financeiros foi reforçada pela divulgação de dados económicos que conduziu a um aumento dos receios sobre a desaceleração mais acentuada da economia. No mercado cambial, as autoridades chinesas reforçaram a ideia de que não iriam responder ao abrandamento da economia com a desvalorização do *yuan*, procedendo, no início do mês, à definição de uma cotação de referência mais valorizada para a moeda.¹ Contudo, os investidores pressionaram no sentido de uma desvalorização do *yuan*. Em consequência verificou-se que a cotação no mercado *offshore* (Hong Kong) e *onshore* (Shangai) do *yuan* que atingiu um diferencial muito elevado (Gráfico 2). Este diferencial revelou que a cotação sem intervenção das autoridades (*offshore*) é mais elevada (moeda mais desvalorizada) do que a cotação com intervenção do banco central (*onshore*). Posteriormente, registou-se uma correção abrupta deste diferencial, pelo que surgiram rumores de intervenções das autoridades em ambos os mercados. Nos mercados acionistas, a implementação de novas regras de negociação contribuiu para o aumento da volatilidade.²

Gráfico 1 – Índice Compósito de Shangai



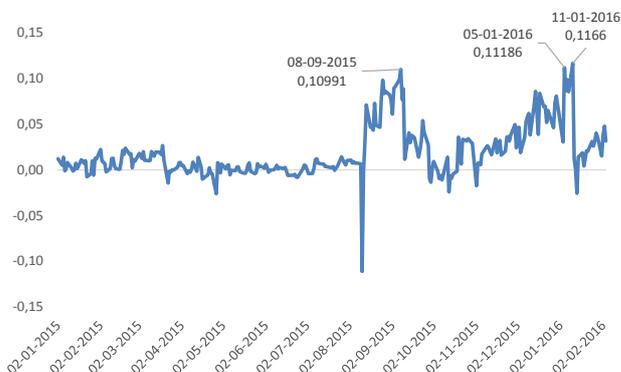
Fonte: Google Finance | Nota: Índice base 100 a 19 de dezembro 1990.

¹ O sistema cambial na China não é totalmente fixo, uma vez que as propostas dos investidores poderão ser 2% acima ou abaixo do valor fixo pelo banco central. Adicionalmente o banco poderá fazer intervenções para influenciar a cotação do mercado, o que acontece sobretudo no mercado *onshore*. No início de janeiro o banco central definiu uma cotação de 6,5169 yuans por dólar (nesta definição, uma cotação mais baixa significa mais valorizada para o *yuan*).

² Uma dessas regras relaciona-se com a interrupção das transações em bolsa durante 15 minutos quando o índice desce mais de 5% e a suspensão até ao fim do dia perante quedas superiores a 7%. Este mecanismo foi, contudo, desativado a meados de janeiro, tendo sido criticado por contribuir para ampliar as perdas, ao impelir os investidores a desfazer rapidamente as suas posições antes que as negociações sejam suspensas. Outra regra diz respeito à restrição da venda por parte de grandes investidores com mais de 5% de uma empresa ("listed companies" senior executives e big shareholders) de forma a evitar o efeito massivo de grandes reduções de participações no capital.

Gráfico 2 – Diferencial off-shore e on-shore da cotação do dólar-yuan em 2015

(1 dólar = x yuan)



Fonte: Google Finance.

3 A libra esterlina deprecou-se significativamente face ao euro, prolongando a tendência do último mês. Os participantes de mercado reagiram negativamente ao possível adiamento do início do ciclo de subida de taxas de juro por parte do Banco de Inglaterra, na sequência de comentários de responsáveis do governo. Adicionalmente, surgiram receios quanto ao abrandamento de economias como a China, Brasil e Rússia, podendo afetar o crescimento no Reino Unido.

4 Na área do euro, foram divulgadas as notas sobre a reunião de política monetária de dezembro. Nesta reunião, os participantes de mercado consideraram que as decisões ficaram aquém do previsto, dada a trajetória descendente da inflação. No relato sobre a reunião, sugere-se que a medida que parece reunir maior probabilidade de ser implementada é uma nova descida da taxa da facilidade de depósito.

5 Na reunião de janeiro, o BCE não procedeu a qualquer alteração de política monetária. O Presidente Draghi referiu perspetivas positivas para a economia da área do euro, salientando, no entanto, que os riscos no sentido descendente aumentaram em resultado da incerteza em relação ao crescimento das economias emergentes, da volatilidade nos mercados financeiros e das matérias-primas, assim como dos riscos geo-políticos.

6 Nos mercados acionistas europeus, o setor financeiro penalizou os índices globais. Em particular, os mercados de países periféricos europeus foram afetados por notícias de que o BCE estaria a proceder a um inquérito ao sistema financeiro para aferir os níveis de crédito mal parado. Segundo o BCE, o inquérito tem por objetivo vir a estabelecer boas práticas em termos de gestão nesta área e não definir maiores exigências de capital.

7 O índice PSI-20 foi ainda afetado, sobretudo na primeira metade do mês, pela incerteza gerada pela retransmissão de algumas das obrigações do Novo Banco para o BES. Relativamente a esta questão, anunciada pelo Banco de Portugal no final de dezembro, alguns grandes bancos internacionais reuniram-se em Londres para avaliar se houve

um evento de crédito no caso das obrigações do Novo Banco que passaram para o BES. Esta decisão, que deverá ser anunciada pela ISDA, permitirá aos investidores ativar os CDS gerando possíveis efeitos em cadeia de *cross-default*. A este respeito, a Fitch alertou que os *ratings* dos bancos de transição devem refletir os riscos para os investidores em caso de retransmissão dos ativos herdados.

8 Os mercados obrigacionistas da área do euro registaram uma tendência de redução das taxas de rentabilidade, num contexto de elevada aversão ao risco. Na área do euro, a evolução dos mercados obrigacionistas foi muito condicionada por diversos fatores: i) o aumento da aversão ao risco, beneficiando as economias *core* e penalizando as economias periféricas com subida das taxas de rentabilidade; ii) a elevada concentração da oferta, contribuindo para a subida das taxas de rentabilidade;³ iii) a reunião do BCE, permitindo descidas mais acentuadas das taxas de rentabilidade, sobretudo nos títulos alemães (Tabela 1). Esta evolução contribuiu para o aumento generalizado dos diferenciais intra-euro (Tabela 2). De salientar o aumento generalizado dos *spreads* de Portugal, num movimento mais acentuado em títulos com maturidade a 5 anos. Esta evolução observou-se sobretudo nas semanas anteriores à apresentação do Esboço do Orçamento do Estado para 2016 (Gráfico 3, Gráfico 4), tendo permanecido relativamente estável nos dias seguintes.

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

	30-Dez-14	30-Mar-15	30-Jun-15	30-Set-15	30-Dez-15	29-Jan-16	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,7	1,8	3,0	2,4	2,5	2,9	0,4	0,4
Itália	1,9	1,3	2,3	1,7	1,6	1,4	-0,2	-0,2
Espanha	1,6	1,3	2,3	1,9	1,8	1,5	-0,3	-0,3
Irlanda	1,2	0,8	1,6	1,2	1,1	0,9	-0,2	-0,2
França	0,8	0,5	1,2	1,0	1,0	0,6	-0,4	-0,4
Bélgica	0,8	0,5	1,2	0,9	1,0	0,8	-0,2	-0,2
Alemanha	0,5	0,2	0,8	0,6	0,6	0,3	-0,3	-0,3

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-Mar-15	30-Jun-15	30-Set-15	30-Dez-15	29-Jan-16	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	212	155	222	180	188	254	67	67
Irlanda	70	57	87	64	52	63	11	11
França	28	30	43	40	36	31	-5	-5
Bélgica	28	27	45	32	34	44	10	10
Itália	134	110	157	114	97	109	12	12
Espanha	106	106	153	130	114	119	5	5

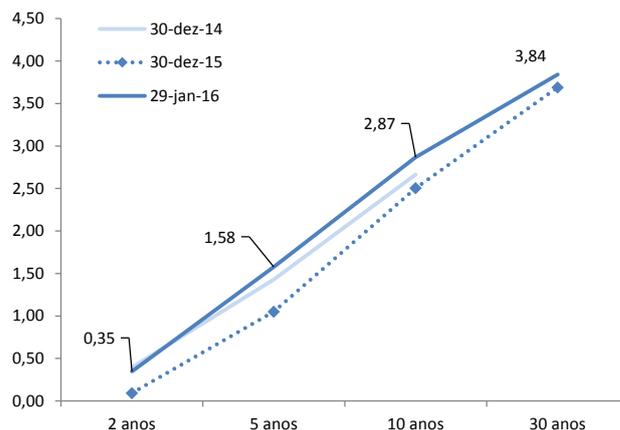
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

9 Em Portugal, a República procedeu a uma emissão sindicada a 10 anos e emissão de Bilhetes do Tesouro a 6 e 12 meses. A emissão sindicada a 10 anos permitiu a colocação de 4 mil M€, a um *yield* médio de 2,973%, tendo a procura ascendido a 12 mil M€. ⁴ Foram ainda colocados 1,8 mil M€ de dívida a 6 e 12 meses (acima do intervalo objetivo de 1,25-1,5 mil M€), a taxas negativas de -0,013% e -0,001%, respetivamente (ligeiramente acima das taxas do leilão de novembro de 2015).

³ Ocorreram emissões sindicadas a 10 anos na Bélgica, Espanha e Portugal, enquanto no segmento dos *covered bonds* também se registou uma elevada atividade com várias emissões por bancos europeus.

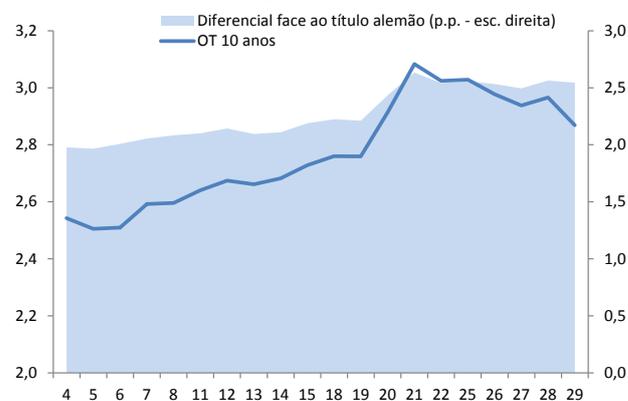
⁴ O último leilão de uma OT a dez anos, num montante de 1183 M€, foi efetuado a 27 de novembro de 2015 tendo registado uma taxa média de colocação de 2,429%. No que se refere a emissões sindicadas, a última emissão de uma OT com essa mesma maturidade, no valor de 3,0 mil M€, foi realizada em 9 setembro de 2015 tendo sido colocada a uma taxa média de 2,24%.

Gráfico 3 – 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*.

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



Fonte: IGCP.

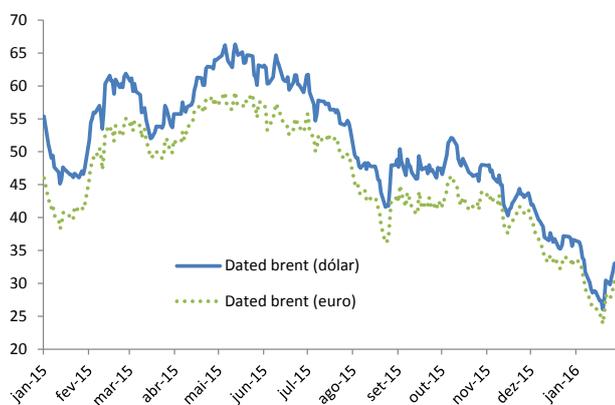
10 Em termos de ratings de dívida soberana europeia, foram confirmados os ratings da Alemanha, Luxemburgo e Malta. O rating da Alemanha (AAA / Estável) foi reafirmado pela Fitch e pela S&P; o do Luxemburgo (AAA / Estável) foi reafirmado pela Fitch e o de Malta (BBB+ / Positivo) foi reafirmado pela S&P. Na Grécia, a Standard & Poor's subiu a notação de crédito da dívida pública soberana em um nível, de CCC- para B+. A agência de *rating* referiu que o país está genericamente a cumprir os termos do programa de ajuda financeira.

11 Relativamente ao rating da República Portuguesa, a Moody's adiou as conclusões calendarizadas para este mês. A Fitch alertou que as metas do Orçamento de Estado português de 2016 são otimistas e que se a trajetória da dívida pública for desfavorável ou se o crescimento económico ténue penalizar as finanças públicas, poderá verificar-se um corte de *rating* soberano. A Moody's também anunciou que o esboço do Orçamento para 2016 "é optimista" e "repete erros do passado". De acordo com o calendário da atualização dos 'ratings' previsto para 2016, a Moody's irá reavaliando a evolução da situação económica e financeira do país a 6 de maio e a 2 de setembro. A Fitch deverá pronunciar-se a 4 de março e depois a 19 de agosto, a Standard and Poor's prevê atualizar o 'rating' atribuído a Portugal a 18 de março e a 16 de setembro e a DBRS deverá

pronunciar-se a 29 de abril e a 21 de outubro. Saliente-se que apenas a DBRS coloca a dívida pública portuguesa na categoria de investimento, considerando as três maiores entidades que a dívida pública de Portugal se encontra num grau de investimento especulativo.

12 Os preços do petróleo continuaram a descer significativamente. O preço do *dated brent* atingiu, em fevereiro, 26 \$/barril, mínimo desde setembro de 2003. Para esta evolução contribuiu o levantamento oficial das sanções internacionais sobre o Irão, permitindo o aumento das exportações de crude (Gráfico 5). Adicionalmente, a International Energy Agency reportou a crescente oferta de petróleo, num contexto em que a procura tem estado reduzida devido às condições climáticas mais quentes no hemisfério norte do que o que seria esperado. Estas condições deverão permitir, segundo a agência, que os preços continuem a descer.

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



Fonte: Thomson Reuters.

Divida direta do Estado

13 Segundo dados provisórios, as necessidades líquidas de financiamento registadas em 2015 foram inferiores às previstas no orçamento retificativo. Segundo a síntese de execução orçamental relativa a dezembro de 2015, as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a 11,8 mil M€ em 2015, um valor inferior em 1,7 mil M€ ao previsto no orçamento retificativo de 2015. Para tal contribuiu: (i) o menor défice do subsector Estado (5,6 mil M€) face ao previsto no OER/2015 (6,0 mil M€); e (ii) uma menor despesa líquida com ativos financeiros (6,2 mil M€ face aos 7,5 mil M€ projetados) (Tabela 3).

Tabela 3 – Necessidades líquidas de financiamento em 2015
(em milhões de euros)

	OE	OER	execução provisória
Necessidades Líquidas de Financiamento	11,0	13,5	11,8
Défice Orçamental	6,0	6,0	5,6
Aq. líquida de activos financeiros (exc. privatizações)	5,0	7,5	6,2
Receita de privatizações			
Amort. e Anulações de Dívida de Médio e Longo Prazo	8,9	16,8	16,8
dos quais: FMI	0,5	8,4	8,4

Fontes: Ministério das Finanças e IGCP (Apresentação aos investidores).

14 A menor execução da despesa líquida com ativos financeiros é resultado da evolução dos empréstimos a médio e longo prazo efetuados pelo Estado. Relativamente à despesa com ativos financeiros, registaram-se dotações de capital no valor de 4,8 mil M€, das quais se destacam a injeção de capital no BANIF de 1768 M€, nas Infraestruturas de Portugal de 1617 M€ e na CP – Comboios de Portugal de 683,5 M€. Adicionalmente, efetuaram-se empréstimos num valor total de 1874 M€, nomeadamente ao Fundo de Resolução, de 489 M€, ao Metro do Porto, de 549 M€ e à *Parvalorem*, de 285,3 M€. Ainda assim, o grau de execução dos empréstimos de médio e longo prazo fixou-se em 58%. Com efeito, os empréstimos efetuados à administração pública regional, administração local do continente e empréstimo quadro – BEI foram substancialmente inferiores ao previsto no orçamento retificativo.

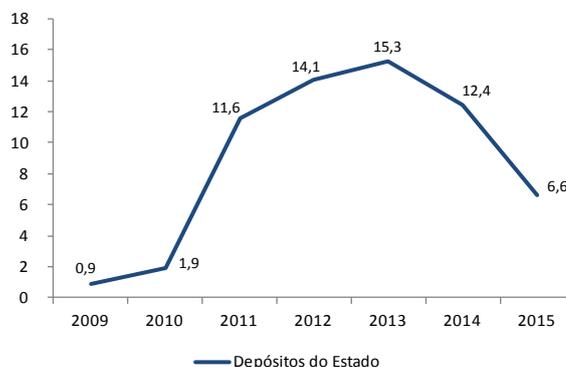
Tabela 4 – Necessidades líquidas de financiamento
(em milhões de euros)

	2014	Out	Nov	Dez	2015 (p)	OER 2015
Necessidades líquidas de financiamento	14361	2186	198	2308	11815	13461
Défice orçamental (sub-setor Estado)	7128	1858	2	-547	5568	6000
Despesa com ativos financeiros	11336	330	403	2913	6789	7980
Empréstimos de médio e longo prazo	8944	67	300	933	1874	3218
Dotações de Capital	2289	261	100	1970	4843	4661
Outros	103	2	3	10	69	100
Receita com ativos financeiros	4103	2	207	58	542	519
Despesa líquida com ativos financeiros	7233	328	196	2855	6246	7461

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

15 Os depósitos do Estado registaram um expressivo decréscimo no ano de 2015. Os depósitos do Estado atingiram os 6,6 mil M€ no final de 2015, o que representa um decréscimo de 5,8 mil M€ face ao verificado no final de 2014, fixando-se no menor nível desde 2011, ano no qual atingiram os 11,6 mil M€ (Gráfico 6). A redução de depósitos do Estado em 2015 resultou, em parte, da necessidade de financiar a resolução do BANIF.

Gráfico 6 – Depósitos do Estado
(em milhares de milhões de euros)



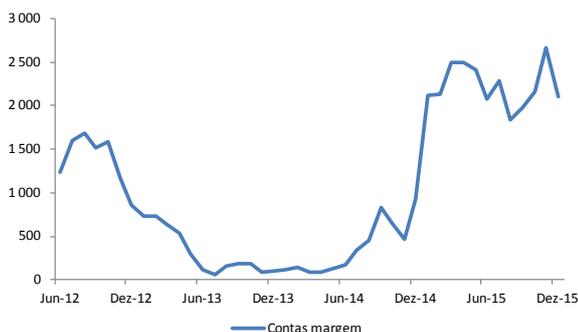
Fonte: Ministério das Finanças, IGCP e cálculos da UTAO.

16 Durante o ano de 2015, registou-se um acréscimo significativo das contas margem (*cash-colateral*) em resultado da depreciação do euro. As contas margem são os montantes ou garantias que as contrapartes devem depositar à ordem de uma instituição financeira para fazer face às perdas potenciais. No caso específico do IGCP, a existência de contas margem insere-se no contexto dos swaps efetuados com contrapartes financeiras para efeitos de cobertura cambial. Essas garantias podem ser constituídas sob a forma de títulos de dívida ou dinheiro (*cash-collateral*). Com efeito, após o pedido de auxílio económico e

⁵ No âmbito do OE/2015, a estimativa para os depósitos no final de 2015 foi de 10,6 mil M€.

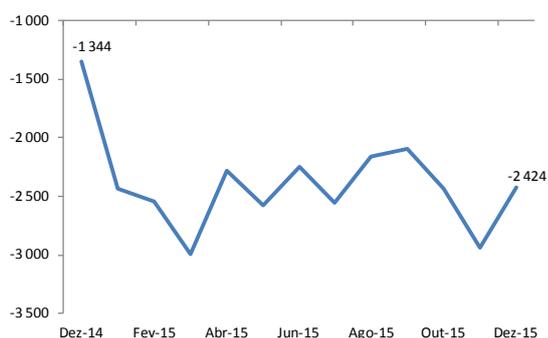
financeiro, e consequente redução do *rating* dos títulos de dívida pública portugueses, as contrapartes passaram a utilizar, sobretudo, dinheiro enquanto garantia. Ao serem numa primeira instância depósitos junto do IGCP, estas garantias referentes às perdas potenciais das contrapartes são consideradas um passivo, pelo que passaram a incluir-se também no conceito de dívida direta do Estado. Como resultado da depreciação do euro, o IGCP apresenta ganhos nos *swaps cambiais*, os quais visam cobrir alterações das responsabilidades assumidas, sobretudo, junto do FMI. Em concreto, as contas margem apresentaram um valor de 2106 M€ no final de 2015 (Gráfico 7) o que compara com 926 M€ no final de 2014.

Gráfico 7 – Contas margem
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP.

Gráfico 8 – Efeito dos Swaps Cambiais
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP.

17 Em 2015, registou-se um acréscimo da dívida direta do Estado. No final de 2015, a dívida direta do Estado fixou-se em 226,4 mil M€, o que representa um acréscimo de 8,3 mil M€ face a 2014 (Tabela 5).⁶ Por instrumento, o aumento da dívida direta do Estado repartiu-se, sobretudo, pela emissão de dívida titulada de médio e longo prazo, nomeadamente Obrigações do Tesouro no valor de 11,5 mil M€, de Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro no valor de 652 M€ e 2879 M€, respetivamente. Em sentido contrário, observou-se uma redução dos empréstimos no âmbito do PAEF, neste caso concreto do FMI, no valor de 6,5 mil M€ e de Bilhetes de Tesouro num total de 1219 M€. A restante variação da dívida direta do Estado é justificada, em parte, pelo aumento das contas margem (1180 M€) e pela flutuação cambial (1898 M€).⁷ Excluindo as contas margem, i.e. usando o método de cálculo de dívida direta utilizado anteriormente, a dívida direta fixou-se em 224,3 mil M€, o que representa um aumento de 7,1 mil M€ face a 2014 e uma queda de 410 M€ face ao mês anterior.

⁶ Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes de Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.

⁷ Ao valor de encaixe foi amortizado o empréstimo do FMI em 8,4 mil M€.

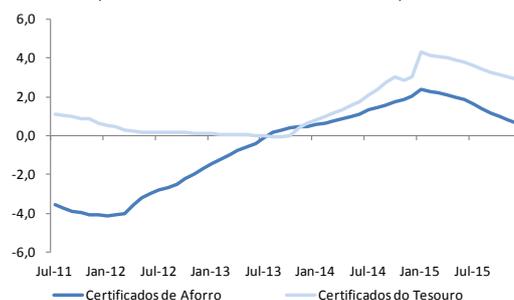
Tabela 5 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Dez-14	Nov-15	Dez-15	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	114 789	124 370	124 261	-0,1	8,3	54,9	-109	9 471
Curto prazo	16 242	15 001	15 023	0,1	-7,5	6,6	22	-1 219
Médio e longo prazo	98 547	109 369	109 238	-0,1	10,8	48,3	-131	10 691
Não titulada	24 257	30 104	29 647	-1,5	22,2	13,1	-457	5 389
Cert. Aforro	12 142	12 775	12 793	0,1	5,4	5,7	19	652
Cert. do Tesouro	5 047	7 701	7 926	2,9	57,0	3,5	226	2 879
Outra	7 068	9 629	8 927	-7,3	26,3	3,9	-702	1 859
Assist. Financeira	79 005	72 852	72 455	-0,5	-8,3	32,0	-397	-6 550
Total	218 052	227 325	226 363	-0,4	3,8	100,0	-963	8 311
Por memória:								
Transaccionável	114 789	124 370	124 261	-0,1	8,3	54,9	-109	9 471
Não Transaccionável	103 263	102 956	102 102	-0,8	-1,1	45,1	-854	-1 161
Euro	185 843	201 589	201 154	-0,2	8,2	88,9	-435	15 311
Não euro	32 209	25 736	25 209	-2,0	-21,7	11,1	-527	-7 000
Contas margem	926	2 659	2 106				-553	1 180

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.

18 O stock de Certificados de Aforro atingiu o valor máximo desde junho de 2011. No final de 2015, o *stock* de Certificados de Aforro atingiu 12 793 M€, o que representa o montante mais elevado desde junho de 2011 e um acréscimo de 652 M€ face a 2014 (Gráfico 9). Para tal contribuíram emissões brutas no valor de 1071 M€ e uma capitalização de 276 M€, compensados por reembolsos no valor de 696 M€. Por seu turno, o *stock* de Certificados do Tesouro voltou a aumentar de forma expressiva, em 2879 M€, fixando-se em 7926 M€ no final de 2015, o valor mais elevado desde que este instrumento foi criado.

Gráfico 9 – Variação do Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

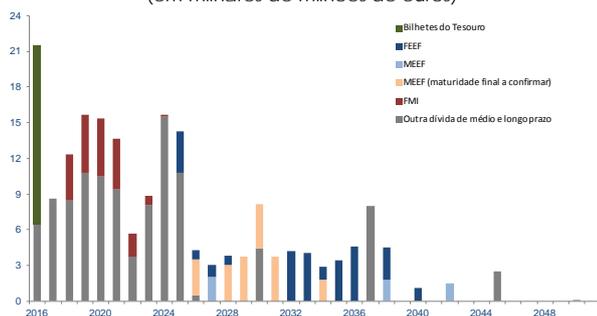
19 Excluindo a amortização antecipada do empréstimo do FMI, está prevista para 2016 a amortização de dívida pública de médio e longo prazo num valor aproximado a 6,5 mil M€. Em 2016 está projetada a amortização de dívida direta do Estado no valor de 21,5 mil M€, dos quais 6,5 mil M€ de títulos de médio e longo prazo, destacando-se a OT com maturidade em fevereiro (2,1 mil M€) e a OT com maturidade em outubro (4,4 mil M€) (Gráfico 10). Adicionalmente está prevista a amortização de BT, no valor aproximado de 15 mil M€, nos meses de janeiro, março, maio, julho, setembro e novembro. Por último, segundo a última informação disponível, encontra-se planeado o pagamento antecipado do empréstimo do FMI num total de 3,3 mil M€ durante o ano de 2016.^{8,9} Ainda de referir que está prevista a amortização

⁸ Em entrevista à Lusa no dia 30 de dezembro de 2015, a presidente do IGCP afirmou que a não alienação do Novo Banco em 2015 contribuiu para o adiamento de antecipação do pagamento do empréstimo ao FMI, tendo na mesma entrevista sido avançado que o pagamento antecipado do empréstimo do FMI está dependente do comportamento da receita com ativos financeiros, nomeadamente os associados à venda do Novo Banco e à alienação dos ativos do BANIF que transitaram para a Oitante. De acordo com a apresentação aos investidores, atualizada em janeiro de 2016, a estimativa de pagamento antecipado do empréstimo do FMI passou de 10 mil M€ para 3,3 mil M€, face à projeção de outubro de 2015.

⁹ Para além destas amortizações encontra-se projetada a amortização de parte do empréstimo do MEEF no montante de 4,75 mil M€. No entanto, 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 será operacionalizada próximo da respetiva

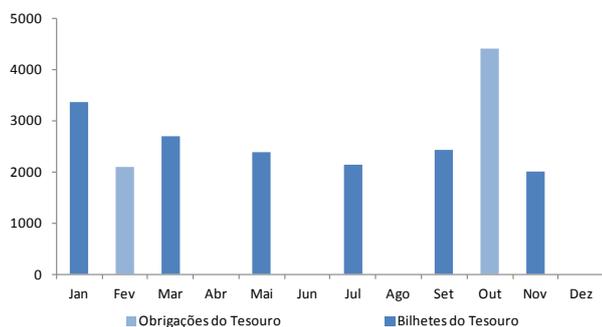
de 51,8 mil M€ em títulos de dívida pública de médio e longo prazo nos próximos 4 anos.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 11 – Perfil de amortização
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

20 A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado em 2015 ficou abaixo do previsto no OE/2015. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado fixou-se, em 2015, em 7105 M€, o que representou um grau de execução de 94,7% face ao previsto no OE/2015 (Tabela 6). Para esta evolução contribuíram os juros relativos às OT e aos empréstimos no âmbito do PAEF. No entanto, registou-se um acréscimo dos juros e encargos líquidos face ao ano anterior de 1,7% (estava previsto um acréscimo de 7,0%).

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

	2015			jan-dez		Objectivo OE-2015	Grau de Execução (%)
	out	nov	dez	2 014	2 015		
Juros da dívida pública	1 530	369	100	7 017	7 038	7 440	94,6
Bilhetes do Tesouro	0	3	3	381	99	99	100,5
Obrigações do Tesouro	1 315	2	0	3 964	4 087	4 257	96,0
Empréstimos PAEF	50	316	14	2 010	2 119	2 212	95,8
Certif. de Aforo e do Tesouro	58	55	78	379	562	560	100,3
CEDIC / CEDIM	13	0	6	49	37	62	59,9
Outros	95	-7	0	235	133	250	53,4
Comissões	2	6	1	81	67	60	111,3
Empréstimos PAEF	0	0	0	19	2	2	100,5
Outros	2	6	1	63	65	58	111,7
Juros e outros encargos pagos	1 533	375	101	7 098	7 105	7 500	94,7
Tvh (%)	-7,9	-27,4	10,2	0,1	5,7		
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-1,6	-0,7	5,6	-126,0	-13,3	-36	
Juros e outros encargos líquidos	1 531	374	107	6 972	7 092	7 464	95,0%
Tvh (%)	-7,9	-22,9	26,5	1,7	7,0		

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

21 Em janeiro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a seis e a doze meses. No dia 20 de janeiro, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro no valor de 550 M€ com maturidade a 6 meses, cuja procura

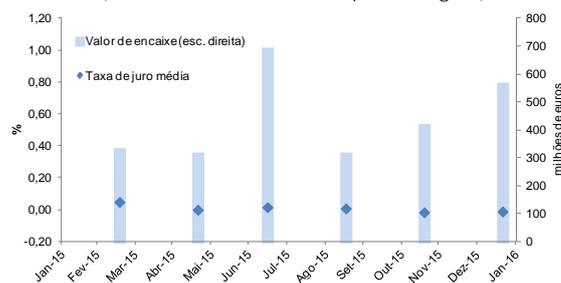
superou os 1290 M€, a uma taxa de -0,013%, e o segundo a 12 meses no valor de 1250 M€, cuja procura se situou nos 2,1 mil M€, a uma taxa de -0,001%. De salientar que no BT a 12 meses a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 12 e Gráfico 13). Adicionalmente realizou-se uma emissão sindicada de uma Obrigação do Tesouro no dia 14 de janeiro, no montante de 4,0 mil M€, com maturidade de dez anos, a uma taxa média de colocação de 2,973% e com uma procura de 11,9 mil M€. Refira-se que o último leilão de uma OT a dez anos, num montante de 1183 M€, foi efetuado a 27 de novembro de 2015 tendo registado uma taxa média de colocação de 2,429%. No que se refere a emissões sindicadas, a última emissão de uma OT com essa mesma maturidade, no valor de 3,0 mil M€, foi realizada em 9 setembro de 2015 tendo sido colocada a uma taxa média de 2,24%.

Tabela 7 – Emissão de Bilhetes do Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jul-16	Jan-17
Maturidade	20-Jan	20-Jan
Data da Transacção	6 meses	12 meses
Prazo	550	1 250
Montante Colocado (M€)	1 290	2 043
Montante de Procura (M€)	-0,013	-0,001
Taxa média (%)		
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	Nov-15	Dez-15
	-0,018	0,031

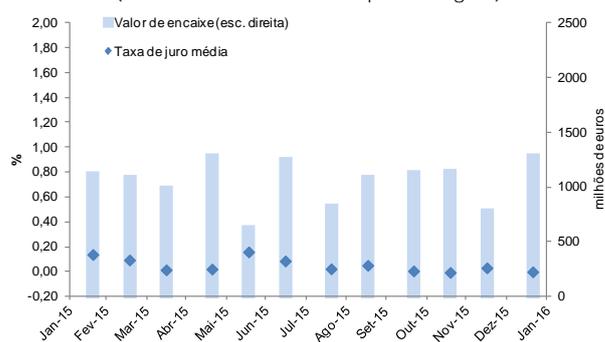
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 12 – Bilhetes do Tesouro a seis meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 13 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

data de amortização, não se esperando que Portugal venha a ter de refinarçar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

22 De acordo com a informação provisória disponível, a dívida pública em percentagem do PIB, na ótica de Maastricht, registada no final de 2015 diminuiu face ao período homólogo. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de dezembro ascendeu a 231 052 M€, um valor superior ao registado em 2014 (225 767 M€). A confirmar-se este valor provisório, bem como o valor do PIB apresentado pelo Ministério das Finanças no Esboço do OE/2014, a dívida pública na ótica de Maastricht em percentagem do PIB atingiu 128,8% do PIB no final de 2015, o que representa um acréscimo de 3,6 p.p. do PIB face ao previsto na 2.ª notificação do Procedimento de Défices Excessivos (125,2% do PIB). Adicionalmente, o nível da dívida pública em percentagem do PIB é superior em 0,1% do PIB ao inscrito no Esboço do OE/2014 (128,7%). Para este aumento contribuiu um défice superior ao previsto, de 2,7% para 4,2% do PIB, devido, em parte, ao impacto da resolução do Banif e à não alienação do Novo Banco e consequente não reembolso de parte do empréstimo de 3,9 mil M€ ao Fundo de Resolução no âmbito do Novo Banco. Em sentido contrário, a dívida líquida de depósitos da administração central em percentagem do PIB aumentou de 120% para 121,4% do PIB no final de 2015, ou seja de 208,2 mil M€ em 2014 para 217,7 mil M€ em 2015. Em resultado desta evolução, os depósitos da Administração Central decresceram em percentagem do PIB em 2015, de 10,1% para 7,4% do PIB.

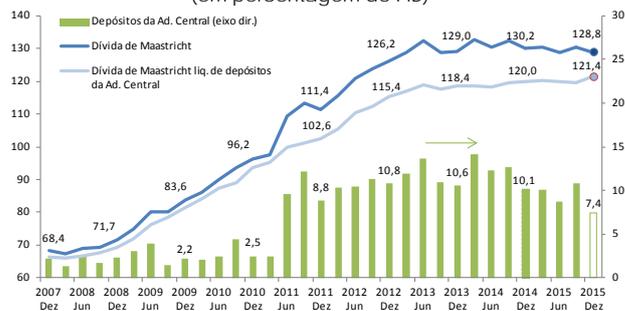
23 A dívida pública decresceu em dezembro, em termos nominais, face a novembro. Apesar da injeção de capital no Banif e do empréstimo ao Fundo de Resolução num total somado de 2,2 mil M€ no mês de dezembro, a dívida pública diminuiu de 231,3 mil M€ em novembro para 231,1 mil M€ em dezembro. Para tal contribuiu, em parte, a utilização dos depósitos da Administração Central em 4,3 mil M€ no mês de dezembro.

24 O acréscimo da dívida pública em 2015 foi, em termos nominais, inferior ao da dívida direta do Estado. O aumento da dívida pública em 2015 fixou-se em 5,3 mil M€, tendo a dívida direta do Estado registado um acréscimo de 8,3 mil M€. 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.¹¹

¹⁰ 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.

¹¹ 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 em 2015.

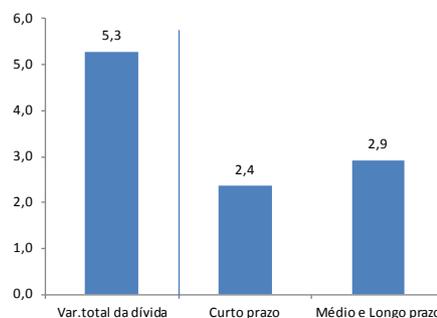
Gráfico 14 – Dívida pública (em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

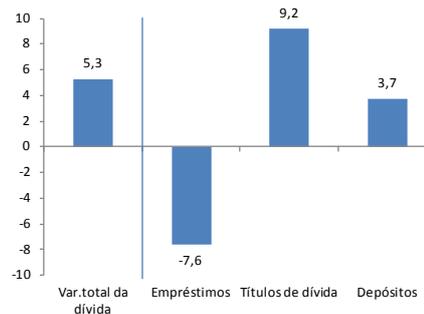
25 Por maturidade original, o peso dos instrumentos de médio e longo prazo no total da dívida pública permaneceu praticamente constante. Até ao final de 2014, o peso dos instrumentos de curto prazo no total da dívida tinham vindo a subir de forma consistente. Para esta evolução tinha contribuído sobretudo o fim do programa de ajustamento e consequente termo dos empréstimos de longo prazo do FMI, MEEF e FEEF, bem como, o dinamismo da subscrição de Certificados de Aforro e do Tesouro. Em 2015, o peso da dívida de médio e longo prazo permaneceu praticamente constante (86%) quando comparado com 2014 (83%). Tal é resultado: (i) da emissão, em termos líquidos, de títulos de médio e longo prazo (9,3 mil M€), nomeadamente de Obrigações do Tesouro, atenuado pela amortização antecipada de empréstimos de médio e longo prazo (8,4 mil M€), nomeadamente do empréstimo do FMI; e (ii) redução dos títulos de curto prazo (2,1 mil M€), sobretudo BT, ao que se lhe contrapõe o aumento dos empréstimos de curto prazo (783 M€). Por último, registou-se uma emissão líquida pouco significativa de numerário e depósitos (3,6 mil M€), no qual se inserem os Certificados do Tesouro e Certificados de Aforro.

Gráfico 15 – Dívida pública: repartição por maturidade original (em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os instrumentos considerados como tendo uma maturidade de "curto prazo", i.e. até um ano, são os seguintes: "numerário e depósitos", "títulos de curto prazo" e "empréstimos de curto prazo".

Gráfico 16 – Dívida pública: repartição por instrumento (em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 1 – Avaliação dos Projetos de Planos Orçamentais para 2016 submetidos pelos Estados-Membros à Comissão Europeia

O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), que tem por objetivo assegurar a solidez das finanças públicas na União Europeia, define o enquadramento europeu relativo aos mecanismos de supervisão das políticas orçamentais e económicas dos países e estabelece um calendário orçamental comum designado por Semestre Europeu. É neste contexto que os Estados-Membros submetem à Comissão Europeia até 15 de outubro os respetivos Projetos de Planos Orçamentais para o ano seguinte.

Posteriormente, até final de novembro, a Comissão Europeia adota uma opinião sobre o Projeto de Plano Orçamental de cada Estado-Membro, que é tornada pública e apresentada pelo Eurogrupo. Adicionalmente, a pedido do Estado-Membro, a Comissão pode também ser chamada a apresentar a sua opinião no Parlamento Nacional desse Estado-Membro e/ou no Parlamento Europeu.

Na avaliação que realiza até final de novembro, a Comissão Europeia avalia o em que medida os Planos Orçamentais cumprem os requisitos do PEC e seguem as recomendações específicas de cada país emitidas pelo Conselho Europeu em julho. Para o efeito, a Comissão Europeia adota a seguinte escala de classificação:

Conforme: de acordo com as projeções da Comissão, não há necessidade de alterar o plano orçamental no âmbito do processo orçamental nacional para garantir o cumprimento das regras do PEC;

Globalmente conforme: a Comissão Europeia convida as autoridades a tomar as medidas necessárias no âmbito do processo orçamental nacional para garantir que o orçamento será conforme com o PEC. Especificamente no caso de:

Países na vertente preventiva do PEC:

segundo as projeções da Comissão Europeia, o Plano Orçamental poderá resultar nalgum desvio face ao Objetivo de Médio Prazo (OMP) ou face à trajetória de ajustamento na sua direção, mas o desvio não é significativo. Adicionalmente, o Estado-Membro está conforme o padrão de referência para a redução da dívida, quando aplicável.

Países na vertente corretiva (em Procedimento de Défices Excessivos):

as projeções da Comissão apontam para que a meta para o défice orçamental seja atingida, mas apontam para que o esforço orçamental (medido pela variação do défice estrutural) seja insuficiente face ao valor recomendado, colocando em risco a recomendação relativa ao Procedimento dos Défices Excessivos;

Risco de incumprimento: de acordo com as projeções da Comissão Europeia, o Plano Orçamental não deverá assegurar o cumprimento dos requisitos do PEC. Por esse motivo, a Comissão convida as autoridades a tomar as medidas necessárias no âmbito do processo orçamental nacional para garantir que o orçamento será conforme ao PEC. Especificamente no caso de:

Países na vertente preventiva do PEC:

as projeções da Comissão apontam para um desvio significativo face ao OMP ou face à trajetória de ajustamento na sua direção no ano a que se reporta o Plano Orçamental (2016, neste caso) e/ou para o não cumprimento do padrão de referência para a redução da dívida, quando aplicável.

Países na vertente corretiva (em Procedimento de Défices Excessivos):

as projeções da Comissão Europeia para o ano a que se reporta o Plano Orçamental (2016, neste caso), se confirmadas a posteriori, podem levar a uma intensificação do PDE tendo em conta que nem o esforço orçamental recomendado nem o objetivo global para o défice devem ser atingidos.

Se na sequência da submissão do Plano Orçamental de um Estado-Membro a Comissão Europeia identificar uma situação de “sério risco de incumprimento” do PEC, o procedimento adotado é diferente. A Comissão identifica um “sério risco de incumprimento” se (os exemplos apresentados não são necessariamente exaustivos):

- a implementação do Plano Orçamental conduzir a um incumprimento evidente dos critérios previstos no artigo 126.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (critérios para o défice orçamental e dívida pública);

- o esforço orçamental previsto no Plano Orçamental ficar significativamente aquém do esforço orçamental recomendado pelo Conselho (sendo considerado para este efeito um desvio superior a 0,5 p.p. do PIB face ao esforço orçamental recomendado);

- a implementação do plano Orçamental colocar em risco a estabilidade financeira do Estado-Membro em causa ou se colocar em risco o funcionamento adequado da união económica e monetária.

Em caso de “sério risco de incumprimento” é aplicado o seguinte calendário:

Até ao final da 1.ª semana após a submissão do Plano Orçamental: a Comissão Europeia consulta o Estado-Membro em causa;

Até ao final da 2.ª semana após a submissão do Plano Orçamental: a Comissão adota uma opinião sobre o Plano Orçamental, onde solicita ao Estado-Membros que um Plano Orçamental revisto seja submetido à Comissão dentro de 3 semanas;

Até ao final da 3.ª semana após a emissão da opinião da Comissão: o Estado-Membro submete um Plano Orçamental revisto;

Até ao final da 3.ª semana após a submissão do Plano Orçamental revisto: a Comissão adota uma nova opinião sobre o Plano Orçamental.

Note-se que no âmbito deste calendário é também possível que na sequência da consulta por parte da Comissão Europeia, o Estado-Membro decida modificar o Plano Orçamental até ao final da 2.ª semana, incluindo medidas adicionais que evitem que seja emitida a opinião negativa da Comissão Europeia e solicitado um Plano Orçamental revisto.

Dos Projetos de Planos Orçamentais para 2016 submetidos até 15 de outubro de 2015, 5 foram considerados *Conformes*, 7 encontravam-se *Globalmente conformes* e 4 apresentavam *Risco de incumprimento* (Tabela 1). Nenhum dos Planos submetidos foi identificado como apresentando “sério risco de incumprimento”. A Grécia e o Chipre encontram-se dispensados da apresentação dos respetivos Planos Orçamentais pelo facto de se encontrarem sob programa de ajustamento económico.

Tabela 1- Avaliação dos Projetos de Planos Orçamentais para 2016 submetidos à Comissão Europeia até 15 de outubro

Avaliação da Comissão Europeia	Braço Preventivo	Braço Corretivo
Conforme	Alemanha Estónia Luxemburgo Países Baixos Eslováquia	
Globalmente conforme	Bélgica Letónia Malta Finlândia	França Irlanda Eslovénia
Risco de incumprimento	Itália Lituânia Áustria	Espanha

Fonte: Comissão Europeia.

O Projeto de Plano Orçamental de Portugal foi submetido posteriormente, no dia 22 de janeiro de 2015. Relativamente a este Plano a Comissão Europeia detetou um “sério risco de incumprimento”, conforme identificado na carta enviada ao Senhor Ministro das Finanças no dia 26 de janeiro.

As projeções da Comissão Europeia, divulgadas a 4 de fevereiro e que no caso de Portugal têm por base no Plano Orçamental inicial submetido a 22 de janeiro, apontam para a existência de desvíos quer em termos do défice global quer no que respeita ao ajustamento estrutural (Tabela 2). Ao nível do défice global as projeções da Comissão apontam para uma estimativa de 4,2% do PIB (3,0% excluindo o Banif) e pressupõem para os dois anos seguintes défices orçamentais superiores a 3% do PIB, o que inviabilizaria o encerramento do PDE e levaria a Comissão a recomendar ao Conselho uma intensificação do PDE. Para o défice orçamental estrutural a Comissão Europeia estima que em 2015 este tenha evidenciado um aumento e projeta para os anos seguintes agravamentos sucessivos do défice estrutural. As projeções para o esforço orçamental apontam deste modo para um relaxamento da política orçamental ao longo do horizonte de projeção, o que contrasta com as recomendações do Conselho Europeu a Portugal no âmbito do Semestre Europeu no sentido de Portugal alcançar um ajustamento orçamental em 2016 na ordem de 0,6 p.p. do PIB em direção ao OMP (que consiste recorde-se num défice estrutural de 0,5% do PIB potencial).

Tabela 2- Projeções da Comissão Europeia para Portugal com base no Projeto Orçamental submetido a 22 de janeiro

	2014	2015	2016	2017
Saldo orçamental	-7,2	-4,2	-3,4	-3,5
Saldo estrutural	-1,4	-1,9	-2,9	-3,5
Esforço orçamental ⁽¹⁾	1,1	-0,5	-1,0	-0,6

Fonte: Comissão Europeia. | Nota: (1) Corresponde à variação do saldo estrutural.

Terminou hoje o prazo de 2 semanas a contar desde a submissão do Plano Orçamental, previsto em casos de “sério risco de incumprimento”, para que a Comissão Europeia emitisse uma opinião. Na opinião hoje adotada a Comissão teve em consideração o Projeto de Plano Orçamental enviado a 22 de janeiro, medidas adicionais de consolidação orçamental consideradas de natureza estrutural, no montante de 845 M€, e informação adicional relativamente a 2015, e reviu a sua avaliação para *Risco de incumprimento*, o que dispensa a necessidade de submissão de um Plano Orçamental revisto. De acordo com a Comissão, o esforço orçamental revisto para 2016 situa-se entre 0,1 e 0,2 p.p. do PIB, o que fica aquém do esforço recomendado de 0,6 p.p. do PIB. Nestas condições, o desvio face ao ajustamento estrutural recomendado situa-se abaixo dos 0,5 p.p. do PIB não sendo, portanto, considerado significativo.

A Comissão Europeia deverá reavaliar o cumprimento das obrigações de Portugal no âmbito do PEC, incluindo o Procedimento dos Défices Excessivos, na próxima primavera com base nos resultados em contas nacionais apurados para 2015, cuja divulgação se encontra prevista para 24 de março, no Programa de Estabilidade a apresentar por Portugal em abril e nas projeções da primavera da Comissão Europeia.