

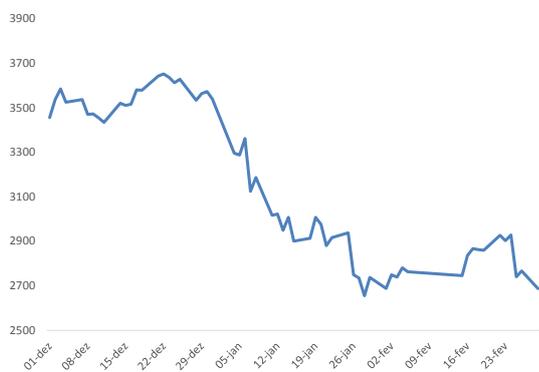
### Condições de mercado

**1 O mês de fevereiro iniciou-se com a intensificação de movimentos de aversão ao risco, conduzindo a descidas acentuadas dos principais índices acionistas.** Este movimento foi em grande medida revertido a meados do mês.

**2 Nos mercados acionistas sobressaíram os movimentos de refúgio, num contexto de forte aversão ao risco fomentado por preocupações com o crescimento mundial e com a solidez do sistema financeiro.** Na Europa, o setor financeiro e energético lideraram as perdas. Para além dos receios quanto à evolução das economias a nível internacional estiveram os resultados financeiros desfavoráveis de alguns bancos europeus que, em conjunto, pesaram no sentimento dos investidores. Em particular, a redução dos lucros da UBS e da Société General, os receios quanto à situação de liquidez do Deutsche Bank e a intensificação dos problemas de liquidez de alguns bancos italianos, que acabaram por ver as suas ações suspensas devido à queda acentuada dos preços.<sup>1</sup> Em Portugal, o BCP divulgou os resultados para o ano de 2015, tendo sido apurado um lucro de 235 M€ (após 5 anos de prejuízos). A CGD divulgou um prejuízo de 171,5 M€, registando uma melhoria face ao prejuízo de 348 M€ verificado em 2014. O Novo Banco divulgou prejuízos de 980,6 M€ em 2015, principalmente devido à constituição de provisões. Também nos EUA surgiram alguns receios no setor financeiro, tendo a S&P reduzido o *rating* de 4 bancos regionais, referindo a elevada exposição a empréstimos ligados ao setor da energia, cuja qualidade de crédito diminuiu na sequência da descida do preço do petróleo.

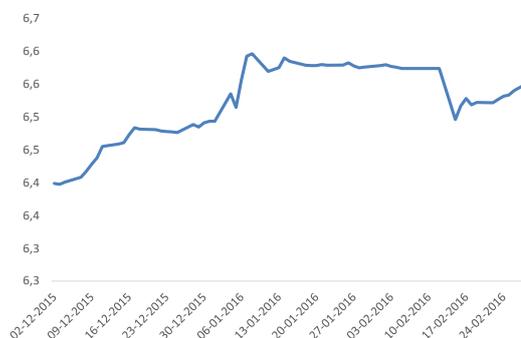
**3 Na China, o índice Shanghai diminuiu 1,8%, face ao final do mês de janeiro, num movimento fomentado pelo regresso das preocupações com o crescimento financeiro da China, a partir de meados do mês (Gráfico 1).** A apreciação do yuan face ao dólar que se observou no início do mês acabou por ser invertida para o que terão contribuído as intervenções do banco central da China no mercado cambial (Gráfico 2).

Gráfico 1 – Índice Compósito de Shangai



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

Gráfico 2 – Cotação do dólar-yuan  
(1 dólar = x yuan)



Fonte: Google Finance

**4 O euro reverteu a apreciação que tinha iniciado desde o final de janeiro face ao dólar (Gráfico 3),** num contexto de expectativas que reforçam o caráter acomodaticio da política monetária, sobretudo perante os baixos níveis de inflação observados em fevereiro. As expectativas de inflação continuaram a diminuir, atingindo valores historicamente baixos, contribuindo para a antecipação de medidas adicionais de política monetária.<sup>2</sup> A inflação regressou a valores negativos em fevereiro, tendo-se situado abaixo do esperado e o IHPC registado -0,2% em tvh, o que não sucedia desde setembro, e a ficar abaixo do esperado. Neste sentido, o Presidente do BCE reiterou a disponibilidade do BCE para atuar, caso a recente volatilidade nos mercados financeiros e a queda dos preços do petróleo constituam riscos descendentes para a estabilidade de preços.

Gráfico 3 – Cotação do euro-dólar em 2015  
(1 euro = x dólares)



Fonte: BCE

**5 O dólar depreciou-se de forma generalizada na primeira parte do mês, reagindo ao adiamento das expectativas quanto à próxima subida da taxa de juro dos Fed funds.** Para este movimento contribuiu o contexto de maior instabilidade nos mercados financeiros e a incerteza em relação às condições financeiras na China podendo conduzir a um aumento da restritividade e, em consequência, um abrandamento económico global. No início do mês foram divulgados dados que desiludiram os participantes do mercado nomeadamente sobre o PIB dos EUA do 4.º trimestre e sobre a criação do emprego. No final do mês, a

<sup>1</sup> Em relação ao Deutsche Bank, a S&P reduziu os ratings Tier1 do Deutsche Bank de BB- para B (outlook estável).

<sup>2</sup> A medição das expectativas de inflação é feita através de dados por inquérito e de dados de mercado. Em relação a estes últimos, o BCE utiliza, entre outros, a análise do forward a 5 anos de inflation swaps a 5 anos.

2.ª estimativa do PIB revelou um crescimento no 4.º trimestre superior ao inicialmente avançado, contrariando as expectativas de revisão em baixa. O PIB aumentou 1% em cadeia anualizada e 1,8% em termos homólogos, essencialmente por via de um contributo menos negativo das existências e das contas externas que mais do que compensou a revisão em baixa do consumo e do investimento.

**6 A divulgação da ata da reunião do FOMC de janeiro reforçou a ideia do aumento dos riscos descendentes para o as perspetivas económicas.** Na ata da reunião, o comité mencionou que a volatilidade nos mercados financeiros e o facto de a incerteza ter aumentado também ao nível das matérias-primas, tem dificultado a avaliação das perspetivas para o crescimento e inflação dos EUA.

**7 A libra esterlina depreciou-se significativamente ao longo do mês perante a manutenção da política monetária e num contexto de incerteza em relação à posição sobre a possível saída da União Europeia.** O acordo alcançado com as autoridades europeias contribuiu para atenuar este sentimento, na medida em que contempla um mecanismo de bloqueio de decisões europeias para o Reino Unido, no setor financeiro e permite a restrição dos benefícios sociais para os trabalhadores estrangeiros com pouco tempo de permanência no país. O referendo sobre a manutenção do Reino Unido na União Europeia foi marcado para 23 de junho. A Moody's alertou que, em caso de saída da União Europeia, poderá rever o *rating* do Reino Unido devido ao impacto negativo para o setor exportador.

**8 Nos mercados obrigacionistas dos EUA observaram-se subidas de yields.** Nos EUA, as taxas de rendibilidade aumentaram, sobretudo nos prazos mais longos com a divulgação da aceleração da inflação acima do esperado, com a maior subida mensal da inflação subjacente desde agosto de 2011.

**9 Na área do euro, a descida de yields nos países core contrapôs-se à subida nos países periféricos, observando-se uma subida do diferencial face à Alemanha.** Os mercados primários estiveram pressionados por diversas emissões, em particular nos prazos mais longos com emissões a 30 anos em Itália, Alemanha e Bélgica. Nos mercados secundários, as taxas de rendibilidade até aos 5 anos na Bélgica e na Alemanha encontram-se abaixo da taxa de facilidade de depósito do BCE (-0,30%). Por outro lado, nos mercados periféricos da área do euro algumas questões políticas pressionaram o aumento dos yields, nomeadamente em Espanha, Itália e Portugal (Tabela 1 e Tabela 2). Em Espanha, alguns investidores referiram o impasse na formação do governo, e em Portugal o receio da rejeição do Orçamento do Estado pela Comissão Europeia à luz das regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

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

	31-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	29-jan-16	29-fev-16	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	1,7	3,0	2,4	2,5	2,9	3,0	0,1	0,5
Itália	1,2	2,3	1,7	1,6	1,4	1,4	0,0	-0,2
Espanha	1,2	2,3	1,9	1,8	1,5	1,5	0,0	-0,2
Irlanda	0,7	1,6	1,2	1,1	0,9	0,9	-0,1	-0,3
França	0,5	1,2	1,0	1,0	0,6	0,5	-0,2	-0,5
Bélgica	0,4	1,2	0,9	1,0	0,8	0,6	-0,2	-0,4
Alemanha	0,2	0,8	0,6	0,6	0,3	0,1	-0,2	-0,5

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

	31-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	29-jan-16	29-fev-16	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	150	222	180	188	254	287	33	99
Irlanda	57	87	64	52	63	76	14	25
França	29	43	40	36	31	36	5	0
Bélgica	26	45	32	34	44	48	4	14
Itália	106	157	114	97	109	131	23	35
Espanha	103	153	130	114	119	142	24	28

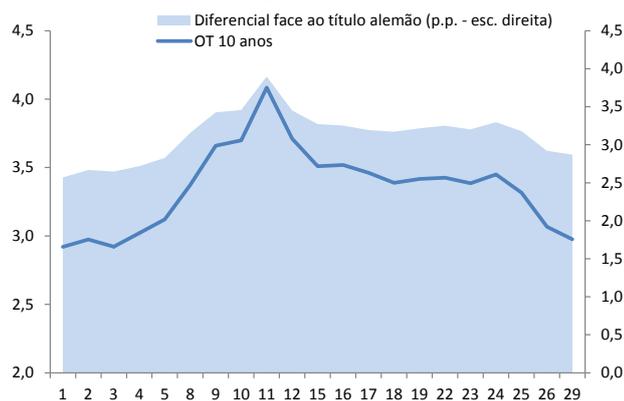
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**10 Em Portugal, as taxas de rendibilidade a 10 anos chegaram a ultrapassar o nível de 4%, após uma subida superior a 1 p.p. entre o dia 3 e o dia 11 de fevereiro, contudo este movimento ascendente foi revertido na segunda metade do mês** (Gráfico 4). Para esta reversão contribuiu o ambiente de menor aversão ao risco nos mercados internacionais, assim como o comentário da CE considerando que a proposta para o OE/2016, após alterações face ao Esboço inicial, aproximou-se da variação mínima exigida para o saldo estrutural de modo a não ser colocado em sério risco de incumprimento. Por seu turno, a DBRS referiu estar confortável com o nível de *rating* atribuído à dívida soberana portuguesa, não antevendo alterações a muito curto prazo. A posição manifestada por esta agência de *rating* terá sido muito relevante uma vez que esta é a única de quatro mais importantes que mantêm o *rating* em nível de investimento, permitindo a elegibilidade das OT portuguesas para as operações do BCE. Também a agência Moody's considerou positiva a aprovação, na generalidade, do OE/2016 para o nível de crédito do país, uma vez que esta aprovação afasta uma crise institucional imediata. Para o movimento de redução de yields acresceu terem sido realizados três leilões de recompra de obrigações do tesouro (OT) com maturidades nos próximos 3 anos, totalizando 1,075 mil M€, com os yields médios a situarem-se entre 0,35%, e 1,49%. De acordo com uma nota divulgada pelo IGCP, foram reembolsados antecipadamente 2 mil M€ ao FMI, totalizando um reembolso de 36% do empréstimo. Estes movimentos contribuíram para conter as subidas nos prazos mais longos, tornando a curva de rendimentos menos inclinada devido às subidas verificadas nos prazos mais curtos (Gráfico 5).

**11 No leilão de BT, a República portuguesa emitiu 300 M€ a 3 meses com um yield médio de 0,008% (face a - 0,023% em dezembro) e 700 M€ a 11 meses com um yield médio de 0,1% (face a 0,03% em dezembro).** Os BT registaram uma menor procura face aos leilões anteriores e o montante colocado foi reduzido em 250 M€ face ao limite máximo previsto no programa de financiamento trimestral.

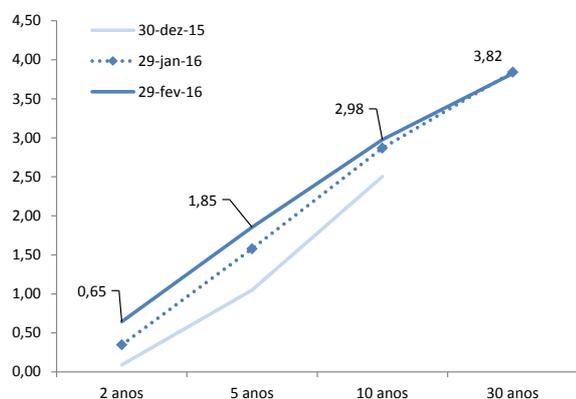
**12 Neste mês ocorreram outras decisões de *rating* na Europa e em países emergentes, em diversos sentidos.** A Moody's manteve o *rating* de Espanha em Baa2, embora alterando a perspetiva de "positiva" para "estável" devido ao menor empenho na consolidação orçamental. A Fitch subiu o *rating* da Irlanda em um nível, de A- para A, com perspetiva estável, e confirmou o *rating* da Áustria em AA+. A S&P reduziu o *rating* da Arábia Saudita em dois níveis, de A+ para A-, com *outlook* estável, mencionando o impacto negativo, que se espera ser duradouro, da descida dos preços do petróleo terá na economia. A mesma agência desceu também o *rating* do Brasil de BB+ para BB, com *outlook* negativo.

**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.

**Gráfico 5 – 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 A Comissão Europeia reviu ligeiramente em baixa as previsões para o crescimento económico em 2016 e 2017 nos principais países da área do euro.** Nas previsões de Inverno, a CE reviu em baixa o crescimento do PIB para a maioria dos países, sendo que no caso de Portugal a revisão foi de 0,2 p.p. para 2015 e de 0,1 p.p. para 2016 (Tabela 3).

**Tabela 3 – Projeções da CE para o crescimento do PIB (taxa de variação anual)**

				Variação face às previsões de Outono		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>Área do euro</b>	1,6	1,7	1,9	0,1	-0,1	0,0
Alemanha	1,7	1,8	1,8	0,0	-0,1	-0,1
França	1,1	1,3	1,7	0,0	-0,1	0,0
Itália	0,8	1,4	1,3	-0,1	-0,1	-0,1
Espanha	3,2	2,8	2,5	-0,1	0,1	0,1
Portugal	1,5	1,6	1,8	-0,2	-0,1	0,0
<b>EUA</b>	2,5	2,7	2,6	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Japão</b>	0,7	1,1	0,5	0,0	0,0	0,0

Fonte: CE.

**14 A OCDE reviu em baixa as previsões para o crescimento mundial que se deverá situar em 2016 ao mesmo nível de 2015.** A revisão em baixa das previsões para o crescimento económico são transversais à maioria das principais economias, destacando-se o crescimento para a área do euro em 2016 que foi revisto de 1,8% para 1,4%, passando a registar um ritmo inferior ao de 2015 (Tabela 4).

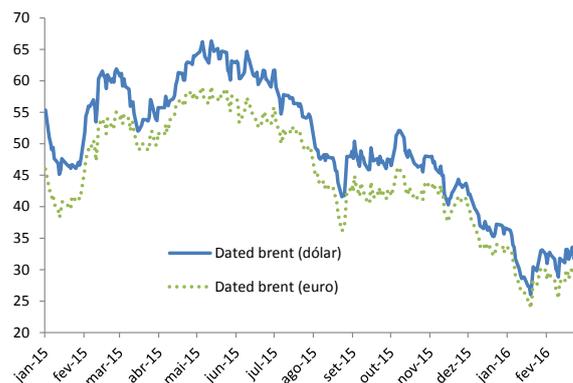
**Tabela 4 – Projeções da OCDE para o crescimento do PIB (taxa de variação anual)**

	2015		2016		2017	
	Previsão interina de fevereiro	Previsão de novembro	Variação face às previsões de novembro	Previsão interina de fevereiro	Previsão de novembro	Variação face às previsões de novembro
EUA	2,4	2,0	(-0,5)	2,2	(-0,2)	
Japão	0,4	0,8	(-0,2)	0,6	-0,1	
<b>Área do euro</b>	1,5	1,4	(-0,4)	1,7	(-0,2)	
Alemanha	1,4	1,3	(-0,5)	1,7	(-0,3)	
França	1,1	1,2	(-0,2)	1,5	(-0,1)	
Itália	0,6	1,0	(-0,4)	1,4	0,0	
Reino Unido	2,2	2,1	(-0,3)	2,0	(-0,3)	
China	6,9	6,5	0,0	6,2	0,0	
Brasil	-3,8	-4,0	(-2,8)	0,0	(-1,8)	
<b>Mundo</b>	3,0	3,0	(-0,3)	3,3	(-0,3)	

Fonte: OCDE.

**15 No final do mês de fevereiro, face a final de janeiro, o preço do petróleo aumentou, fomentado por expectativas de possível acordo entre membros e não-membros da OPEP para reduzir a produção.** Este acordo acabou por ser alcançado entre os Ministros do Petróleo da Arábia Saudita, Rússia, Qatar e Venezuela que decidiram efetuar um congelamento da produção destes países aos níveis verificados em janeiro. Apesar do aumento dos preços do petróleo, registaram-se ao longo do mês movimentos de descida, sobretudo associado a receios sobre o crescimento económico global, contribuindo para o aumento significativo da volatilidade implícita.

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



Fonte: Thomson Reuters.

## Divida direta do Estado

**16 Com base no relatório do OE/2016, prevê-se um valor para as necessidades líquidas de financiamento em 2016 inferior ao verificado em 2015.** Com base no relatório do OE/2016 e na mais recente versão da apresentação do IGCP aos investidores, as necessidades líquidas de financiamento deverão situar-se em 10,2 mil M€ em 2016, o que compara com 11,8 mil M€ registados em 2015 (Tabela 4). Para esta redução contribui a despesa líquida com aquisição de ativos financeiros de 6,2 mil M€ para 4,1 mil M€, que mais do que compensa o aumento do défice orçamental do Estado de 5,6 para 6,2 mil M€. De referir que, relativamente a 2015, destaca-se, enquanto despesa com ativos financeiros, a injeção de capital no BANIF de 1768 M€ e o empréstimo ao Fundo de Resolução de 489 M€. Em relação à despesa com ativos financeiros em 2016, estima-se que diga respeito, sobretudo, a ações e outras participações (2,2 mil M€), nomeadamente injeções de capital nas empresas Infraestruturas de Portugal (1240 M€), Metropolitano de Lisboa (369 M€), CP (190 M€) e Parpública (284 M€), empréstimos de médio e longo prazo, nomeadamente à Parups e Parvalorem

(456 M€), Metro do Porto (592 M€), Fundo de Apoio Municipal (110 M€) e Instrumento Financeiro para a Reabilitação e Revitalização Urbana (141 M€), bem como ao Fundo Único de Resolução (853 M€).

**17 Relativamente às projeções para o período 2016-2019, verificou-se uma revisão em alta das necessidades de financiamento e uma revisão em baixa dos depósitos do Estado face ao início do ano.** Segundo dados do IGCP, refletidos na acima referida apresentação aos investidores, as necessidades líquidas de financiamento do Estado durante o quadriénio 2016-2019 serão de 30,4 mil M€, o que representa uma revisão em alta em 3,0 mil M€ face à última previsão efetuada em janeiro (Tabela 3). Para esta alteração contribuiu a revisão em alta do défice orçamental do Estado de 5,2 para 6,2 mil M€, bem como, uma revisão significativa da aquisição líquida de ativos financeiros de 2,1 para 4,1 mil M€. Adicionalmente, e relativamente ao período 2016-2019, a amortização do empréstimo do FMI deverá fixar-se em 10,1 mil M€, um valor inferior em 0,2 mil M€ face ao previsto anteriormente, apesar da revisão em alta do pagamento antecipado em 2016, de 3,3 mil M€ para 4,6 mil M€. Por último, também se verificou uma revisão em baixa dos depósitos do Estado em todos os anos. Os depósitos do subsector Estado deverão fixar-se em 6,5 mil M€ em 2016, 6,5 mil M€ em 2017, 5,5 mil M€ em 2018 e de 4,5 mil M€ em 2019 quando era previsto 9,5 mil M€, 7 mil M€, 6 mil M€ e 5 mil M€ em 2016, 2017, 2018 e 2019 respetivamente (Gráfico 5).

**Tabela 5 – Apresentação do IGCP aos investidores**  
(em milhares milhões de euros)

	Apresentação IGCP Março 2016				Jan-16				dif.
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	
Necessidades de Financiamento do Estado	22,7	17,6	18,0	17,6	17,0	19,0	18,6	18,1	3,2
Necessidades de Financiamento Líquidas	10,2	7,7	5,9	6,6	7,2	7,7	5,9	6,6	3,0
Défice do sub-setor Estado	6,2	5,0	3,8	3,1	5,2	5,0	3,8	3,1	1,0
Aquisição líquida de ativos financeiros	4,0	2,7	2,1	3,5	2,0	2,7	2,1	3,5	2,0
Amortizações títulos de médio e longo prazo	12,5	9,9	12,1	10,9	9,9	11,4	12,8	11,5	-0,2
Obrigações do Tesouro e MTN	7,9	8,4	8,6	10,4	6,6	8,9	8,8	11,0	0,0
FMI	4,6	1,5	3,5	0,5	3,3	2,5	4,0	0,5	-0,2
Fontes de financiamento do Estado	22,7	17,6	18,0	17,6	17,0	19,0	18,6	18,1	3,2
Uso de depósitos	0,1	0,0	1,0	1,0	-2,9	2,5	1,0	1,0	0,5
Financiamento do ano	22,6	17,6	17,0	16,6	19,9	16,5	17,6	17,1	2,7
Depósitos do sub setor do Estado	6,5	6,5	5,5	4,5	9,5	7,0	6,0	5,0	-

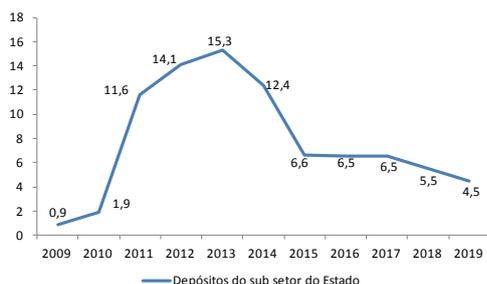
Fontes: Ministério das Finanças e IGCP (Apresentação aos investidores).

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

	2015	Jan	OE/2016
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>11,8</b>	<b>0,2</b>	<b>10,2</b>
<b>Défice orçamental (sub-setor Estado)</b>	<b>5,6</b>	<b>0,2</b>	<b>6,2</b>
Despesa com ativos financeiros	6,8	0,0	4,9
Empréstimos de médio e longo prazo	1,9	0,0	1,7
Dotações de Capital	4,8	0,0	2,2
Outros	0,1	0,0	1,0
Receita com ativos financeiros	0,5	0,0	0,8
<b>Despesa líquida com ativos financeiros</b>	<b>6,2</b>	<b>0,0</b>	<b>4,1</b>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

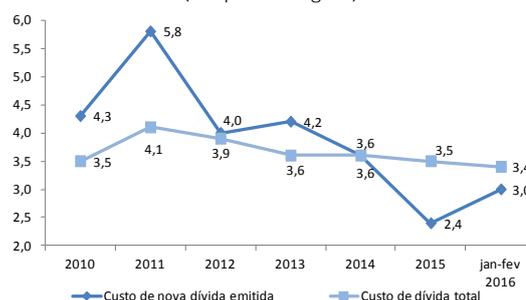
**Gráfico 7 – Depósitos do Estado**  
(em milhares de milhões de euros)



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

**18 O custo de emissão de nova dívida aumentou no período janeiro-fevereiro.** O custo médio de emissão de nova dívida tem vindo a diminuir desde 2011, no qual atingiu 5,8%, até aos 2,4% obtidos em 2015 (Gráfico 6). No entanto, nos meses janeiro e fevereiro de 2016, o custo médio de emissão de nova dívida voltou a aumentar para os 3,0%, devido sobretudo à taxa da emissão sindicada do dia 14 de janeiro da Obrigação do Tesouro com maturidade de dez anos a uma taxa média de colocação de 2,973%, com um montante de 4,0 mil M€ e que compara com o leilão da OT a dez anos efetuado a 27 de novembro de 2015, num montante de 1183 M€ a uma taxa média de colocação de 2,429%. Tal poderá ser resultado da incerteza política e orçamental existente em Portugal nesse mesmo período, bem como ao clima de aversão ao risco devido à elevada volatilidade nos mercados cambiais e bolsista na China.

**Gráfico 8 – Custo de novas emissões e do stock da dívida pública**  
(em percentagem)



Fonte: IGCP. | Nota: A taxa de juro em causa consiste no rácio entre a despesa com juros e a dívida do ano corrente, o que difere da taxa de juro implícita.

**19 Em janeiro, registou-se um acréscimo significativo de dívida direta do Estado.** No final de janeiro, a dívida direta do Estado fixou-se em 230,2 mil M€, o que representa um acréscimo de 3,9 mil M€ face ao mês anterior e de 2,2 mil M€ em termos homólogos (Tabela 5).<sup>3</sup> Por instrumento, o aumento da dívida direta do Estado repartiu-se, sobretudo, pela emissão de dívida titulada de médio e longo prazo, devido, sobretudo, a uma emissão de Obrigações do Tesouro no valor de 4 mil M€. Também se registou um acréscimo do stock de Certificados de Aforo e Certificados do Tesouro no valor de 34 M€ e 274 M€, respetivamente. Em sentido contrário, observou-se uma redução do saldo de Bilhetes de Tesouro no valor de 1,4 mil M€, apesar das emissões de BT a 6 meses (550 M€) e 12 meses (1250 M€). Por último, de referir que a flutuação cambial contribuiu para um decréscimo da dívida em 159 M€, a qual teve um impacto positivo nas contrapartidas das contas margem que registaram um incremento de 134 M€.

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

	Jan-15	Dez-15	Jan-16	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	125 389	129 959	133 524	2,7	6,5	58,0	3 565	8 136
Curto prazo	21 515	20 721	20 379	-1,7	-5,3	8,9	-342	-1 136
Médio e longo prazo	103 874	109 238	113 145	3,6	8,9	49,1	3 907	9 271
Não titulada	26 473	27 541	28 933	5,1	9,3	12,6	1 392	2 461
Cert. Aforo	12 612	12 793	12 828	0,3	1,7	5,6	34	215
Cert. do Tesouro	6 519	7 926	8 201	3,5	25,8	3,6	274	1 682
Outra	7 302	6 488	6 604	1,8	-9,6	2,9	116	- 698
Assist. Financeira	80 238	72 455	72 314	-0,2	-9,9	31,4	- 141	- 7924
<b>Total</b>	<b>228 009</b>	<b>226 363</b>	<b>230 228</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>100,0</b>	<b>3 865</b>	<b>2 219</b>
Por memória:								
Transaccionável	119 174	124 261	126 741	2,0	6,3	55,1	2 481	7 567
Não Transaccionável	108 834	102 102	103 487	-1,4	-4,9	44,9	- 1 385	- 5 348
Euro	194 221	201 154	205 178	2,0	5,6	89,1	4 024	10 958
Não euro	33 788	25 209	25 050	-0,6	-25,9	10,9	- 159	- 8 738
Contas margem	2 123	2 106	2 240				134	116

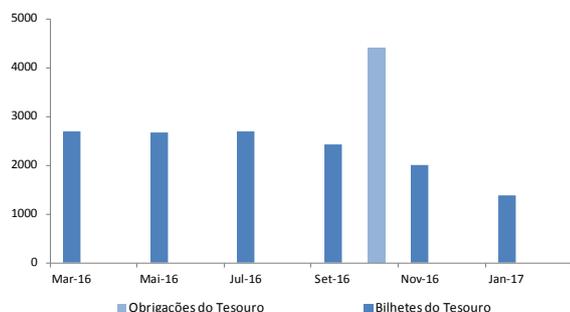
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período.

<sup>3</sup> Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.

**20 Encontra-se prevista até ao final de 2016 a amortização de dívida pública de médio e longo prazo, num valor aproximado a 4,4 mil M€. No período entre março a dezembro de 2016 está projetada a amortização de Obrigações do Tesouro com maturidade em outubro, no valor de 4,4 mil M€ (Gráfico 7). Adicionalmente está prevista a amortização de BT, no valor aproximado de 11,4 mil M€ (12,5 mil M€ em valor nominal) nos meses de março, maio, julho, setembro e novembro. Por último, de salientar que se encontra planeado o pagamento antecipado do empréstimo do FMI em 2,6 mil M€ até ao final do ano.**

**21 Foi efetuado em fevereiro, parte do reembolso antecipado do empréstimo do FMI.** O IGCP efetuou em fevereiro o reembolso antecipado do empréstimo do FMI no valor de 2,0 mil M€, concretizando parte do objetivo de 4,6 mil M€ a efetuar durante 2016. Com esta operação a percentagem do empréstimo já pago atinge os 36%. Estes reembolsos correspondem a amortizações de capital que eram devidas entre abril e setembro de 2018. Adicionalmente, o IGCP realizou três leilões de recompra de OT (outubro de 2017, junho de 2018 e junho de 2019) recomprando um total de 1075 M€.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**22 A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado em janeiro foi superior à registada no período homólogo.** A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado fixou-se em 139 M€ no mês de janeiro (Tabela 6), um acréscimo de 18,9% face ao mesmo mês do ano anterior. Para tal contribuíram sobretudo os juros relativos a Certificados de Aforro e aos Certificados do Tesouro que se fixaram em 99 M€, o que compara com 40 M€ em janeiro de 2015.<sup>4</sup> Relativamente aos empréstimos no âmbito do PAEF foram pagos 29 M€ em juros, valor similar ao pago no período homólogo (30 M€).

**Tabela 8 – Emissão de Bilhetes de Tesouro**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Mai-16	Jan-17
Maturidade	3 meses	12 meses
Data da Transação	17-Fev	17-Fev
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	300	700
Montante de Procura (M€)	690	1 065
<b>Taxa média (%)</b>	<b>0,008</b>	<b>0,100</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	Dez-15	Jan-16
	-0,024	-0,013

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

<sup>4</sup> Recorde-se que em os Certificados do Tesouro, criados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 40/2010, garantem a partir do 5.º ano procede-se ao pagamento anual dos juros correspondentes tendo como referência a taxa da OT a 5 anos garantida na data de subscrição.

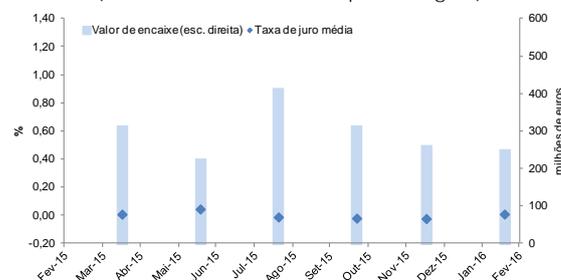
**Tabela 9 – Despesa com juros e outros encargos da dívida**  
(em milhões de euros)

	2 015	jan		Objectivo OE-2016	Grau de Execução (%)
		2 015	2 016		
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>7 038</b>	<b>112</b>	<b>139</b>	<b>7 475</b>	<b>1,9</b>
Bilhetes do Tesouro	99	14	4	11	39,6
Obrigações do Tesouro	4 087	23	1	4 632	0,0
Empréstimos PAEF	2 119	30	29	1 947	1,5
Certif. de Aforro e do Tesouro	562	40	99	807	12,3
CEDIC / CEDIM	37	3	4	16	27,2
Outros	133	2	2	62	3,1
<b>Comissões</b>	<b>67</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>80</b>	<b>11,9</b>
Empréstimos PAEF	2	0	0	2	0,0
Outros	65	13	9	78	12,2
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>7 105</b>	<b>125</b>	<b>149</b>	<b>7 555</b>	<b>2,0</b>
<b>Tvh (%)</b>	<b>0,1</b>	<b>22,7</b>	<b>18,9</b>	<b>6,3</b>	<b>0,0</b>
Por memória:					
Juros recebidos de aplicações	-13,3	-1,8	-1,0	-8,9	
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>7 092</b>	<b>123</b>	<b>148</b>	<b>7 546</b>	<b>2,0%</b>
<b>Tvh (%)</b>	<b>1,7</b>	<b>34,5</b>	<b>19,8</b>	<b>6,4</b>	

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

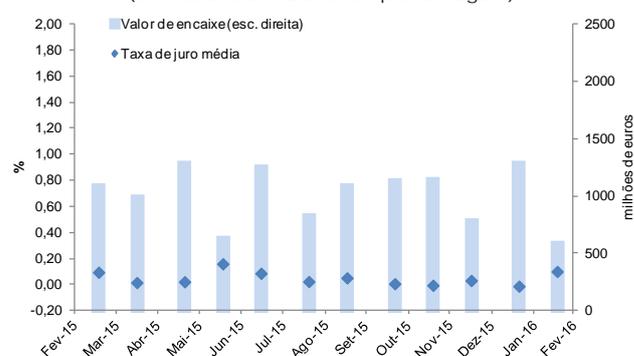
**23 Em fevereiro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a três e a doze meses.** No dia 17 de fevereiro, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro no valor de 300 M€ com maturidade a 3 meses, cuja procura superou os 690 M€, a uma taxa de 0,008%, e o segundo a 12 meses no valor de 700 M€, cuja procura se situou nos 1,1 mil M€, a uma taxa de 0,1%. De salientar que para ambas as emissões a taxa de juro de colocação foi superior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 8 e Gráfico 9). Também em fevereiro, no seguimento da recapitalização do Banif no final de 2015, foi emitido um EMTN no valor de 1766 M€ com uma maturidade de 10 anos e a uma taxa de 3,3%.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 11 – Bilhetes do Tesouro a doze meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

## Dívida pública na ótica de Maastricht

**24 De acordo com a informação provisória, a dívida pública na ótica de Maastricht registou um aumento em janeiro.** De acordo com os dados estatísticos do Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de janeiro ascendeu a 234,4 mil M€, um valor superior ao registado no final de 2015 (231,1 mil M€). Adicionalmente, a dívida pública exceto depósitos da Administração Central diminuiu de 217,7 mil M€ para 217,1 mil M€. Nesse sentido, os depósitos da administração central aumentaram de 13,3 mil M€ para 17,2 mil M€.

### Caixa 1 – Relatório dos cinco presidentes

Da Cimeira do Euro de outubro de 2014 emanou a necessidade de reforçar a coordenação das políticas económicas no sentido de assegurar o bom funcionamento da União Económica e Monetária (UEM). Na sequência desta cimeira foi elaborado um relatório sobre a visão conjunta e o aprofundamento da UEM. O **relatório dos cinco presidentes**, divulgado em junho de 2015, consiste num conjunto de deliberações e discussões sobre os desafios dos países da área do euro, tendo sido preparado pelo presidente da Comissão Europeia Jean-Claude Juncker, em colaboração com os respetivos presidentes de outras instituições europeias, nomeadamente Martin Schulz do Parlamento Europeu, Mario Draghi do Banco Central Europeu, Jeroen Dijsselbloem do Eurogrupo e Donald Tusk do Conselho Europeu.

O relatório dos cinco presidentes prevê concretamente as seguintes medidas a implementar entre 2015 e 2025:

A **União Económica** deverá assegurar a capacidade estrutural de cada país prosperar na UEM, incluindo o bom funcionamento do mercado de trabalho e o desempenho social. A coordenação das políticas económicas tem sido reforçada significativamente pelo Semestre Europeu, o que inclui um procedimento de desequilíbrios macroeconómicos mais eficaz no sentido de prevenir desequilíbrios em cada país e encorajar reformas estruturais. Além disso, será necessária a criação de um sistema de Autoridades de Competitividade a nível nacional para avaliar se a evolução salarial se encontra em linha com a produtividade, bem como comparar os desenvolvimentos dos restantes países da área do euro e dos parceiros comerciais nesta matéria.

A **União Financeira** visa a conclusão do processo de criação da União Bancária, bem como o lançamento da União dos Mercados de Capitais, assegurando uma transmissão uniforme da política monetária a todos os Estados Membros. Deste modo, o objetivo é garantir a integridade da moeda única entre países da UEM, aumentando a partilha de risco com o setor privado e protegendo os contribuintes de resgates bancários.

No sentido de concluir a União Bancária, os Estados Membros devem efetuar a transposição para a legislação nacional da Diretiva para a Recuperação e Resolução Bancária.<sup>5</sup>

Tendo em conta o contexto de moeda única, a confiança na segurança dos depósitos bancários num banco deverá ser a mesma independentemente do Estado Membro. Deste modo, será necessária uma supervisão bancária única e um Fundo Único de Resolução, bem como a criação de um Sistema Europeu de Seguro de Depósitos.

Além disso, a União dos Mercados de Capitais deverá ser uma prioridade no sentido de aprofundar a integração financeira dos mercados acionistas e obrigacionistas através do aumento do volume de transações transfronteiriças, permitindo diferentes fontes de financiamento para as empresas.

A **União Orçamental** deve assegurar a sustentabilidade das políticas orçamentais de modo a não colocar em risco a estabilidade de

preços e a estabilidade dos mercados financeiros, evitando o contágio e a fragmentação financeira. Deste modo, é proposta a criação de um Conselho Orçamental Europeu consultivo, no sentido de coordenar e complementar os conselhos de finanças públicas nacionais, bem como de avaliar o desempenho da execução orçamental face aos objetivos económicos.

Adicionalmente deverá ser criada a função de estabilização macroeconómica comum face a choques externos, através de um Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos, num contexto em que política económica a nível nacional se revele insuficiente.

Por fim, a **União Política** deverá permitir a responsabilização, legitimidade e reforço institucional. A proposta inclui um maior envolvimento e controlo parlamentar tanto a nível europeu como nacional através das Recomendações Específicas por País, dos Programas Nacionais de Reformas e da Análise Anual do Crescimento. Além disso, no curto prazo será necessária uma representação externa unificada da UEM nas instituições financeiras internacionais. No longo prazo, deverá ser reforçado o papel do Eurogrupo, incluindo uma presidência a tempo inteiro. A constituição de um Tesouro da área do euro poderá permitir a tomada de decisões coletivas, assegurando a responsabilização e a legitimidade democrática, bem como a responsabilidade dos Estados Membros nas decisões ao nível da tributação e da repartição das despesas públicas.

As medidas apresentadas neste relatório deverão ser implementadas em três fases nos próximos dez anos:

**Fase 1** – aprofundar a UEM através dos instrumentos e Tratados existentes (entre 1 de julho de 2015 e 30 de junho de 2017), o que implica estimular a competitividade e a convergência estrutural, políticas orçamentais responsáveis a nível nacional e da área do euro, bem como completar a União Financeira. Na primavera de 2017 a Comissão Europeia deverá apresentar um “Livro Branco” no sentido de avaliar os progressos da Fase 1.

**Fase 2** – completar a UEM no sentido de tornar o processo de convergência mais vinculativo, i.e. critérios de referência de natureza jurídica, bem como a criação de um Tesouro da área do euro.

**Fase final** – até 2025 as medidas deverão estar em vigor, dando origem a um espaço de estabilidade e prosperidade, atraindo outros Estados Membros da União Europeia para a UEM.

Em conclusão, o relatório reflete as posições pessoais e as discussões entre os cinco presidentes, bem como as etapas necessárias para completar o projeto da UEM.

Entretanto, em dezembro de 2015 o Conselho Europeu confirmou o compromisso no sentido de completar a UEM, tendo em conta o mercado interno e a transparência. Adicionalmente foi pedido ao Conselho para efetuar uma análise às propostas da Comissão Europeia apresentadas na sequência do relatório dos cinco presidentes. De referir que o pacote inicial de propostas da Comissão Europeia divulgado em outubro de 2015 inclui: i) a representação externa da área do euro no Fundo Monetário Internacional através do presidente do Eurogrupo; ii) as etapas em direção à União Financeira nomeadamente proposta legislativa para criação do Sistema Europeu de Seguro e Depósitos; iii) o Semestre Europeu melhorado, particularmente ao nível do emprego e dos aspetos sociais; e iv) a melhoria dos instrumentos de convergência económica através da criação de Autoridades de Competitividade a nível nacional e do Conselho Orçamental Europeu.

Até junho de 2016, o Conselho deverá apresentar um relatório com os progressos alcançados na implementação das propostas da Comissão Europeia decorrentes do relatório dos cinco presidentes.

Fonte: Comissão Europeia (2015), “The Five Presidents’ Report: Completing Europe’s Economic and Monetary Union”, relatório elaborado por Jean-Claude Juncker, em colaboração com Martin Schulz, Mario Draghi, Jeroen Dijsselbloem e Donald Tusk, Bruxelas.

<sup>5</sup> Esta Diretiva define as regras comuns que regulamentam a “prevenção das crises bancárias e asseguram a resolução ordenada dos bancos em situação de insolvência, minimizando, ao mesmo tempo, o impacto desses fenómenos na economia real e nas finanças públicas”.