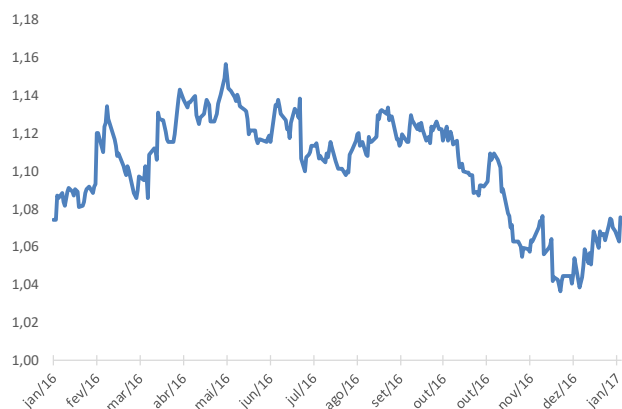


Condições de mercado

1 Ao nível cambial, no mês de janeiro destacou-se a depreciação do dólar norte-americano, penalizado por receios sobre o impacto económico das medidas políticas protecionistas do novo Presidente dos EUA, D. Trump.¹ Contribuindo para esta evolução da moeda norte-americana terá estado a preocupação, por parte de alguns participantes de mercado, de que o Fed poderá tornar o movimento de subida de taxas mais rápido devido aos receios com a apreciação do dólar e crescimento dos preços. Adicionalmente, os receios de que a política económica implementada conduza a uma alteração de prioridades ao nível do investimento público, nomeadamente no setor da saúde e da construção, contribuiu para o fecho parcial de posições longas na moeda americana, num mercado que se situava posicionado para a sua apreciação (Gráfico 1).

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



Fonte: BCE.

2 O anúncio de medidas protecionistas por parte dos EUA contribuiu para a forte depreciação do peso mexicano. O peso mexicano atingiu um mínimo histórico contra o dólar, devido à intenção, por parte da nova Administração americana, de imposição de tarifas sobre empresas que se deslocalizam para aquele país com o intuito de exportar para os EUA. A atuação do banco central mexicano, no sentido de vender dólares, terá contribuído em parte para o movimento de depreciação da moeda norte-americana, corrigindo parcialmente a depreciação do peso mexicano.

3 Em relação à política monetária nos EUA não se observaram alterações. O Comité de Política Monetária da reserva federal dos EUA (FOMC) decidiu não alterar a taxa de juro de referência para os Fed funds, que se mantém no intervalo de 0,5% a 0,75%. No comunicado do FOMC, a principal alteração foi a referência à melhoria do sentimento económico dos empresários e consumidores. Foi mencionada a continuação de um crescimento económico moderado, com a recuperação do consumo privado, melhorias no mercado de trabalho e a expectativa de uma subida, a médio prazo, da taxa de inflação para o objetivo de 2%.

¹ O Presidente D. Trump tomou posse no dia 20 de janeiro, tendo apresentado um programa protecionista relativamente à economia dos EUA, o que penalizou o dólar mas beneficiou ligeiramente o mercado acionista dos EUA. Na página oficial da Casa Branca foram publicadas as prioridades da nova administração dos EUA, tendo sido elencados seis temas: (i) America First Energy Plan, (ii) America First Foreign Policy, (iii) Bringing Back Jobs and Growth, (iv) Making our Military Strong

4 No Reino Unido, surgiram receios de uma saída mais rápida do Reino Unido da União Europeia, penalizando a libra esterlina. Posteriormente, a libra recuperou parcialmente após as declarações da Primeira-ministra, que clarificou que i) o acordo final com a UE será votado no Parlamento, ii) não pretende que o Reino Unido continue no Mercado Único, nem de forma parcial nem como parceiro associado, iii) em contrapartida, tenciona alcançar um acordo de livre comércio com a UE e negociar as tarifas aduaneiras na Organização Mundial do Comércio, iv) recusa contribuir para o orçamento da UE e v) pretende retirar o país da jurisdição do Tribunal Europeu de Justiça. O índice Footsie100 depreciou-se 0,6% face ao final do ano.

5 Na área do euro, o aumento da inflação terá contribuído para alguma alteração de expectativas sobre a evolução da política monetária, contribuindo para a subida das taxas de rentabilidade. A taxa de variação homóloga do IHPC foi, em dezembro, de 1,1%, o que representou um aumento significativo face à variação de 0,6% em novembro. Em janeiro, a inflação voltou a aumentar situando-se em 1,8%. Esta evolução é resultado, sobretudo do aumento dos preços dos produtos energéticos. De facto, a evolução do indicador excluindo energia (inflação subjacente) situou-se em 0,9% em dezembro e em janeiro, apenas ligeiramente acima da variação de 0,8% registada em novembro. Por países destaca-se o aumento dos preços na Alemanha (0,9% em novembro e 1,7% em dezembro) e na Bélgica onde a variação de dezembro se situou acima do objetivo do BCE. Em Portugal, a taxa de inflação passou de 0,5% em novembro para 0,9% em dezembro. O comportamento dos preços contribuiu para gerar expectativas que o BCE poderá alterar o cariz acomodatório da política monetária, mais cedo do que o anteriormente antecipado.

6 Na reunião de política monetária realizada a 19 de janeiro, o BCE decidiu manter as taxas de juro diretoras inalteradas e não efetuou nenhuma mudança nos seus programas de compra de ativos, em linha com as expectativas dos participantes de mercado. Na conferência de imprensa que se seguiu à reunião do BCE, M. Draghi reafirmou que os baixos níveis de taxas de juro deverão ser mantidos por um período alargado, afirmando não existir uma trajetória ascendente da inflação subjacente.

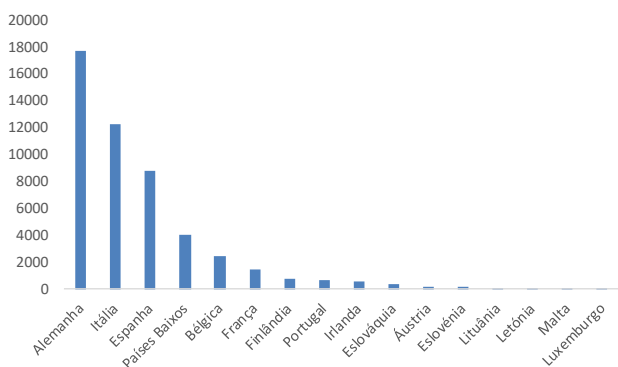
7 Em janeiro, o BCE comprou 71,36 mil M€ de títulos de dívida pública no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Durante o mês de janeiro, as compras foram essencialmente de títulos alemães e italianos (Gráfico 2). Relativamente aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras pelo BCE neste mês foi de 688 M€, significativamente abaixo da média mensal de 1071 M€ observada desde o início do programa. Em termos de maturidades médias dos títulos comprados, estas variaram entre 1,46 anos e 11,52 anos, tendo os títulos de dívida pública portuguesa a maturidade média de 9,37 anos. De referir que o PSPP é o programa que apresenta maior

Again, (v) Standing Up For Our Law Enforcement Community e (vi) Trade Deals Working For All Americans. Neste âmbito, têm sido anunciadas algumas medidas a implementar, entre as quais a aprovação da lei anti-imigração, justificada com a defesa da segurança nacional, mas amplamente contestada e que se repercutiu, de forma negativa, nos mercados.

montante no âmbito do programa alargado de compras de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme*) pelo BCE.

8 De acordo com os dados divulgados pelo BCE, desde junho e até ao final de 2016, o BCE adquiriu, ao abrigo do programa de compra de dívida do setor privado (CSPP), títulos de dívida de 3 empresas portuguesas. As empresas que cumprem os critérios de elegibilidade para o programa de compra de títulos do setor privado, por parte do BCE, são a EDP, Brisa e Ren. Neste âmbito foram comprados 9 títulos emitidos pela EDP, 4 pela Brisa e 3 pela REN. De acordo com alguns analistas, estas compras têm contribuído para uma melhoria dos custos de financiamento destas empresas. Em janeiro, a EDP emitiu 600 M€ a 6 anos à taxa de 1,931%, com um cupão de 1,875%, que compara com o yield de 3,56% da OT 4,95% out/2023. Registou-se uma procura de 2,3 mil M€, com forte interesse por parte de gestores de ativos e investidores do R. Unido e Irlanda.

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



Fonte: BCE

9 Num contexto de subida da inflação na área do euro e de incerteza relativamente à evolução da situação na Grécia, as taxas de rendibilidade apresentaram uma subida generalizada e de magnitude mais significativa nos 10 anos. A divulgação da inflação acima das expectativas foi vista como podendo significar o início de um movimento ascendente dos preços, pressionando assim taxas de rendibilidade que, contudo, continuam em níveis próximos de mínimos históricos (Tabela 1). Os países periféricos foram particularmente penalizados, registando um alargamento de *spreads* (Tabela 2).

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

	31/dez/13	30/dez/14	30/dez/15	30/mar/16	30/jun/16	30/dez/16	31/jan/17	Var. mensal (em p.p.)
Portugal	6,0	2,7	2,5	2,9	3,0	3,7	4,2	0,4
Itália	4,1	1,9	1,6	1,2	1,3	1,8	2,3	0,4
Espanha	4,1	1,6	1,8	1,4	1,2	1,4	1,6	0,2
Irlanda	3,4	1,2	1,1	0,7	0,5	0,7	1,2	0,4
França	2,6	0,8	1,0	0,5	0,2	0,7	1,0	0,4
Bélgica	2,5	0,8	1,0	0,5	0,2	0,5	1,0	0,5
Alemanha	1,9	0,5	0,6	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,2

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

10 Na Grécia, foram reforçados os receios de insustentabilidade da dívida pública. Em janeiro, o FMI publicou um relatório referindo a existência de uma dinâmica explosiva na dívida pública grega, sobretudo a partir de 2022 podendo alcançar 275% do PIB em 2060. Também durante o mês de janeiro, o Eurogrupo não chegou a acordo quanto à libertação da nova tranche de financiamento, estando

também congelado o acordo para o alívio da dívida que tinha sido acordado em dezembro.

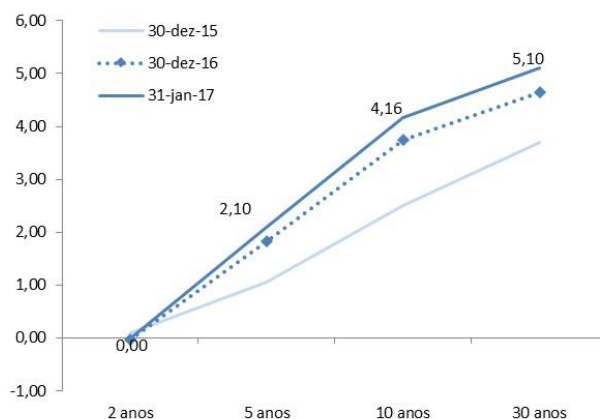
Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos base)

	31/dez/13	30/dez/14	30/dez/15	30/mar/16	30/jun/16	30/dez/16	31/jan/17	Var. mensal
Portugal	408	212	188	277	312	354	373	18
Irlanda	152	70	52	56	64	54	72	18
França	63	28	36	33	31	48	60	12
Bélgica	62	28	34	36	36	32	55	22
Itália	216	134	97	106	139	161	182	21
Espanha	220	106	114	127	129	118	116	-2

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

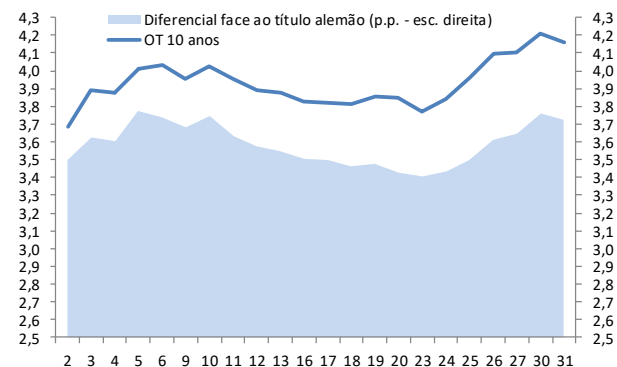
11 A subida das taxas de rendibilidade foi mais acentuada em Portugal, assinalando-se a emissão de um novo título benchmark a 10 anos (Gráfico 3). No mercado obrigacionista, o Tesouro português realizou uma emissão sindicada de um novo título *benchmark* a 10 anos (OT abr/27). Foram emitidos 3 mil M€, com a procura a ascender a 8,5 mil M€ e uma taxa de rendibilidade média de 4,23%. O custo de financiamento desta emissão foi significativamente superior ao da emissão equivalente em janeiro de 2016 com taxa de rendibilidade média de 2,97%. No mercado secundário, o yield da OT emitida situou-se abaixo do custo de emissão, a 18 de janeiro (Gráfico 4).

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



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

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



Fonte: IGCP

12 Em relação ao mercado monetário, o Tesouro emitiu 1750 M€ de Bilhetes do Tesouro, com taxas de juro inferiores às de outras emissões nos prazos de vencimento a 6 e 12 meses. A emissão a 12 meses registou um yield médio de -0,047% (menos 5,2 pontos base face à anterior emissão) e a emissão a 6 meses de -0,091% (decreceu 6,4 p.b. face à emissão de novembro).

13 A reação do mercado obrigacionista português foi influenciada pelos receios de redução do caráter acomodatório da política monetária do BCE e pelos comentários da agência de notação financeira Fitch. A agência Fitch afirmou que uma subida do rating soberano só seria possível existindo reformas estruturais no país. Acrescentou ainda que, na avaliação prevista para o início de fevereiro (atualmente em BB+, com perspetiva estável), iria ter em conta o impacto de uma possível solução para a banca sobre as contas públicas.² Responsáveis da Fitch afirmaram que existe um nível elevado de concentração na banca portuguesa e alertou para a fragilidade dos bancos, que registam um nível elevado de ativos problemáticos e níveis baixos de rentabilidade e de rácios de capital, apesar das recapitalizações da CGD e do BCP.

14 Relativamente à CGD, realizou-se a primeira fase da recapitalização do banco público, com um total de cerca de 1444 M€, obtidos através da concretização da conversão em capital dos CoCos e dos juros associados (945 M€) e da entrega de ações da Parcaixa respeitantes a 49% do capital (cerca de 499 M€).

15 O BCP anunciou um aumento de capital de 1332 M€, através da emissão de novas ações. O prospeto foi aprovado pela CMVM, definindo-se 9 de fevereiro para o início da transação das novas ações. Na sequência deste anúncio, as ações do BCP registaram fortes quedas, na medida em que a operação implica uma forte diluição dos atuais acionistas. A S&P colocou o rating do BCP sob observação com "implicação positiva", indicando que um aumento de capital bem-sucedido poderá vir a melhorar a capacidade creditícia da instituição. Este aumento de capital foi considerado positivo pela Fitch e Moody's, que mantiveram os ratings da dívida sénior do BCP na categoria de investimento especulativo.

16 O Banco Mundial reviu ligeiramente em baixa as previsões para o crescimento económico global em 2016, 2017 e 2018. De acordo com as previsões divulgadas em janeiro, a instituição espera uma aceleração do crescimento em 2017 face ao ano anterior, com os países emergentes a beneficiarem da subida dos preços das matérias-primas, embora as previsões estejam condicionadas pela elevada incerteza política. O relatório aponta como risco ascendente para o crescimento global a possibilidade de uma política orçamental mais expansionista nos EUA, embora o aumento do protecionismo constitua uma preocupação.

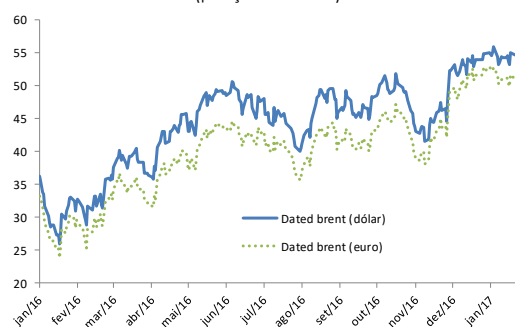
17 O FMI publicou uma atualização ao relatório World Economic Outlook (WEO). A instituição espera uma aceleração da economia mundial em 2017 e 2018. As perspetivas para a evolução das economias avançadas foram revistas em alta face ao WEO divulgado em outubro/16, refletindo a aceleração da atividade no 2º semestre de 2016 e incorporando expectativas de aumento dos estímulos orçamentais nos EUA. Por outro lado, relativamente às economias emergentes e em desenvolvimento, as previsões

² A avaliação anunciada em 3 de fevereiro não resultou em alteração do rating. As próximas avaliações, por parte da agência Fitch, estão previstas para 16 de junho e 15 de dezembro. A agência Moody's adiou a sua decisão de 13 de janeiro

são agora ligeiramente menos favoráveis, refletindo condições financeiras mais restritivas. É, ainda assim, referido que o relatório é divulgado num contexto de forte incerteza e que os riscos do cenário macroeconómico são sobretudo descendentes.

18 O preço do petróleo subiu ligeiramente em dólares, situando-se, no final do mês em 55,25 dólares/baril, tendo descido em euros (Gráfico 5). O aumento do preço do *dated brent* foi sustentado por notícias de cumprimento do acordo para o corte de produção no Kuwait. Contudo, os receios que este acordo possa vir a ser quebrado terão contribuído para a contenção do movimento de subida. No conjunto do mês de janeiro, a variação foi do preço do *dated brent* foi de -1,5% em euros e 0,5% em dólares.

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



Fonte: Thomson Reuters.

Dívida direta do Estado

19 As necessidades líquidas de financiamento do Estado de 2016 diminuíram face a 2015 em resultado da menor despesa com ativos financeiros. As necessidades líquidas de financiamento do Estado em 2016 fixaram-se em 8,3 mil M€, o que representa um decréscimo de 3,5 mil M€ face ao período homólogo (Tabela 3). O decréscimo anual resultou da despesa líquida com ativos financeiros, uma vez que em 2016 esta foi de 2 169 M€ e em 2015 tinha sido de 6 228 M€. No que se refere às necessidades de financiamento recorrentes do défice do subsetor Estado, estas aumentaram de 2015 para 2016, de 5 606 M€ para 6 157 M€. Relativamente à despesa com ativos financeiros de 2016, salienta-se a injeção de capital na empresa Infraestruturas de Portugal (950M€), no Metropolitano de Lisboa (358 M€), na Parpública (290 M€), e na CP- Comboios de Portugal (176 M€), bem como o empréstimo de médio e longo prazo à Metro do Porto (558M€), à Parvalorem (334M€), à Parups (92M€) e à Parque Escolar (85 M€). A diferença face a 2015 resulta em grande medida da injeção de capital no BANIF ocorrida em dezembro de 2015, de 1766 M€, e do adiamento da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos de 2016 para 2017. Quando comparadas com o OE/2016, as necessidades de financiamento foram inferiores ao previsto. Para tal contribui o menor nível de empréstimos (1 104 M€ face a 2 504 M€) devido, em parte, a não ter sido necessário o empréstimo de 853 M€ ao Fundo de Resolução Único. Em termos mensais registou-se em dezembro uma necessidade líquida de financiamento de 168 M€, como resultado da despesa líquida

para a próxima avaliação a 5 de maio, tendo ainda previsto um anúncio para 1 de setembro. A S&P deverá anunciar decisões de rating a 17 de março e a 15 de setembro e a DBRS a 21 de abril e 20 de outubro.

com ativos financeiros (551 M€) que mais do que superou o *superavit* orçamental mensal do Estado (383 M€).

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

	Out	Nov	Dez	Jan-Dez 2015	2016	OE 2016
Necessidades líquidas de financiamento	1918	-42	168	11834	8325	10440
Déficé orçamental (sub-setor Estado)	1863	-117	-383	5606	6157	6305
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	73	121	902	6778	3112	4924
Empréstimos de médio e longo prazo	44	23	669	1875	1104	2504
Dotações de Capital	27	98	198	4845	1943	2298
Outros	2	0	35	58	65	122
<i>Receita com ativos financeiros</i>	17	46	351	550	944	788
Despesa líquida com ativos financeiros	55	75	551	6228	2169	4136

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

20 A dívida direta do Estado registou um acréscimo em 2016 com reflexo, em grande medida, ao nível da dívida titulada de médio e longo prazo. No final de 2016, a dívida direta do Estado fixou-se em 236,3 mil M€, o que representa um aumento anual de 9,9 mil M€ (4,4%) (Tabela 4).³ Para este aumento contribuiu a emissão líquida de títulos de dívida de médio e longo prazo (11,2 mil M€), nomeadamente de Obrigações do Tesouro (6,2 mil M€), de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (3,5 mil M€). Por seu turno, o stock de dívida não titulada aumentou 3,5 mil M€, como consequência da emissão líquida de Certificados de Aforro e do Tesouro. Em sentido contrário, o reembolso antecipado de 4,5 mil M€ do empréstimo do FMI reduziu a dívida no âmbito do PAEF para 67,9 mil M€ no final de 2016. Em termos mensais, observou-se uma diminuição do stock de dívida em 1206 M€ em dezembro (-0,5%), o terceiro mês consecutivo de redução. Para esta diminuição contribuiu o reembolso parcial antecipado do empréstimo do FMI no âmbito do PAEF no valor de 457 M€, a redução do stock de obrigações através de recompras bilaterais da OT com maturidade em outubro de 2017 no valor de 139 M€ e a amortização de BT no montante de 294 M€. Adicionalmente, o stock dos Certificados do Tesouro aumentou em 313 M€, tendo o de Certificado de Aforro diminuído em 25 M€. Por último, as contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros aumentaram em 49 M€. De salientar que a dívida após coberturas cambiais ascendeu a 233,9 mil M€.

Tabela 4 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	dez/15	nov/16	dez/16	Variação (%)			Variação (M€)		
				mensal		homóloga	mensal		homóloga
						peso (%)			
Titulada	129 959	142 021	140 899	-0,8	8,4	59,6	-1 122	10 939	
Curto prazo	20 721	21 438	20 413	-4,8	-1,5	8,6	-1 026	-309	
Médio e longo prazo	109 238	120 582	120 486	-0,1	10,3	51,0	-96	11 248	
Não titulada	23 948	27 091	27 428	1,2	14,5	11,6	338	3 480	
Cert. Aforro	12 793	12 947	12 922	-0,2	1,0	5,5	-25	128	
Cert. do Tesouro	9 296	10 968	11 281	2,9	42,3	4,8	313	3 355	
Outra	3 228	3 176	3 225	1,5	-0,1	1,4	49	-3	
Assist. Financeira	72 455	68 378	67 956	-0,6	-6,2	28,8	-422	-4 500	
Total	226 363	237 489	236 283	-0,5	4,4	100,0	-1 206	9 920	
Por memória:									
Transaccionável	124 261	136 012	135 622	-0,3	9,1	57,4	-390	11 361	
Não Transaccionável	102 102	101 478	100 661	-0,8	-1,4	42,6	-816	-1 441	
Euro	201 154	216 413	215 592	-0,4	7,2	91,2	-821	14 438	
Não euro	25 209	21 076	20 691	-1,8	-17,9	8,8	-385	-4 518	
Contas margem	2 106	2 059	2 108				49	2	

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.

21 Ao valor de encaixe, os últimos dados disponíveis apontam para que em 2016 se tenha registado uma emissão líquida de dívida direta do estado inferior ao previsto no OE/2016 e no OE/2017. Em 2016, a emissão líquida de dívida direta do Estado deverá ter atingido, segundo dados do IGCP,

cerca de 9,6 mil M€, o que representa um valor inferior ao previsto no OE/2016 (10,5 mil M€) e no OE/2017 (12,6 mil M€) (Tabela 5). A diferença face ao OE/2016 resulta da menor emissão líquida de Obrigações do Tesouro (OT) totalizando 6,3 mil M€, um valor que é inferior aos 11,6 mil M€ projetados, em consequência quer da menor emissão bruta (16,7 mil M€ face aos 18,1 mil M€ projetados no OE/2016) quer da maior amortização (10,4 mil M€ face aos 6,5 mil M€ previstos). Em sentido contrário, os Certificados do Tesouro e Certificados de Aforro registaram uma emissão líquida superior à prevista (3,5 mil M€ face aos 1,7 mil M€ previstos). Por fim, de referir que durante 2016 foi criado um novo instrumento financeiro, designadamente as Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), cujo valor emitido atingiu 3 450 M€.

Tabela 5 – Composição de financiamento em 2016⁴
(em milhares de milhões de euros)

	2016 (execução - dados IGCP)			2016 (previsão OE/2016)			2016 (dados do OE/2017)		
	emissão	amortizaçã	saldo	emissão	amortizaçã	saldo	emissão	amortizaçã	saldo
Cert. de Afo. e do Tesouro	4,3	0,8	3,5	2,4	0,7	1,7	4,2	0,7	3,5
Bilhetes do Tesouro	18,7	18,5	0,2	14,8	15,0	-0,2	15,4	15,0	0,4
Obrigações do Tesouro	16,7	10,4	6,3	18,1	6,5	11,6	16,9	9,7	7,2
PAEF	0,3	4,5	-4,2	0,0	4,6	-4,6	0,3	2,0	-1,7
Outras	5,1	1,3	3,8	7,5	5,6	2,0	11,2	8,0	3,2
Total	45,1	35,5	9,6	42,8	32,3	10,5	48,0	35,4	12,6

Fontes: IGCP e Ministério das Finanças.

22 Em 2016, a despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado apresentou um acréscimo inferior ao previsto no OE/2016. A despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado em 2016 fixou-se em 7380 M€ (Tabela 6), o que representou um acréscimo anual de 3,9%. Não obstante o acréscimo registado, a despesa de 2016 ficou aquém do previsto para o conjunto do ano no OE/2016 (7555 M€). Merece destaque o pagamento do cupão das OT com uma despesa de 4,5 mil M€, valor superior aos 4,1 mil M€ pagos de 2015, embora compare positivamente com o previsto no OE/2016 (4,6 mil M€). Adicionalmente, os juros relativos a Certificados de Aforro e aos Certificados do Tesouro fixaram-se em 792 M€, valor inferior aos 807 M€ previstos (contrastando com os 485 M€ pagos em 2015).⁵ A contrapor, os juros pagos relativamente aos empréstimos no âmbito do PAEF foram de 1846 M€, o que representa um valor inferior ao verificado no período homólogo (2119 M€) fruto do reembolso antecipado de 4,5 mil M€ do empréstimo do FMI. No caso dos Bilhetes do Tesouro, foram pagos 99 M€ em 2015 e apenas 9 M€ em 2016, em grande medida devido à redução das taxas de juros subjacentes às emissões.

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

	2015	2016			Execução 2016	Tvh (%)	Objectivo OE-2016	Grau de Execução (%)
		out	nov	dez				
Juros da dívida pública	7 038	1 492	332	49	7 282	3,5	7 475	97,4
Bilhetes do Tesouro	99	0	0	0	9	-90,7	11	84,6
Obrigações do Tesouro	4 087	1 268	1	1	4 544	11,2	4 632	98,1
Empréstimos PAEF	2 119	60	278	-24	1 846	-12,9	1 947	94,8
Certif. de Aforro e do Tesouro	562	61	68	71	792	40,8	807	98,1
CEDIC / CEDIM	37	7	1	2	24	-34,7	16	148,0
Outros	133	95	-16	0	67	-49,6	62	109,0
Comissões	67	3	29	-2	99	47,7	80	123,2
Empréstimos PAEF	2	0	0	0	16	642,8	2	794,6
Outros	65	3	29	-2	83	28,0	78	106,0
Juros e outros encargos pagos	7 105	1 494	361	47	7 380	3,9	7 555	97,7
Por memória:								
Juros recebidos de aplicações	-13	0	0	0	-4	-70	-9	
Juros e outros encargos líquidos	7 092	1 494	361	47	7 376	4,0	7 546	97,8
Tvh (%)	1,7	-2,4	-3,5	-55,9	4,0		6,4	

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

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

⁴ Excluindo CEDIC, CEDIM e contas-margem.

⁵ Recorde-se que em os Certificados do Tesouro, criados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 40/2010, o pagamento anual dos juros a partir do 5.º ano fêem como referência a taxa da OT a 5 anos verificada na data de subscrição.

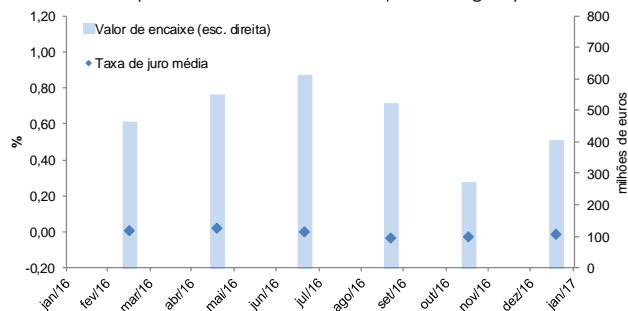
23 Já em janeiro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a seis e a doze meses e uma OT a 10 anos. No dia 18 de janeiro, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro, no valor de 385 M€ com maturidade a 6 meses, cuja procura superou os 1 235 M€, a uma taxa média de -0,091%, e, o segundo, a 12 meses no valor de 1 664 M€, cuja procura se situou nos 2167 M€, a uma taxa de -0,047%. De referir que em ambos os casos a taxa de juro de colocação foi similar à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 6 e Gráfico 7). Adicionalmente realizou no dia 11 de janeiro uma emissão sindicada da OT com cupão a 4,125% com maturidade a 10 anos no valor de 3 mil M€ a uma taxa de 4,227%, com uma procura de 8,5 mil M€. A última emissão de uma OT a 10 anos foi efetuada através de leilão, em setembro de 2016, a uma taxa de 3,027%.

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

Instrumento	Bilhetes do Tesouro		OT
	jul/17	jan/18	abr/27
Maturidade	18/jan	18/jan	11/jan
Data da Transacção	18/jan	18/jan	11/jan
Prazo	6 meses	12 meses	10 anos
Montante Colocado (M€)	385	1 664	3 000
Montante de Procura (M€)	1 235	2 167	8 500
Taxa média (%)	-0,091	-0,047	4,227
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	nov/16	nov/16	set/16
	-0,027	0,005	3,027

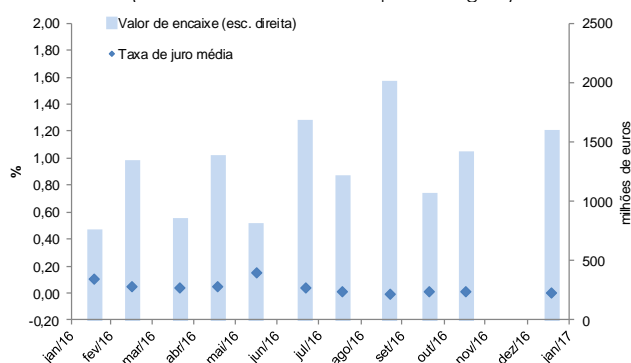
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 6 – Bilhetes do Tesouro a seis meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

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

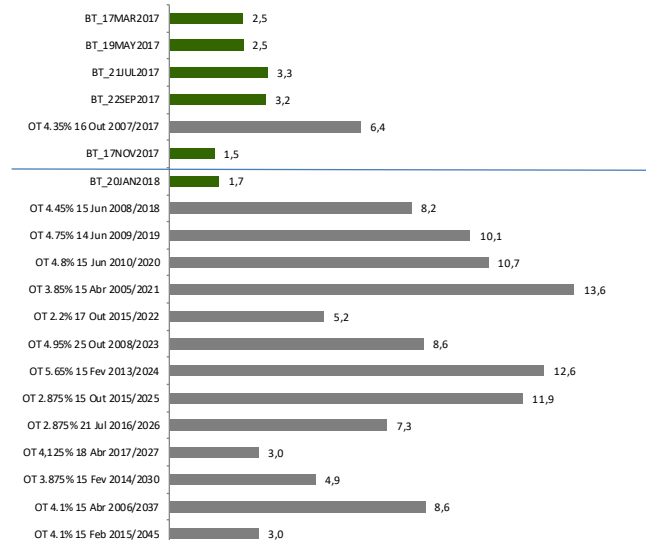


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

24 Segundo o IGCP, encontra-se previsto para 2017 a amortização de Obrigações do Tesouro no valor de 7 mil M€. De acordo com a apresentação do IGCP aos investidores, com data de fevereiro de 2017, encontra-se projetada para 2017 a amortização de OT com maturidade no mês de outubro, no valor de 6,4 mil M€ (Gráfico 8), à qual crescem recompras bilaterais no valor de 0,6 mil M€. Adicionalmente,

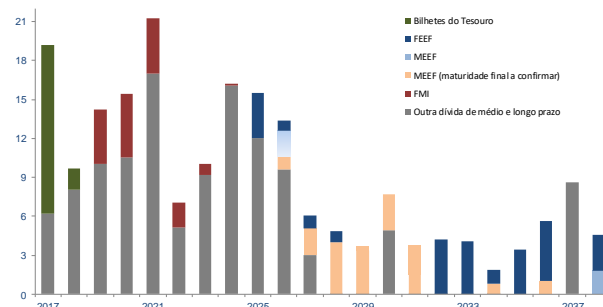
face à apresentação aos investidores de janeiro de 2017, foi revisto em alta o reembolso antecipado do empréstimo do FMI a efetuar em 2017, de 1,5 mil M€ para 1,7 mil M€. Este maior nível de amortizações deve-se, em parte, à revisão em alta das projeções para o financiamento proveniente dos Certificados de Aforro e do Tesouro em 2017, de 1,5 mil M€ para 2,3 mil M€.

Gráfico 8 – Perfil de amortização a 8 de fevereiro de 2017
(em milhares de milhões de euros)



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

Gráfico 9 – Perfil de amortização a partir de fevereiro de 2017
(em milhares de milhões de euros)

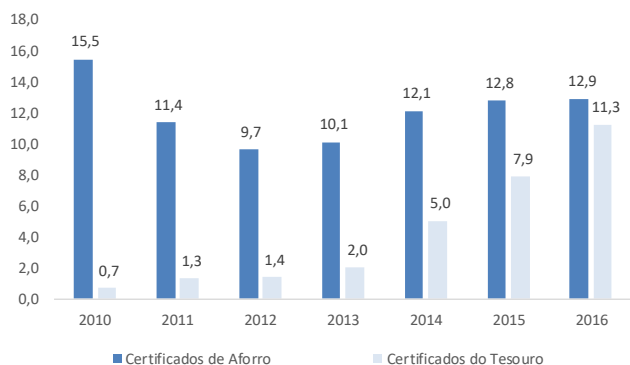


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

25 O stock de Certificados de Aforro e do Tesouro registaram um novo aumento em 2016. No final de 2016, o stock de Certificados de Aforro atingiu 12,9 mil M€, o que representa um aumento de 1% face 2015 (Gráfico 10), o quarto ano consecutivo de subida, com emissão bruta de 512 M€ em 2016. Adicionalmente, os Certificados do Tesouro atingiram 11,2 mil M€, o que representa um aumento de 42,3% face a 2015 e emissão bruta de 3 479 M€. De referir que se têm observado aumentos anuais sucessivos do stock dos Certificados do Tesouro desde o início da sua comercialização (julho de 2010).

Gráfico 10 – Variação anual do Stock de Certificados de Aforo e do Tesouro

(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Dívida pública na ótica de Maastricht⁶

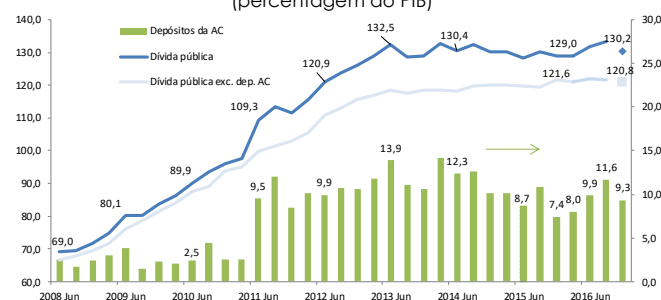
26 Na ótica de Maastricht, a dívida pública diminuiu do 3.º para o 4.º trimestre de 2016. Em termos anuais registou-se um aumento de 9,5 mil M€. De acordo com as estatísticas do Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de 2016 ascendeu a 241,1 mil M€, o que representa um decréscimo face ao registado no final do 3.º trimestre (244,4 mil M€). No entanto, quando comparado com o verificado no final de 2015 (de 231,6 mil M€) o aumento foi de 9,5 mil M€. Por seu turno, a dívida líquida de depósitos da administração central fixou-se em 223,8 mil M€ no final de 2016, o que representa uma relativa manutenção face ao registado no final de setembro (223,2 mil M€) e um aumento de 5,5 mil M€ quando comparada com o registado no final de 2015, uma vez que nessa data se situava em 218,3 mil M€. No que se refere aos depósitos da administração central, passaram de 13,2 mil M€ em dezembro de 2015 para 17,3 mil M€ no final de 2016.

27 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB no final de 2016 se tenha situado entre 129,8% e 130,5% do PIB. Como referido no parágrafo anterior, a dívida pública no final do terceiro trimestre ascendeu a 241,1 mil M€. De acordo com a informação disponível, a estimativa realizada aponta para que o valor central da dívida pública em percentagem do PIB tenha ascendido a 130,2% do PIB no final de 2016 (Tabela 8), sendo que esta estimativa está dependente da hipótese assumida quer para a taxa de crescimento do PIB real, quer para o deflator do PIB.⁷ Em alternativa, utilizando como referência o PIB de 2016 estimado pelo Ministério das Finanças no âmbito do OE/2017, a dívida pública ficaria em 130,1% do PIB. A confirmar-se este resultado, verificou-se um decréscimo face a dívida pública registada no final do terceiro trimestre de 2016, de 133,4% do PIB, embora signifique um desvio face ao previsto para o final do ano pelo Ministério das Finanças no âmbito do OE/2017, o qual recorde-se foi de 129,7% do PIB. Para este desvio terá contribuído o acréscimo de depósitos da administração central de 13,3 mil M€ no final de 2015 para 17,3 mil M€, quando se encontrava prevista no OE/2017 uma estabilização. Por último, de sublinhar que a dívida pública excluindo os depósitos da administração

⁶ 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

central poderá atingir 120,8% do PIB no final de 2016, o que representa um decréscimo de 0,8 p.p. face a 2015.

Gráfico 11 – Dívida pública (percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Tabela 8 – Projeções para a dívida pública no final de 2016 (em percentagem e pontos percentuais do PIB)

	UTAO	OE/2017	OE/2016	PE 2016-2020
	2016	2016	2016	2016
Dívida Pública (% do PIB)	130,2	129,7	127,7	124,8
variação em p.p. do PIB	1,2	0,7	-1,1	-4,2
efeito do saldo primário	-2,0	-1,9	-2,3	-2,2
efeito dinâmico	0,4	0,3	-0,2	-0,4
efeito taxa de juro	4,3	4,3	4,6	4,4
efeito PIB	-4,0	-4,0	-4,8	-4,8
ajustamento défice-dívida:	2,8	2,3	1,5	-1,6

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

28 O efeito dinâmico e o ajustamento défice-dívida justificam o acréscimo anual da dívida pública em 2016.

De acordo com a estimativa da UTAO para a dívida pública, o valor central situar-se-á em 130,2% do PIB no final de 2016 (Tabela 9), o que representa um desvio de 0,5 p.p. do PIB face ao previsto no OE/2017, de 129,7% do PIB (o desvio é superior se o termo de comparação for as projeções do OE/2016 ou do PE/2016-2020). Face ao previsto no OE/2017, o ajustamento défice-dívida deverá vir a ser superior devido, em parte, à maior constituição de depósitos pela administração central, apesar de, em sentido contrário, se terem registado menos dotações de capital e empréstimos de médio e longo prazo às empresas públicas, bem como mais reembolsos antecipados do empréstimo do FMI (4,5 mil M€ face aos 2 mil M€ projetados no âmbito do OE/2017). Para o aumento anual de 1,2 p.p. do PIB contribuiu, sobretudo, o ajustamento défice-dívida, em 2,8 p.p. do PIB, representando o efeito dinâmico um acréscimo de dívida de 0,3 p.p. do PIB (devido a uma despesa de juros superior ao efeito positivo que adveio do aumento do PIB nominal). Em sentido contrário, o saldo primário deverá dar um contributo favorável para a redução da dívida pública em 2016, de -2,0, p.p. do PIB.

Tabela 9 – Decomposição da variação anual da dívida pública (em percentagem e pontos percentuais do PIB)

	2014	2015	2016	Acumulado 2013/16	2016 (OE/2017)
	Dívida Pública (% do PIB)	130,6	129,0	130,2	
variação em p.p. do PIB	1,6	-1,6	1,2	1,2	0,7
efeito do saldo primário	2,3	-0,2	-2,0	0,1	-1,9
efeito dinâmico	2,8	-0,1	0,4	3,0	0,3
efeito taxa de juro	4,9	4,6	4,3	13,8	4,3
efeito PIB	-2,1	-4,7	-4,0	-10,8	-4,0
ajustamento défice-dívida	-3,5	-1,3	2,8	-2,0	2,3

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

consolidada. iii. capitalização dos certificados de aforo - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforo.

⁷ Na sua análise a UTAO tem em consideração as previsões do INE para o crescimento do PIB nos primeiros três trimestres, bem como do Ministério das Finanças para o ano 2016, entre outras estimativas como o Consensus Bloomberg.