

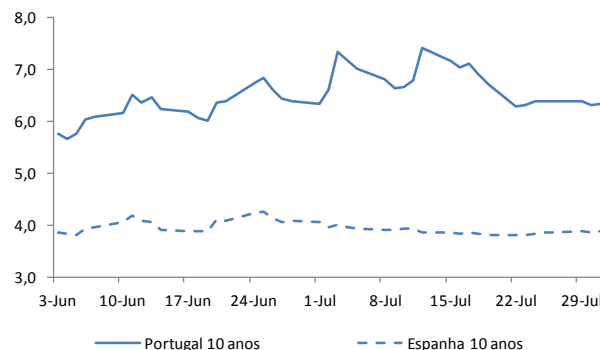
### Condições de mercado

**1 Em julho, observou-se uma melhoria do sentimento económico nas economias desenvolvidas, sobretudo na área do euro e nos EUA.** A esta melhoria esteve associada a sinalização por parte dos principais bancos centrais de que os estímulos monetários deverão permanecer.<sup>1</sup> O comportamento de vários indicadores quantitativos, tal como por exemplo, a redução do desemprego na área do euro, pela primeira vez desde abril de 2011, também contribuiu para a melhoria do sentimento económico. Adicionalmente, o crescimento do produto interno bruto norte-americano no segundo trimestre surpreendeu pela positiva.<sup>2</sup> Como consequência, observou-se a uma valorização da dívida soberana da maioria dos países da área do euro e, por conseguinte, uma redução da taxa de rendibilidade da dívida pública.

**2 Os principais índices acionistas valorizaram e assistiu-se a uma apreciação do euro face ao dólar.** Dados económicos positivos e resultados de empresas acima do esperado, sobretudo nos EUA, associado à expectativa de manutenção de políticas monetárias expansionistas por parte dos vários bancos centrais, conduziram os principais mercados acionistas a uma valorização em julho. O índice *Eurostoxx 50* valorizou-se 6,4% enquanto o *Dow Jones Industrials* subiu 4,0%. No que se refere ao mercado cambial, o euro apreciou-se em relação ao dólar devido, sobretudo, ao discurso do presidente da Reserva Federal norte-americana (FED), Ben Bernanke, junto do Congresso, o qual manteve as expectativas de manutenção de uma política monetária expansionista e dependente de uma melhoria sustentada da acomodatória evolução da economia norte-americana.

**3 A taxa de rendibilidade da dívida pública espanhola manteve uma tendência decrescente.** Apesar da instabilidade política em Espanha não se observou um aumento na perceção de risco em torno da dívida pública espanhola (Gráfico 1). Com efeito, o Tesouro espanhol financiou-se em 3,06 mil M€, no dia 18 de julho, um pouco acima do montante máximo previsto e com taxas mais baixas do que as obtidas nos leilões anteriores.

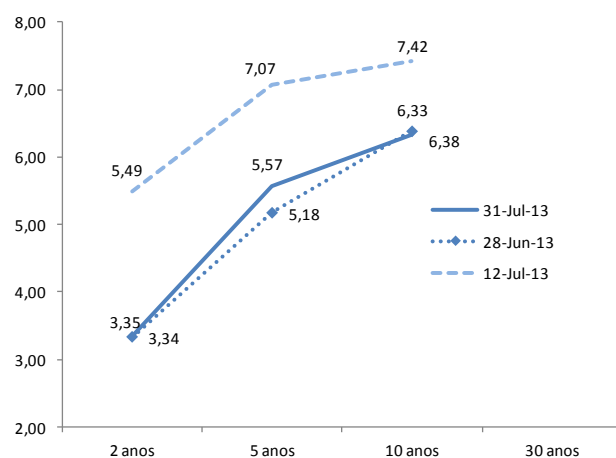
Gráfico 1 – Evolução das taxas de rendibilidade da dívida soberana de Espanha e Portugal a 10 anos (em percentagem)



Fonte: IGCP

**4 Em Portugal, verificou-se um aumento da volatilidade da dívida pública portuguesa, associada à instabilidade no plano político.** Na primeira metade do mês de julho, observou-se um aumento das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa tendo, a *yield* a 10 anos, ultrapassado temporariamente os 7,5% (Gráfico 2). A normalização da situação política terá contribuído para reverter o aumento das taxas de rendibilidade das Obrigações de Tesouro. Com efeito, a curva de rendimentos dos títulos de dívida pública portuguesa retomou, no final do mês, os níveis de partida (Gráfico 2). Apesar da forte correção, na *yield* a 5 anos a reversão não foi total. Em relação ao final de junho, a taxa de rendibilidade dos títulos com esta maturidade aumentou 0,4 p.p.. Em termos de *spread* face à Alemanha, o comportamento foi idêntico. Apesar de uma subida no início, verificou-se uma queda no final do mês (Gráfico 3). O diferencial a 10 anos face ao título alemão fixou-se em 4,7 p.p., valor igual ao verificado no final de junho (Tabela 1).

Gráfico 2 – Curva de rendimentos dos títulos benchmark da dívida pública (em percentagem)



Fonte: IGCP

<sup>1</sup> No âmbito do relatório bianual acerca do estado da economia norte-americana, perante o Congresso, o Governador da Reserva Federal (FED), Ben Bernanke, traçou uma perspetiva mais positiva, bem como o condicionalismo da política monetária a uma melhoria mais firme e sustentada da atividade económica.

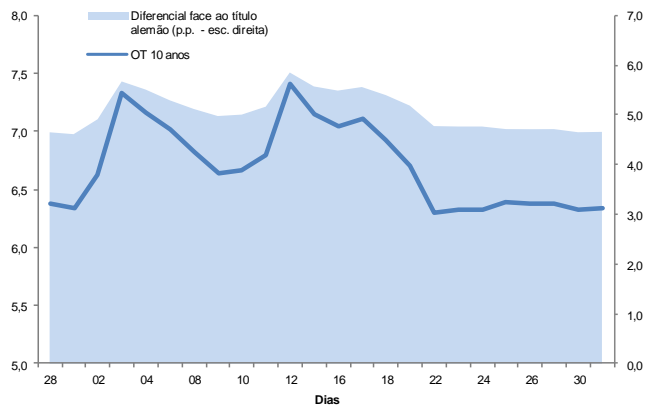
<sup>2</sup> O PIB dos EUA cresceu 1,7% no 2º trimestre, em cadeia e em termos anualizados, acima do previsto pelo mercado (1,0%), devido, sobretudo, ao contributo da procura interna.

**Tabela 1 – Diferenciais de taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública a 10 anos face à Alemanha (em pontos percentuais)**

	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	29-Abr-13	31-Mai-13	28-Jun-13	31-Jul-13	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	3,6	11,0	5,6	4,6	4,0	4,7	4,7	0,0	0,1
Itália	1,8	5,2	3,2	2,7	2,7	2,8	2,7	-0,1	0,0
Espanha	2,5	3,2	3,9	2,9	2,9	3,0	3,0	-0,1	0,0
Irlanda	6,1	-	-	2,4	2,2	2,3	2,2	-0,1	-0,2
França	0,4	1,3	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	-0,1	0,0
Bélgica	1,0	2,2	0,7	0,8	0,7	0,9	0,8	-0,1	0,1

Fonte: IGCP

**Gráfico 3 – Evolução diária em junho da taxa de rendibilidade a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)**



Fonte: IGCP

**5 O Banco de Portugal atualizou as projeções para a atividade económica, passando a prever uma queda em 2013, seguida de uma ligeira recuperação em 2014.**<sup>3</sup> O banco central passou a projetar, para a economia portuguesa, um decréscimo do PIB na ordem dos 2,0% em 2013 e um acréscimo ligeiro de 0,3% em 2014. Face às últimas projeções elaboradas pela mesma instituição, registou-se uma revisão em alta do crescimento do PIB para 2013 (a anterior era de -2,3%) e em baixa para 2014 (a anterior era de 1,1%). A revisão em 2013 deveu-se, sobretudo, à perspetiva de um melhor desempenho das exportações, apesar de uma maior degradação do investimento.

#### Dívida direta do Estado <sup>4</sup>

**6 O stock da dívida direta do Estado aumentou, em junho, 1,6% em termos mensais e 10,5% em termos homólogos.** A dívida direta do Estado fixou-se no final de junho em 206 648 M€ (Tabela 2). Em termos de composição, e em relação ao mês anterior, o aumento da dívida ficou a dever-se ao desembolso de mais uma parcela do empréstimo do FEEF, no âmbito do programa de assistência financeira (Tabela 3). Também a dívida titulada de curto prazo registou um aumento, para o que contribuíram as emissões de Bilhetes de Tesouro (Tabela 4). Em relação ao período homólogo, registou-se um aumento do peso da dívida titulada de curto prazo, quer em relação ao total da dívida quer em relação ao subtotal da dívida titulada. No que se refere às Obrigações de Tesouro a taxa fixa, principal instrumento de médio e longo prazo, se verifica uma

<sup>3</sup> Estas projeções podem ser observadas no [Boletim Económico de Verão](#), publicado no dia 16 de julho.

<sup>4</sup> A dívida direta do Estado é um subconjunto da dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht e utiliza critérios diferentes.

diminuição da maturidade residual face a igual período do ano passado (de 6,7 para 5,9 anos).<sup>5</sup>

**Tabela 2 – Dívida Direta do Estado (stock em final de período, em milhões de euros)**

	Jun-12	Dez-12	Mai-13	Jun-13	Variação (%)		
					mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 060	119 840	127 409	127 859	0,4	7,4	61,9
Curto prazo	21 013	24 360	26 554	27 113	2,1	29,0	13,1
Médio e longo prazo	98 047	95 479	100 855	100 745	-0,1	2,8	48,8
Não titulada	12 607	11 612	11 646	11 660	0,1	-7,5	5,6
Cert. Aforro	10 139	9 669	9 722	9 750	0,3	-3,8	4,7
Cert. do Tesouro	1 382	1 416	1 398	1 394	-0,3	0,8	0,7
Outra	1 086	527	526	515	-2,1	-52,5	0,2
Assist. Financeira	55 391	63 013	64 418	67 129	4,2	21,2	32,5
<b>Total</b>	<b>187 059</b>	<b>194 466</b>	<b>203 473</b>	<b>206 648</b>	<b>1,6</b>	<b>10,5</b>	<b>100,0</b>
Por memória:							
Transaccionável	113 809	115 280	121 723	122 004	2,4	0,9	59,8
Não Transaccionável	73 250	79 185	81 750	84 644	0,6	10,8	40,2
Euro	166 026	171 391	179 885	182 450	1,9	4,4	88,4
Não euro	21 033	23 075	23 588	24 197	-0,2	7,3	11,6

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os stocks (incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF), encontram-se valorizados em termos nominais, exceto nos títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado. No caso dos desembolsos do PAEF, os stocks encontram-se valorizados à taxa de câmbio de referência no último dia do mês.

**7 No âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, foi desembolsada a 8.ª franche do empréstimo concedido pela UE.** A 27 de junho, a República Portuguesa recebeu 2 100 M€ (ao valor de encaixe) provenientes do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), com maturidade média de 21 anos. Em termos acumulados, os valores recebidos pelo FEEF totalizam 21 269 M (Tabela 3).

**Tabela 3 – Desembolsos no âmbito do PAEF (ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)**

	2011	2012	2013	Total recebido	2013	2014	Total do programa
	Executado	Executado	Até 19-Jul		Previsto*	Previsto*	
<b>TOTAL</b>	<b>34,2</b>	<b>27,5</b>	<b>4,4</b>	<b>66,1</b>	<b>9,9</b>	<b>7,9</b>	<b>79,5</b>
FMI	13,1	8,2	1,5	22,8	3,4	2,7	27,4
U.E.	21,1	19,3	2,9	43,3	6,5	5,2	52,1
MEEF	14,1	7,9	0,0	22,0	-	-	-
FEEF	7,0	11,3	2,9	21,3	-	-	-

Fontes: IGCP, Comissão Europeia e cálculos da UTAO. | Nota: (\*) Previsão que consta no relatório da Comissão Europeia "The Economic Adjustment Programme for Portugal: Seventh Review"; o montante total já recebido difere do indicado na Tabela 2 por não incluir a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, as mais/menos valias e variações cambiais.

**8 Foram emitidos dois Bilhetes do Tesouro (BT) a 6 e 12 meses.** A 17 de julho foram emitidos dois Bilhetes do Tesouro (Tabela 4, Gráfico 4 e Gráfico 5). As colocações resultaram numa taxa de juro ligeiramente superior à da última operação, em particular no caso do BT a 12 meses. As taxas médias de colocação foram de 1,04% e 1,72% para os BT com maturidade a 6 e 12 meses, respetivamente.

**Tabela 4 – Emissões brutas de dívida pública em junho**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Dez-13	Jul-14
Maturidade	17-Jul	17-Jul
Data da Transacção	17-Jul	17-Jul
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€) <sup>1</sup>	357	1 289
Montante de Procura (M€) <sup>1</sup>	1 325	2 123
<b>Taxa média (%)<sup>2</sup></b>	<b>1,045</b>	<b>1,720</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	19-Jun-13	16-Mai-13
	1,041	1,232

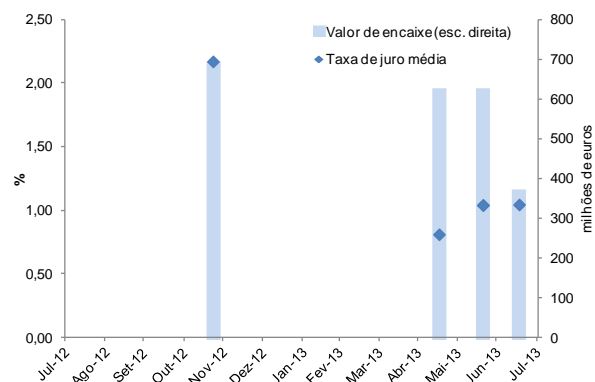
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: 1) Valor nominal, em fase competitiva e não competitiva. 2) Resultado do leilão em fase competitiva.

**9 O IGCP anunciou o programa de financiamento para o segundo semestre de 2013, o qual se suporta no programa de assistência financeira e na emissão de títulos.** O financiamento através do mercado tem vindo a ser, desde o segundo trimestre, um pré-financiamento para as necessidades de 2014. Para 2013 está previsto um aumento

<sup>5</sup> A maturidade média residual é ponderado pelos montantes vivos (outstanding).

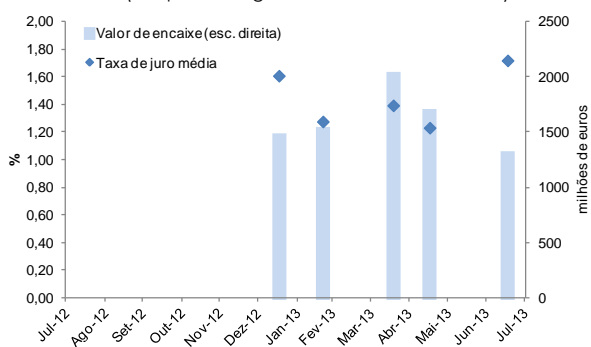
das emissões líquidas de BT em 2,2 mil M€. Caso as condições de mercado se revelem favoráveis, o IGCP tem intenção de reintroduzir títulos obrigacionistas com maturidades diversas (ao longo da curva de rendimentos) e explorar oportunidades de troca de obrigações.

**Gráfico 4 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 6 meses**  
(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 5 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 12 meses**  
(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

### Dívida na ótica de Maastricht <sup>6</sup>

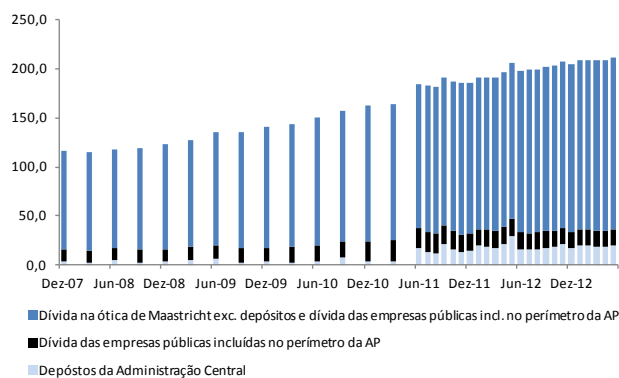
**10 O stock da dívida pública na ótica de Maastricht aumentou, em maio, 1,2% em termos mensais e 2,4% em termos homólogos.** Segundo as estatísticas do Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht, ótica relevante para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE), situou-se, no final de maio, em 211 549 M€ (Gráfico 6), o que representa um acréscimo de 2,6 mil M€ face a abril.<sup>7</sup> No que se refere à dívida consolidada das empresas públicas incluídas no perímetro da administração pública, excluindo créditos comerciais, esta situou-se em 16 104 M€ no final de maio, inalterada face a abril.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> A dívida na ótica de Maastricht é medida em termos consolidados e dela excluem-se os créditos comerciais obtidos pelas administrações públicas. Este conceito difere do conceito dívida direta do Estado, compilada pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) numa base mensal, devendo, principalmente, a: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de Maastricht se incluem 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.

<sup>7</sup> Para tal terá contribuído a emissão de obrigações a 10 anos.

<sup>8</sup> Dívida incluída na dívida pública na ótica de Maastricht.

**Gráfico 6 – Dívida na ótica de Maastricht**  
(em milhões de euros)

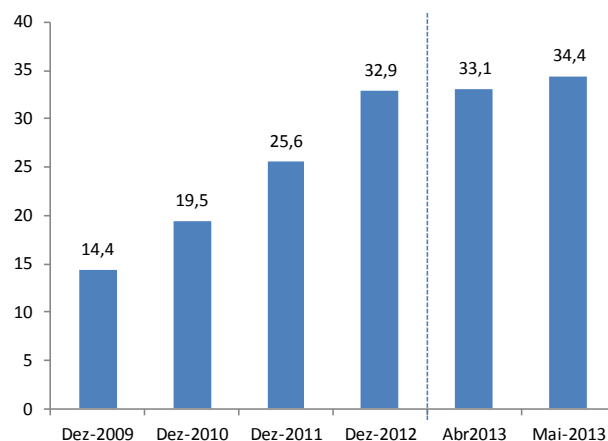


Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. Nota: Até julho de 2011 a informação disponível é trimestral. A partir dessa data encontra-se em termos mensais.

**11 A dívida pública na ótica de Maastricht, excluindo os depósitos da administração central, também aumentou.<sup>9</sup>** De registar que, no final de maio, os depósitos da administração central atingiram 20 180M€, um acréscimo de 1,9 mil M€ face a abril.<sup>10</sup> Assim, excluindo depósitos da administração central, a dívida na ótica de Maastricht fixou-se em 191 369 M€ em maio, o que representou um aumento de 0,4% face a abril, inferior ao acréscimo da dívida na ótica de Maastricht (1,2%).

**12 Os passivos/ativos entre entidades das administrações públicas (os quais constituem os elementos de consolidação) aumentaram em maio.** No final de maio, os ativos/passivos entre entidades da administração pública eram de 34 362 M€, o que representa um acréscimo de 1,2 mil M€ face a abril. Para esta variação terá contribuído, entre outros fatores, empréstimos concedidos pelo Estado às empresas públicas incluídas no perímetro de consolidação, a centralização de depósitos no IGCP que resultam da liquidez de alguns organismos públicos e possíveis compras de títulos de dívida pública portuguesa por parte de entidades públicas.

**Gráfico 7 – Ativos/Passivos entre entidades da Administração Pública**  
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal.

<sup>9</sup> A dívida pública na ótica de Maastricht, excluindo os depósitos da administração central, assume maior importância após PAEF. Dado o nível elevado de verbas disponibilizadas pelo FMI e pelas instituições europeias no início do programa, os depósitos da administração central aumentaram significativamente. Dessa forma, a dívida na ótica de Maastricht deve ser comparada com a verificada antes de junho de 2011 apenas quando ajustada dos depósitos da administração central.

<sup>10</sup> Em março de 2011, os depósitos da administração central eram somente 3 740 M€.