

### Condições de mercado

1 Em novembro, os investidores continuaram a favorecer investimentos em ativos de maior risco, sendo que o sentimento positivo foi mais atenuado na área do euro onde pesou o risco do relançamento económico. Neste contexto, o euro inverteu a tendência de apreciação face ao dólar dos últimos meses, tendo-se depreciado 1%, em termos médios mensais. Por outro lado, nos EUA, alguns indicadores entretanto divulgados dão sustentabilidade à retoma económica.

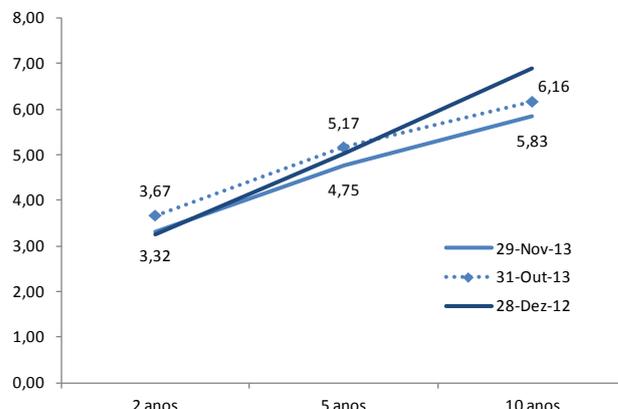
2 Nos mercados de capitais, registou-se um forte movimento de apreciação dos principais índices acionistas, beneficiando das decisões de política monetária. Nos EUA, alguns índices *benchmark* atingiram máximos históricos, registando-se paralelamente uma ligeira subida das taxas de rendibilidade (isto é, a descida dos preços das obrigações do tesouro, o que poderá sugerir uma substituição do investimento, favorável ao mercado acionista, antecipando a diminuição do programa de compra de ativos por parte da Reserva Federal). Ainda que de forma menos expressiva, também na área do euro, os preços no mercado acionista subiram, o que foi especialmente relevante para Portugal onde o PSI 20 apreciou 4,7% entre o final de outubro e o final de novembro. No mercado obrigacionista da área do euro, observou-se, em média, uma manutenção das taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos na Alemanha e nos principais países. Em Portugal, observou-se uma ligeira descida das yields, principalmente nos primeiros dias do mês (Tabela 1 e Gráfico 2). A curva de rendimentos mantém uma inclinação positiva, ainda que menos acentuada do que no final do ano passado (Gráfico 1).

3 A política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tornou-se mais acomodatória e, nos EUA, a Reserva Federal adiou a decisão de diminuição do programa de compra de ativos. Em novembro, o BCE diminuiu a taxa de juro de referência das operações principais de refinanciamento em 0,25 pontos percentuais para 0,25%, num contexto em que a inflação da área do euro caiu para 0,7% em outubro, face a 1,1% em setembro.<sup>1</sup> Adicionalmente, o BCE manteve a perspetiva de que as taxas de juro irão continuar baixas enquanto for necessário, realçando a orientação futura na condução da política monetária (*forward guidance*). Nos EUA, a Reserva Federal, que reuniu no final de outubro, apenas deverá decidir sobre o programa de compra de ativos (*quantitative easing*) na última reunião do ano, a 17-18 de dezembro.

4 A Comissão Europeia divulgou as previsões de Outono, revelando um ritmo de crescimento moderado para a área do euro (1% e 1,75% em 2014 e 2015, após a contração de 0,5% em 2013). Para Portugal, a CE prevê um crescimento de 0,8% em 2014 e de 1,5% em 2015, em linha com as previsões do Ministério das Finanças.

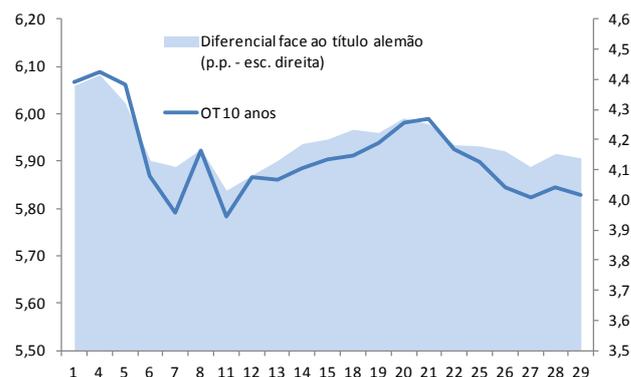
<sup>1</sup> As taxas de referência do BCE são a taxa de juro das operações principais de refinanciamento, realizadas em *open market* e com duração de 1 semana; a taxa de juro da facilidade de depósito, que consiste numa possibilidade permanente de depósito junto do banco central com duração diária e que após a reunião de novembro se manteve em 0%; a taxa de juro da facilidade de cedência de liquidez, que consiste numa linha de financiamento permanente para os bancos com duração diária e que se reduziu para 0,75%. As facilidades e as operações em mercado aberto exigem colateral.

Gráfico 1 – Curva de rendimentos dos títulos *benchmark* da dívida pública (em percentagem)



Fonte: IGCP.

Gráfico 2 – Evolução diária em outubro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública a 10 anos (em percentagem)

	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	29-Ago-13	30-Ser-13	31-Out-13	29-Nov-13	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	6,6	12,8	6,9	6,5	6,6	6,2	5,8	-0,3	-0,7
Itália	4,8	7,0	4,5	4,4	4,4	4,1	4,1	-0,1	-0,3
Espanha	5,4	5,0	5,2	4,5	4,3	4,0	4,1	0,1	-0,4
Irlanda	9,1	-	-	4,1	3,9	3,5	3,5	0,0	-0,6
França	3,4	3,1	2,0	2,4	2,3	2,2	2,2	0,0	-0,3
Bélgica	4,0	4,1	2,0	2,7	2,6	2,4	2,3	-0,1	-0,4
Alemanha	3,0	1,8	1,3	1,9	1,8	1,7	1,7	0,0	-0,2

Fonte: IGCP

### Dívida direta do Estado

5 Em outubro, o stock da dívida direta do Estado aumentou, quer em termos homólogos quer em cadeia, fixando-se em 204 mil M€. O aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior incidiu, sobretudo, em dívida não titulada, em particular em Certificados Especiais de Dívida Pública (CEDIC) e em certificados do tesouro, na sequência da emissão de uma nova linha deste tipo de instrumento (Tabela 2). Em relação ao período homólogo, o aumento da dívida direta do Estado, em 10 554 M€, foi composto por mais dívida titulada de curto prazo, pelo aumento de stock de certificados de aforro e pelo programa de assistência financeira.

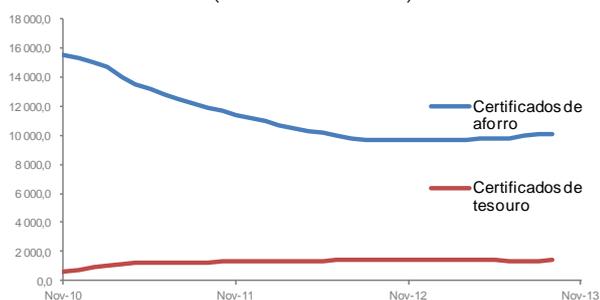
**Tabela 2 – Dívida Direta do Estado**  
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Out-12	Dez-12	Set-13	Out-13	Variação (%)		
					mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	120 723	119 840	125 039	125 345	0,2	3,8	61,4
Curto prazo	23 902	24 360	30 310	30 631	1,1	28,2	15,0
Médio e longo prazo	96 822	95 479	94 730	94 713	0,0	-2,2	46,4
Não titulada	11 680	11 612	11 918	12 027	0,9	3,0	5,9
Cert. Aforro	9 688	9 669	10 018	10 080	0,6	4,0	4,9
Cert. do Tesouro	1 423	1 416	1 384	1 415	2,2	-0,5	0,7
Outra	569	527	515	532	3,3	-6,5	0,3
Assist. Financeira	61 104	63 013	66 856	66 690	-0,2	9,1	32,7
<b>Total</b>	<b>193 507</b>	<b>194 466</b>	<b>203 813</b>	<b>204 062</b>	<b>0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>100,0</b>
Por memória:							
Transaccionável	115 014	115 280	118 104	118 001	-0,1	2,6	57,8
Não Transaccionável	78 494	79 185	85 709	86 061	0,4	9,6	42,2
Euro	171 560	171 391	179 918	180 349	0,2	5,1	88,4
Não euro	21 947	23 075	23 895	23 713	-0,8	8,0	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 os 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.

**6 O mês de outubro foi marcado pela nova emissão de certificados do tesouro, “Certificados do Tesouro Poupança Mais”, enquanto o stock de certificados de aforro aumentou muito ligeiramente.** Em outubro, foram emitidos 33,1 M€ de certificados do tesouro, contribuindo para o aumento do stock deste produto em 2,2% face ao mês anterior. Contudo, face ao período homólogo, o atual stock de certificados de tesouro é inferior em 7,6 M€. Em relação aos certificados de aforro e face ao mês anterior, o ligeiro aumento do stock deveu-se às emissões líquidas de reembolsos e à capitalização de juros, tendo esta representado um terço do aumento total.

**Gráfico 3 – Stock de certificados de aforro e de tesouro**  
(em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**7 Com a divulgação do relatório da 8.ª e 9.ª avaliações, a República Portuguesa recebeu novos desembolsos, no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (Tabela 3).** Em novembro foram efetuados novos desembolsos dos empréstimos no âmbito do PAEF. O desembolso do FMI, no valor de 1 905 M€ foi efetuado a 14 de novembro, com maturidade em novembro de 2023. A taxa de juro de referência é a taxa dos direitos de saque especiais, fixada semanalmente pelo FMI para os empréstimos nesta moeda e tem por base cabaz constituído por *Eurepo 3m*, *US Tbills 3m*, *UK Tbills 3m* e *JP Tbills 3m*. A este montante acresce um *spread* médio, de cerca de 316 pontos base, que varia consoante o montante em dívida junto do FMI. Por parte da União Europeia foram efetuados dois desembolsos, ambos no dia 22 de novembro, de 700 M€ e de 3000 M€, com maturidade em 2032 e 2033, respetivamente. A taxa de juro para estes empréstimos resulta do cálculo, numa base diária, tendo em consideração a *pool* de financiamento do *European Financial Stability Facility*, mecanismo criado pelos Estados Membros da área do euro para providenciar assistência financeira.

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

	2011	2012	2013	2013	2014	Total do programa
	Executado	Executado	Até 30 nov	Total recebido	Previsto*	
<b>TOTAL</b>	<b>34,2</b>	<b>27,5</b>	<b>10,0</b>	<b>71,7</b>	<b>9,9</b>	<b>79,5</b>
FMI	13,1	8,2	3,4	24,7	3,4	27,4
U.E.	21,1	19,3	6,6	47,0	6,5	52,1
MEEF	14,1	7,9	0,0	22,0	-	-
FEEF	7,0	11,3	6,6	25,0	-	-

Fontes: IGCP 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.

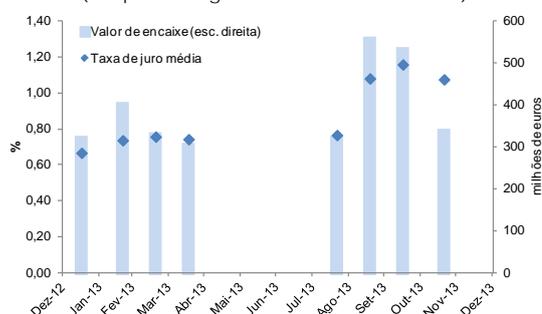
**8 Foram emitidos, em novembro, dois Bilhetes do Tesouro com maturidade a 3 e a 12 meses.** No dia 20 de novembro foram emitidos dois novos Bilhetes do Tesouro (Tabela 4, Gráfico 4, Gráfico 5). As taxas médias de colocação foram de 1,076% e 1,493% para os Bilhetes de Tesouro com maturidade de 3 e 12 meses, respetivamente. Para os 3 meses, a emissão foi de dimensão inferior, ainda que a taxa de juro tenha sido ligeiramente abaixo da obtida na emissão anterior com maturidade comparável.

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

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Fev-14	Nov-14
Maturidade		
Data da Transacção	20-Nov	20-Nov
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€) <sup>1</sup>	329,3	850,2
Montante de Procura (M€) <sup>1</sup>	892	1 428
<b>Taxa média (%)<sup>2</sup></b>	<b>1,076</b>	<b>1,493</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	16-Out-13	21-Ago-13
	1,159	1,619

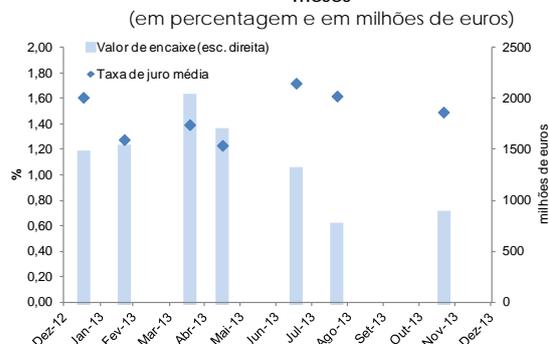
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: 1) Valor nominal, em fase competitiva e não competitiva. 2) Resultado do leilão em fase competitiva.

**Gráfico 4 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 3 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.