

### Condições de mercado

**1 O mês de agosto foi marcado pela divulgação de indicadores positivos nos EUA e na União Europeia e pela melhoria das perspetivas sobre a atividade económica.** Num contexto em que os mercados financeiros se caracterizam por uma liquidez reduzida, típica da época estival, surgiram indicadores positivos sobre a atividade económica que marcaram os desenvolvimentos ocorridos no mês agosto. O sentimento económico melhorou sobretudo após a divulgação do crescimento do PIB da União Europeia no 2.º trimestre de 2013 (uma variação em cadeia de 0,3%, em termos reais).<sup>1</sup> Embora pouco expressivo, este aumento representa uma inversão das quedas verificadas em seis trimestres consecutivos, tendo sido, inclusivamente, superior à estimativa dos analistas. No que se refere aos EUA, a economia também cresceu face ao trimestre anterior e a um ritmo superior ao verificado no 1º trimestre de 2013. No que se refere às perspetivas sobre a atividade económica num futuro próximo, estas saíram reforçadas com a divulgação dos PMI (*Purchasing Managers' Index*) para a indústria e serviços da área do euro, uma vez que estes aumentaram relativamente ao mês anterior, situando-se acima da marca de 50 pontos.<sup>2</sup>

**2 No que se refere a Portugal, o crescimento do PIB no 2.º trimestre de 2013 surpreendeu pela positiva.** De acordo com a estimativa rápida das contas nacionais do INE, no 2.º trimestre de 2013, o PIB português registou uma variação homóloga de -2,0% em volume, o que compara com -4,1% no trimestre anterior. Face ao trimestre precedente, o PIB registou uma variação de 1,1% (o que compara com -0,4% no 1º trimestre de 2013). De acordo com o INE, a redução menos acentuada do PIB, em termos homólogos, deveu-se sobretudo a um contributo menos negativo do Investimento, associado a uma diminuição menos acentuada da FBCF em Construção. Note-se que a dimensão do crescimento em cadeia surpreendeu as melhores expectativas dos analistas, tendo sido, inclusivamente, o maior de entre os países da União Europeia que divulgaram informação para o mesmo período.

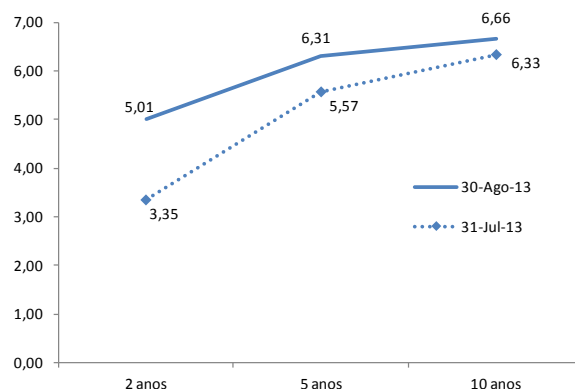
**3 Em agosto observou-se uma desvalorização dos principais índices acionistas, bem como uma depreciação ligeira do euro face ao dólar.** A expectativa de uma redução do ritmo de compras de ativos financeiros, no final do corrente ano, por parte da Reserva Federal norte-americana, bem como as tensões no médio oriente terão contribuído para uma desvalorização dos índices *Eurostoxx 50* e *Dow Jones Industrials* de 1,5 % e de 4,5%, respetivamente. Apesar dos dados positivos relativos à área do euro, a possibilidade de uma intervenção militar na Síria, patente nos últimos dias do mês, levou a uma apreciação do dólar face ao euro que contrariou o movimento ocorrido ao longo do mês, devido ao papel de refúgio que aquela moeda assume em momentos de instabilidade.

<sup>1</sup> Não obstante o aumento do PIB face ao trimestre anterior, em termos homólogos ainda se observou uma contração do PIB.

<sup>2</sup> O PMI é um índice obtido por inquérito aos gestores das empresas e é produzido por duas empresas, a *Markit* e o *Institute for Supply Management (ISM)*. Procura representar uma medida do dinamismo da atividade económica nos meses seguintes. Este aponta para uma expansão da atividade económica quando se situa acima de 50 pontos.

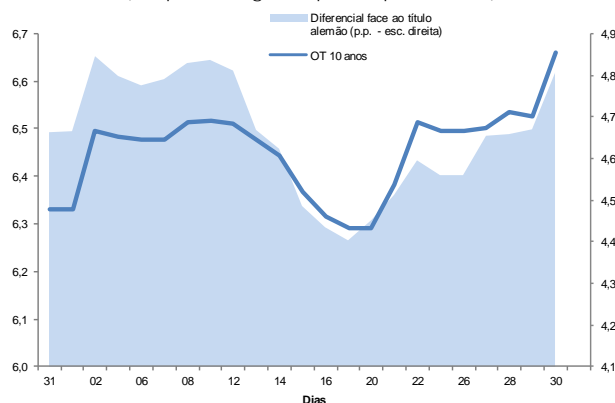
**4 Na última semana de agosto, alguns responsáveis políticos europeus assumiram publicamente a necessidade, a prazo, de um “novo resgate” à dívida pública da Grécia,** circunstância que não passou despercebida nos mercados financeiros e terá contribuído para aumentar a aversão ao risco em torno da dívida pública de países periféricos da área do euro.

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



Fonte: IGCP | Nota: As obrigações que servem de referência ao cálculo das *yields* (designadas por *benchmark*) foram substituídas por outras pela agência *Bloomberg* no dia 22 de agosto. A última alteração com as mesmas características tinha sido operada por aquela agência em maio de 2012.

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



Fonte: IGCP

**5 No que se refere ao mercado português da dívida pública, destaca-se a redução da inclinação da curva de rendimentos, em parte devido a razões de ordem técnica.** A curva de rendimentos dos títulos de dívida pública portuguesa registou um significativo movimento de subida em agosto (Gráfico 1), sobretudo nos prazos mais curtos (2 e 3 anos), algo que seria indicativo de um aumento da aversão ao risco. Com efeito, a *yield* a 2 anos situou-se em 5% no final do mês, aumentando 1,65 p.p. face a julho. Nos títulos com uma maturidade de 5 e 10 anos, o aumento mensal foi menos expressivo: 0,74 e 0,33 p.p. respetivamente. É conveniente salientar que as obrigações que servem de referência ao cálculo das *yields* (designadas por *benchmark*) foram substituídas por outras pela agência *Bloomberg* no dia 22 de agosto. A alteração ocorreu nos títulos com

maturidades entre 2 e 9 anos. A substituição dos títulos *benchmark* terá sido responsável por cerca de 1 p.p. de aumento das *yields* a 2 e 3 anos, tendo tido um impacto inferior nas restantes maturidades (apenas 0,2 p.p. a 5 anos).<sup>3</sup> A última alteração com as mesmas características tinha sido operada pela agência *Bloomberg* em maio de 2012.<sup>4</sup> Em termos de *spread* face à Alemanha, também se verificou um aumento, embora menos expressivo que o observado ao nível das *yields* (Gráfico 2 e Tabela 1).<sup>5</sup> O diferencial a 10 anos face ao título alemão fixou-se em 4,8 p.p., acima do verificado no final de julho.

**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	30-Mai-13	28-Jun-13	31-Jul-13	30-Ago-13	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	3,6	11,0	5,6	4,0	4,7	4,7	4,8	0,14	-0,8
Irlanda	6,1	-	-	2,1	2,3	2,2	2,3	0,10	-
França	0,4	1,3	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,05	-0,1
Bélgica	1,0	2,2	0,7	0,7	0,9	0,8	0,9	0,03	0,1
Itália	1,8	5,2	3,2	2,6	2,8	2,7	2,5	-0,19	-0,6
Espanha	2,5	3,2	3,9	2,8	3,0	3,0	2,7	-0,30	-1,2

Fonte: IGCP

### Dívida direta do Estado

**6 Em julho, o stock da dívida direta do Estado diminuiu 0,5% em termos mensais. No entanto, aumentou 9,2% em termos homólogos.** A dívida direta do Estado fixou-se, no final de julho, em 205 692 M€ (Tabela 2). No que se refere à composição por instrumento financeiro, o decréscimo mensal incidu ao nível da dívida titulada de curto e de médio e longo prazo. Com efeito, a existência de amortizações de Bilhetes de Tesouro (1 958M€) em valor superior ao emitido no mesmo mês (1 622M€) permitiu a redução da dívida de curto prazo. Adicionalmente, verificaram-se recompras parciais de Obrigações do Tesouro no montante de 160 M€. A maturidade residual deste tipo de títulos com taxa fixa, o principal instrumento de médio e longo prazo, voltou a diminuir, fixando-se agora em 5,8 anos.<sup>6</sup>

**7 O stock dos certificados de aforro aumentou pelo terceiro mês consecutivo, atingindo o maior valor do último ano.** O stock dos certificados de aforro aumentou 38 M€ em julho, totalizando 9 788M€, o maior valor desde julho de 2012. Este foi o terceiro mês consecutivo de acréscimo. De registar que o stock de certificados do tesouro diminuiu.

<sup>3</sup> Note-se que o título que se encontrava subjacente à *yield* a 2 anos tinha, antes da alteração, uma maturidade residual de apenas 14 meses (até outubro de 2014) e o título subjacente à *yield* a 3 anos tinha uma maturidade residual de 26 meses. Com a referida alteração, o título *benchmark* a 3 anos transitou para o *benchmark* a 2 anos, o de 4 para 3 anos e assim sucessivamente ao longo da curva de rendimentos até à maturidade de 8 anos (o *benchmark* para 9 anos deixou de existir por ausência de um título representativo).

<sup>4</sup> Em maio de 2012 a alteração do *benchmark* deu origem a um aumento significativo da *yield* a 2 anos, passando de 8,8% para 12,6%. Note-se que, em geral, a existência de um desfasamento alargado entre a maturidade residual do título subjacente e a *yield* respetiva poderá condicionar a comparabilidade entre países e prejudicar a perceção de risco relativamente aos títulos de dívida.

<sup>5</sup> Recorde-se que para a maturidade a 10 anos não se operou uma alteração do título de referência.

<sup>6</sup> Refere-se à maturidade média residual, ponderada pelos saldos vivos (*outstanding*), de acordo com os dados do IGCP.

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

	Jul-12	Dez-12	Jun-13	Jul-13	Variação (%)		
					mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	118 036	119 840	127 859	127 065	-0,6	7,6	61,8
Curto prazo	21 010	24 360	27 113	26 499	-2,3	26,1	12,9
Médio e longo prazo	97 025	95 479	100 745	100 566	-0,2	3,6	48,9
Não titulada	11 915	11 612	11 660	11 693	0,3	-1,9	5,7
Cert. Aforro	9 941	9 669	9 750	9 788	0,4	-1,5	4,8
Cert. do Tesouro	1 398	1 416	1 394	1 389	-0,4	-0,7	0,7
Outra	576	527	515	516	0,0	-10,5	0,3
Assist. Financeira	58 352	63 013	67 129	66 934	-0,3	14,7	32,5
<b>Total</b>	<b>188 303</b>	<b>194 466</b>	<b>206 648</b>	<b>205 692</b>	<b>-0,5</b>	<b>9,2</b>	<b>100,0</b>
Por memória:							
Transaccionável	113 196	115 280	122 004	121 537	2,4	0,9	59,8
Não Transaccionável	75 107	79 185	84 644	84 156	0,6	10,8	40,2
Euro	166 861	171 391	182 450	181 709	1,9	4,4	88,4
Não euro	21 442	23 075	24 197	23 983	-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 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.

**8 As flutuações cambiais associadas ao empréstimo do FMI no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira permitiram um decréscimo do stock da dívida.** Em julho registou-se uma depreciação dos direitos de saque especiais (moeda na qual os empréstimos do FMI são efetuados). Esta flutuação cambial permitiu, no âmbito do empréstimo do FMI associado ao Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), uma diminuição da dívida em 195 M€. Não se registou em julho e agosto um novo desembolso por parte da União Europeia ou do FMI.

**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 31-Ago		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	-	-	-
FEFF	7,0	11,3	2,9	21,3	-	-	-

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 FEFF acima do seu custo de financiamento, as mais/menos valias e variações cambiais.

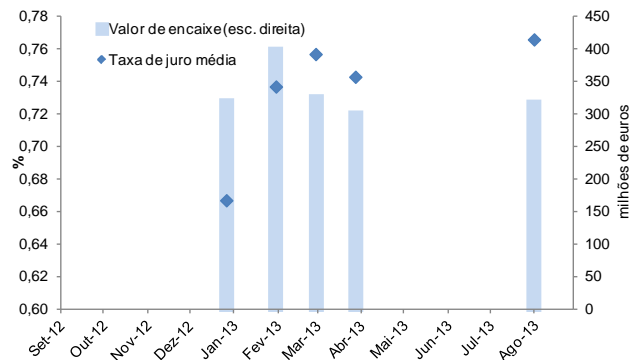
**9 Foram emitidos, em agosto, dois Bilhetes do Tesouro (BT) a 3 e 12 meses.** No dia 21 de agosto foram emitidos dois novos Bilhetes do Tesouro (Tabela 4, Gráfico 3 e Gráfico 4). A colocação a 12 meses resultou numa taxa de juro ligeiramente inferior à da última operação efetuada com a mesma maturidade. As taxas médias de colocação foram de 0,766% e 1,619% para os Bilhetes de Tesouro com maturidade de 3 e 12 meses, respetivamente.

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

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Nov-13	Ago-14
Maturidade		
Data da Transacção	21-Ago	21-Ago
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€) <sup>1</sup>	313	728
Montante de Procura (M€) <sup>1</sup>	1 005	1 505
<b>Taxa média (%)<sup>2</sup></b>	<b>0,766</b>	<b>1,619</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	17-Abr-13	17-Jul-13
	0,743	1,720

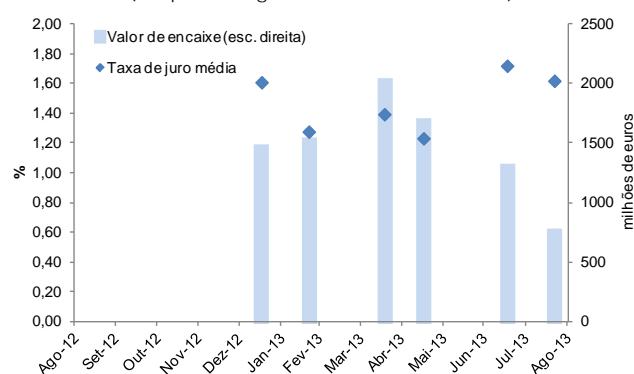
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: 1) Valor nominal, em fase competitiva e não competitiva. 2) Resultado do leilão em fase competitiva.

**Gráfico 3 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 3 meses**  
(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 4 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 12 meses**  
(em percentagem e em milhões de euros)



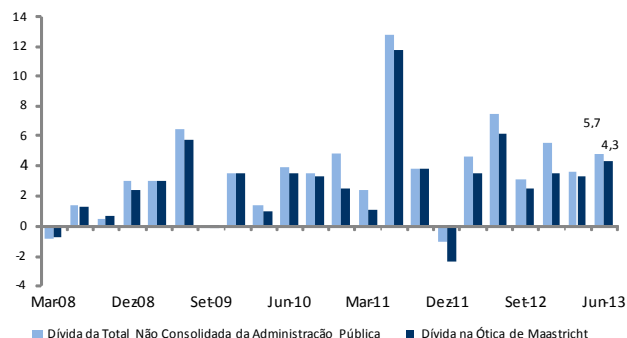
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

#### Divida na ótica de Maastricht <sup>7</sup>

**10 A dívida pública na ótica de Maastricht aumentou no 2.º trimestre, atingindo os 131,4% do PIB. Este foi o sexto trimestre consecutivo de subida.** De acordo com os dados do Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de *Maastricht*, ótica relevante para a avaliação da trajetória da dívida e do défice público no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE), situou-se em 214 573 M€ no final do 2.º trimestre do corrente ano (Gráfico 6 e Gráfico 7), ou seja, 131,4% do PIB (um acréscimo de 4,3 p.p. face ao trimestre precedente - Gráfico 5). Na base do aumento trimestral da dívida de *Maastricht* encontra-se o incremento da dívida total não consolidada das administrações públicas em 5,7 p.p. para os 155,2% do PIB, a qual é parcialmente compensada pelo acréscimo dos ativos/passivos entre entidades da administração pública em 1,4 p.p. (que representam os elementos de consolidação e que atingiram 21,3% do PIB no final do 2.º trimestre de 2013).

<sup>7</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, devido, 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*.

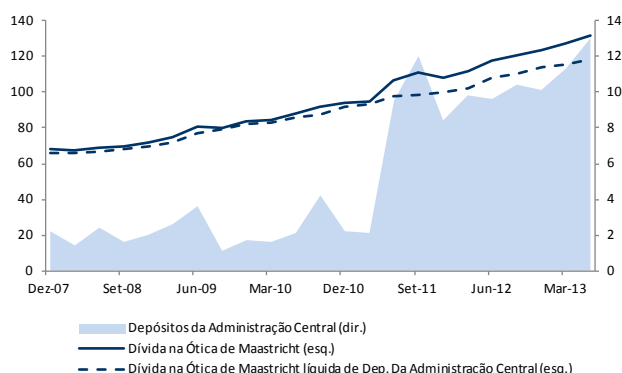
**Gráfico 5 – Variação trimestral da dívida pública**  
(em pontos percentuais do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

**11 Cerca de 40% do acréscimo da dívida pública verificada no 2.º trimestre teve como contrapartida um aumento dos depósitos da administração central.** No 2.º trimestre a administração pública financiou-se, em parte, através do desembolso de 2,8 mil M€ no âmbito do PAEF, bem como da emissão de uma Obrigação do Tesouro a 10 anos no valor de 3 mil M€. Uma parte deste encaixe financeiro não terá sido utilizada, uma vez que os depósitos da administração central tiveram um aumento no mesmo trimestre de 1,7 p.p. (2,8 mil M€).

**Gráfico 6 – Rácio de dívida pública e depósitos da administração central**  
(em percentagem do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

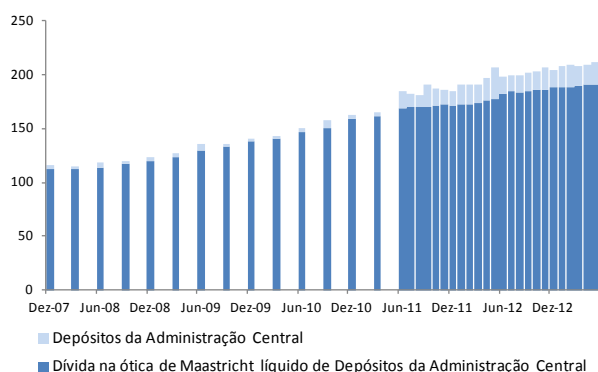
**12 A dívida pública de Maastricht alcançou, no 2.º trimestre, um nível significativamente superior ao orçamentado para o conjunto do ano.** Como referido, o rácio de dívida pública fixou-se em 131,4% do PIB. Este encontra-se num nível significativamente superior ao previsto para o final de 2013 (122,3% do PIB). No entanto, e de acordo com o relatório do FMI da 7.ª avaliação do PAEF, o rácio da dívida pública de *Maastricht* no PIB poderá diminuir até ao final do ano através de operações extraordinárias, designadamente a venda de ativos estrangeiros detidos pelos fundos da segurança social (e respetiva compra de dívida pública nacional) e a transferência de ações do banco estatal CGD para a *Parpública*, permitindo o reembolso dos passivos que o Tesouro contraiu junto desta na sequência do encaixe da receita de privatizações ocorridas em anos anteriores.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> De acordo com a [Recomendação do Conselho COM\(2013\) 394, de 29 de maio, com vista a pôr termo à situação de défice orçamental excessivo em Portugal](#): § 17 "A evolução no sentido ascendente em 2012 relativamente às projeções foi sobretudo devida ao tratamento estatístico dado à transferência das receitas da privatização da *Parpública* para o Estado, bem como ao efeito da evolução menos favorável do PIB e da revisão das projeções em matéria de défice". Com efeito, a reclassificação estatística ocorrida em 2012 de passivos de curto prazo

**13 A dívida pública de Maastricht líquida dos depósitos da administração central que não estão cativos para efeitos do reforço de estabilidade financeira situou-se em 122,3%.** Os depósitos da administração central totalizam 13% do PIB no final do 2.º trimestre, sendo que 9,1% não estão cativos para efeitos do reforço de estabilidade financeira.<sup>9</sup> A utilização da liquidez existente para a amortização de títulos de dívida pública<sup>10</sup> ou para a concessão de empréstimos a empresas públicas incluídas no perímetro de consolidação, que se destinem à amortização de passivos junto de outras entidades também poderá contribuir para a redução do rácio de dívida pública. Por outro lado, a redução da dívida pública pode também ser efetuada por via de receitas de privatizações. Não se podendo desde já concluir que a dívida ultrapassará o limite pré-definido de 122,3% para o final de 2013, não deixa de se constatar que existem riscos de que tal aconteça, uma vez que uma eventual redução está dependente da verificação conjugada das circunstâncias excecionais acima referidas.

**14 A dívida consolidada das empresas públicas incluídas no perímetro da administração pública permaneceu praticamente constante.**<sup>11</sup> A dívida das empresas públicas incluídas no perímetro da administração pública, excluindo o financiamento provindo da administração pública e os créditos comerciais, atingiu 9,9% do PIB no final do 2.º trimestre do corrente ano, permanecendo inalterada face ao observado no trimestre precedente.<sup>12</sup>

**Gráfico 7 – Dívida na ótica de Maastricht**  
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

(não incluídos na dívida de Maastricht), os quais foram contraídos pelo Tesouro junto da Parpública em anos anteriores na sequência de processos de privatização, em empréstimos de longo prazo (com impacto na dívida de Maastricht) contribuiu para o facto da dívida pública se ter situado acima do previsto no final desse ano. Assim, a cedência à Parpública da participação do Tesouro na CGD, a ocorrer previsivelmente em 2013, possibilitará a consolidação da dívida pública de Maastricht e, portanto, a reversão do aumento ocorrido em 2012.

<sup>9</sup> Os depósitos cativos para reforço da estabilidade financeira totalizam 3,9% do PIB (6,4 mil M€).

<sup>10</sup> Em setembro haverá a amortização de uma obrigação do tesouro no valor de 5,75 mil M€ (3,5% do PIB)

<sup>11</sup> A dívida das empresas incluídas no perímetro de consolidação também é considerada no apuramento da dívida pública na ótica de Maastricht.

<sup>12</sup> Note-se que a dívida não consolidada das empresas públicas incluídas no perímetro atingiu 16,4% do PIB no 2.º trimestre, tendo aumentado 0,6 p.p. (879 M€) face ao trimestre precedente. Este incremento trimestral foi integralmente financiado por entidades das administrações públicas (921 M€) através de empréstimos.