

Condições de mercado

1 Em fevereiro, assistiu-se a uma recuperação dos mercados acionistas, bem como dos mercados obrigacionistas. Com exceção do índice acionista *Nikkei*, registou-se uma forte recuperação dos principais mercados acionistas em fevereiro, associada à redução do sentimento de aversão ao risco. Também nos mercados de obrigações soberanas se registou uma valorização em ambos os lados do Atlântico, tendo-se assistido, no caso norte-americano, a uma queda da taxa de juro a 10 anos, de 2,84% para 2,7% e, na Alemanha, de 1,78% para 1,66%.¹ Por outro lado, de salientar a subida do preço do petróleo (2,6%) e a apreciação do euro face ao dólar.

2 As equipas da Comissão Europeia (CE), do BCE e do FMI estiveram em Lisboa de 20 a 28 de fevereiro para a realização da décima primeira avaliação ao Programa de Assistência Económica e Financeira. No âmbito desta avaliação, foi revista em alta a taxa de crescimento para 2014, de 0,8% para 1,2%, e em baixa a taxa de desemprego, de 16,8% para 15,7%. Outras conclusões foram observadas, nomeadamente: (i) as metas orçamentais do programa permanecem inalteradas confirmando-se o objetivo de 4,0% para 2014 e de 2,5% para 2015, tendo o défice orçamental de 2013 sido estimado em 4,5%, se excluirmos a recapitalização do BANIF; (ii) foi referido que a estabilização do setor financeiro prosseguiu, no último trimestre, mas a baixa rentabilidade, os elevados níveis de dívida das empresas e a fragmentação financeira ainda colocam desafios; (iii) apesar de uma melhor perceção dos mercados face à economia portuguesa, é necessário um aprofundamento de reformas estruturais. A aprovação formal da 11.ª avaliação, que poderá ter lugar em abril, permitirá o desembolso de 2,5 mil milhões de euros (1,6 mil milhões da UE e cerca de 0,9 mil milhões do FMI).

3 As primeiras estimativas para o crescimento económico, em volume, da área do euro no 4.º trimestre vieram reforçar a confiança na recuperação económica. A área do euro registou um crescimento económico de 0,3%, em cadeia, no 4.º trimestre, depois de uma variação de 0,1% no 3.º trimestre. Para tal contribuiu sobretudo o acréscimo, acima das expectativas, da economia alemã (0,4%), francesa (0,3%) e italiana (0,1%), bem como da economia espanhola (0,3%). Em Portugal, também no 4.º trimestre assistiu-se a um crescimento de 0,6% em cadeia e de 1,7%, em termos homólogos. Para o conjunto do ano 2013, o PIB terá diminuído 1,4%, queda menor que a prevista na 8.ª/9.ª avaliação do PAEF. Ao mesmo tempo, novos dados quantitativos e qualitativos vieram confirmar a melhoria económica da área do euro.

4 O presidente do BCE, Mario Draghi, afasta o cenário de deflação na área do euro. Após uma reunião de ministros das finanças do G20 em Sidney, o presidente do BCE afasta para já um cenário de deflação, apesar de estar ciente do risco e de afirmar que o Conselho de Governadores estará pronto para agir.² Os receios de deflação provêm dos últimos dados

disponibilizados relativos à inflação de fevereiro, nomeadamente, a estimativa rápida para a inflação homóloga na área do euro no mês de fevereiro fixou-se de 0,8%. No entanto, esta evolução dos preços terá afastado os principais receios dos investidores em torno de uma inversão da atual política monetária. No que se refere ao crédito, segundo os últimos dados disponíveis, registou-se uma redução de 2,0% do crédito ao setor privado na área do euro em janeiro.

5 A empresa de notação de risco Moody's aumentou o rating (notação de risco de crédito) do Reino de Espanha, atribuindo também uma vigilância positiva. A notação de risco do Reino de Espanha melhorou de Baa3 para Baa2, sendo-lhe atribuído uma vigilância positiva. As razões que levaram a esta alteração foram a prossecução das reformas estruturais, bem como as melhorias no acesso e condições de financiamento. No entanto, a notação de crédito continua restringida pela existência de um défice orçamental elevado (que deverá ser de 7% do PIB em 2013) e pelo nível de dívida pública (94%), o qual deverá continuar a crescer até atingir 102% em 2016.

6 Nos EUA, as atas do Fed Open Market Committee dos dias 28 e 29 de janeiro confirmaram que os dez governadores aceitaram diminuir as recompras de ativos. Segundo as atas da última reunião do FED (Reserva Federal Norte-Americana) tornadas públicas a 19 de fevereiro, a decisão de janeiro de redução de 75 para 65 mil milhões de dólares de recompra mensal de ativos na posse dos bancos foi efetuada por unanimidade. Esta unanimidade aumentou a expectativa de uma redução do montante mensal para aquisição de títulos num futuro próximo, por parte do FED.

7 A Comissão Europeia reviu em alta as estimativas de crescimento para área do euro. Segundo a Comissão Europeia (CE), a economia dos países da área do euro irá crescer 1,2% em 2014 e 1,8% em 2015, uma revisão em alta face às estimativas de outono. Segundo a CE, a taxa de desemprego fixar-se-á em 12,0% em 2014, diminuindo para 11,7% em 2015. Relativamente à dívida pública, esta é estimada em 95,9% do PIB em 2014, o que representa um acréscimo de 0,4% face a 2013, devido ao efeito "snow-ball" (0,8 p.p.), ao ajustamento *Stock-flow* (0,1 p.p.) e ao saldo primário (-0,5 p.p.).

Tabela 1 – Estimativas para a economia da área do euro
(em termos reais)

	2013	2014	2015
PIB	0,1	1,5	2,0
Consumo privado	-0,7	0,7	1,4
Consumo público	0,3	0,5	0,7
FBCF	-3,0	2,3	3,6
Exportações	1,3	4,2	5,7
Importações	0,2	4,1	5,9
Taxa de desemprego (%)	12,1	12,0	11,7
Saldo orçamental (% PIB)	-3,1	-2,6	-2,5
Dívida pública (% PIB)	95,5	95,9	95,4

Fonte: European Economic Forecast – Inverno 2014;
Comissão Europeia.

¹ Recorde-se que a taxa de rentabilidade de uma obrigação depende inversamente do preço da obrigação em mercado secundário e este depende da oferta e procura do mercado.

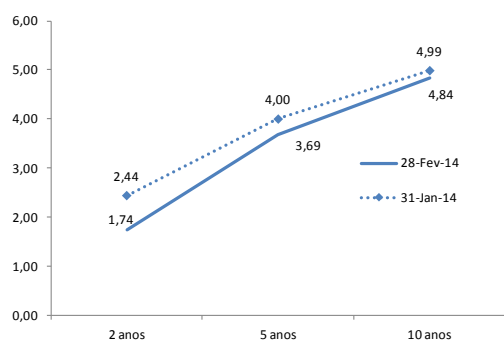
² Note-se que o risco de deflação não é uniforme na área euro, uma vez que, segundo os últimos dados disponíveis, a taxa de inflação em janeiro varia entre

um mínimo de -1,6% (no Chipre) e um máximo de 1,9% (na Finlândia). Mais elementos podem ser encontrados no [documento do Eurostat 28/2014 de 24 de fevereiro de 2014](#).

8 A banca portuguesa reduziu, em fevereiro, o financiamento junto do BCE, a quinta redução consecutiva, o que corresponde ao valor mais baixo dos últimos dois anos. De acordo com o Banco de Portugal, o valor total dos empréstimos da banca nacional junto das autoridades monetárias diminuiu, em fevereiro, para 46,75 mil M€ (47M€ em janeiro). Este valor representa uma queda mensal de 0,5%. De salientar que o valor mais elevado, de 60,5 mil M€, ocorreu em junho de 2012. A redução progressiva verificada está associada ao maior acesso, por parte dos bancos comerciais, a outras fontes de financiamento, como os depósitos e os instrumentos de dívida titulada.

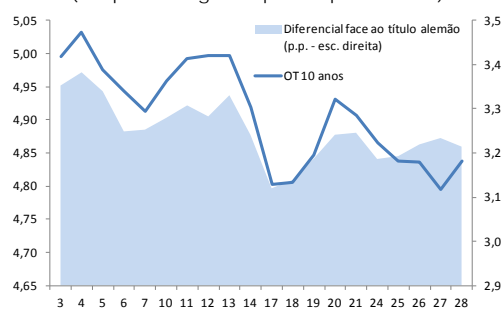
9 A taxa de rendibilidade da dívida portuguesa com maturidade a 10 anos voltou a diminuir em fevereiro. A taxa de juro da dívida soberana da República portuguesa a 10 anos atingiu 4,84% no dia 28 de fevereiro. Ao longo do mês permaneceu a tendência de redução da taxa de rendibilidade, a qual já ocorre sustentadamente desde setembro de 2013. Durante o mês de fevereiro, registou-se uma redução de 15 p.b. na taxa de rendibilidade da dívida portuguesa a 10 anos. Também se assistiu a uma forte queda das taxas de juro da dívida soberana dos restantes países periféricos (Itália, Espanha e Irlanda). Considerando o diferencial face ao título alemão, observou-se uma queda do *spread* da dívida portuguesa face à alemã em 11 p.b.. Para além de fatores externos, os sinais positivos quanto à maior estabilidade financeira da República Portuguesa dados pela emissão de dívida soberana a 10 anos e pela recompra efetuada das Obrigações do Tesouro com maturidades de outubro de 2014 e outubro de 2015 terão contribuído para a queda da taxa de rendibilidade da dívida portuguesa.

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



Fonte: IGCP.

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



Fonte: IGCP

Tabela 2 – Taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública a 10 anos (em percentagem)

	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	29-Nov-13	31-Dez-13	31-Jan-14	28-Fev-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	6,6	12,8	6,9	5,8	6,0	5,0	4,8	-0,1	-1,0
Itália	4,8	7,0	4,5	4,1	4,1	3,8	3,5	-0,3	-0,6
Espanha	5,4	5,0	5,2	4,1	4,1	3,7	3,5	-0,2	-0,6
Irlanda	9,1	-	-	3,5	3,4	3,3	3,1	-0,2	-0,4
França	3,4	3,1	2,0	2,2	2,6	2,2	2,2	0,0	0,0
Bélgica	4,0	4,1	2,0	2,3	2,5	2,4	2,3	0,0	0,0
Alemanha	3,0	1,8	1,3	1,7	1,9	1,7	1,6	0,0	-0,1

Fonte: IGCP.

Tabela 3 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos percentuais)

	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	29-Nov-13	31-Dez-13	31-Jan-14	28-Fev-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	3,6	11,0	5,6	4,1	4,1	3,3	3,2	-0,1	-2,4
Irlanda	6,1	-	-	1,8	1,5	1,6	1,5	-0,2	-
França	0,4	1,3	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,0	-0,1
Bélgica	1,0	2,2	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,0	0,0
Itália	1,8	5,2	3,2	2,4	2,2	2,1	1,9	-0,3	-1,3
Espanha	2,5	3,2	3,9	2,4	2,2	2,0	1,9	-0,1	-2,0

Fonte: IGCP.

Dívida direta do Estado

10 Em janeiro, o stock da dívida direta do Estado aumentou para 208,6 mil M€. Este aumento representa uma subida de 4,6% face ao período homólogo e de 2,2% face a dezembro (Tabela 4). Em termos de composição e face ao mês anterior, verificou-se um aumento em todos os tipos de dívida. Em termos nominais, os maiores aumentos foram 1) na dívida titulada de médio prazo, na sequência da emissão de OT a 5 anos em janeiro; 2) na dívida de curto prazo; 3) no programa de assistência financeira, devido a flutuações cambiais; 4) em certificados de tesouro. Em relação ao período homólogo, aumentou fortemente o peso do financiamento através do programa de assistência financeira e, em menor dimensão, dos certificados de tesouro e aforro. Note-se que, no espaço de um ano, o peso da dívida titulada diminuiu de 62,4% para 59%. Em comparação com o período anterior à crise de dívida soberana verifica-se uma redução do peso da dívida não titulada, associada à diminuição dos montantes de certificados de aforro e tesouro. A dívida titulada mantém-se a principal fonte de financiamento (Gráfico 1).

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

	Jan-13	Dez-12	Dez-13	Jan-14	Variação (%)		
					mensal	homólogo	peso (%)
Titulada	124 410	119 840	119 511	123 176	3,1	-1,0	59,0
Curto prazo	26 500	24 360	25 079	25 578	2,0	-3,5	12,3
Médio e longo prazo	97 911	95 479	94 432	97 598	3,4	-0,3	46,8
Não titulada	11 666	11 612	12 690	13 026	2,7	11,7	6,2
Cert. Aforro	9 684	9 669	10 132	10 242	1,1	5,8	4,9
Cert. do Tesouro	1 413	1 416	2 026	2 237	10,4	58,4	1,1
Outra	569	527	532	547	2,8	-3,9	0,3
Assist. Financeira	63 334	63 013	72 051	72 445	0,5	14,4	34,7
Total	199 411	194 466	204 252	208 647	2,2	4,6	100,0
Por memórias:							
Transaccionável	118 915	115 280	114 810	117 880	2,7	-0,9	56,5
Não Transaccionável	80 496	79 185	89 443	90 767	1,5	12,8	43,5
Euro	176 052	171 391	178 912	182 883	2,2	3,9	87,7
Não euro	23 358	23 075	25 340	25 765	1,7	10,3	12,3

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.

11 No âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, em janeiro não foram efetuados novos desembolsos, mas em fevereiro a República recebeu um desembolso da tranche do FMI associada à 10ª avaliação (Tabela 5). Em relação ao financiamento da União Europeia, em 2013 não foram efetuados desembolsos no âmbito do Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF), pelo

que se espera que em 2014 o financiamento da UE seja essencialmente por via deste mecanismo.³

Tabela 5 – Desembolsos no âmbito do PAEF
(valor desembolsado em milhares de milhões de euros)

	2011	2012	2013	2014	Total
	Executado	Executado	Executado	Até 28 fev	recebido
TOTAL	34,2	27,5	10,0	0,9	72,6
FMI	13,1	8,2	3,4	0,9	25,6
U.E.	21,1	19,3	6,6		47,0
MEEF	14,1	7,9	0,0		22,0
FEF	7,0	11,3	6,6		25,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Valor da emissão subtraído de todas as comissões e outros custos pagos na data da emissão.

12 Em fevereiro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e 12 meses. Esta operação resultou numa taxa de juro ligeiramente inferior à da operação anterior com maturidade comparável (Tabela 6). Note-se que, apesar desta emissão, não se verificará em fevereiro um aumento do peso deste tipo financiamento no total da dívida do Estado, na medida em que existiram amortizações que compensaram a referida emissão.

Tabela 6 – Emissão de bilhetes do Tesouro em fevereiro
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Mai-14	Jan-15
Maturidade		
Data da Transacção	19-Fev	19-Fev
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€) ¹	250,0	1000,
Montante de Procura (M€) ¹	1.565	2 115
Taxa média (%) ²	0,462	0,750
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	15-Jan-14	15-Jan-14
	0,495	0,869

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

13 Em fevereiro, a República Portuguesa colocou 3,1 mil M€ através de uma emissão sindicada de Obrigações do Tesouro (OT) a 10 anos e realizou operações de recompra. A 11 de fevereiro o IGCP conduziu uma emissão sindicada de uma OT a 10 anos, colocando o montante de 3,1 mil M€, com taxa média de rentabilidade média de 5,1%. A 27 de fevereiro, foi conduzindo o leilão de recompra de dívida de longo prazo, tendo sido absorvidos 293 M€ e 1026,6 M€ em OT com maturidade em outubro de 2014 e 2015, respetivamente.

Dívida pública na ótica de Maastricht em 2013

14 De acordo com os dados mais recentes, a dívida das administrações públicas, na ótica de Maastricht, situou-se em 128,7% do PIB no final de 2013.⁴ Em termos nominais, a dívida pública situou-se em 213,4 mil M€ no final de 2013 (Tabela 7). Face ao verificado no final de 2012, a dívida pública terá aumentado 8,5 mil M€, o equivalente a 4,6 p.p. do PIB (Tabela 8). No que se refere aos depósitos da administração central, estes atingiram 17,3 mil M€ no final de 2013, tendo a variação face ao período homólogo sido pouco significativa (um aumento de cerca de 700 M€, Gráfico 3). Em termos líquidos de depósitos da administração central, a dívida pública situou-se em 196,1 mil M€ (118,2%) no final de 2013.

³ Programa de emergência financeira garantido pela Comissão Europeia através do orçamento da União Europeia com um limite total de 60 mil M€.

⁴ A informação preliminar referente às contas nacionais anuais de 2013, divulgadas pelo INE no dia 11 de março, revelou um PIB nominal mais elevado do que o implícito nas estatísticas da dívida pública do Banco de Portugal. Esta diferença decorreu de um crescimento mais elevado no 4.º trimestre para o PIB em volume e para o deflator. Assim, a dívida pública no final de 2013, em percentagem do PIB apurado pelo INE, resulta ligeiramente mais reduzida, i.e. 128,7% em vez de 129% (valor divulgado pelo Banco de Portugal no final de fevereiro).

Tabela 7 – Projeções e estimativa preliminar para a dívida pública de Maastricht em 2013

(em milhares de milhões de euros e em percentagem do PIB)

	Projeções			Estimativa preliminar (mar/2014)
	OE/2013 (out/2012)	1.º PDE (mar/2013)	2.º PDE (set/2013)	
Dívida Maastricht	206,4	201,1	211,4	213,4
PIB	166,8	164,3	165,4	165,9
Dívida em % PIB	123,7	122,4	127,8	128,7

Fontes: Ministério das Finanças (projeções), INE (PIB), Banco de Portugal (Dívida de Maastricht) e cálculos da UTAO. | Nota: No final de março, no contexto da 1.ª notificação do procedimento dos défices excessivos (PDE) de 2014, as autoridades estatísticas divulgarão as estatísticas relativas a 2013 para o défice e dívida públicos.

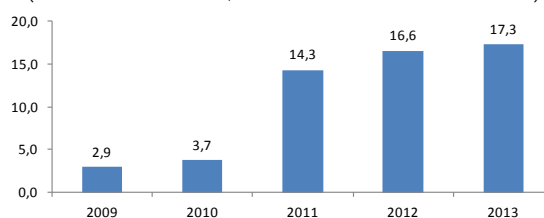
15 A confirmar-se este apuramento preliminar, a dívida pública ter-se-á situado acima das projeções oficiais. As projeções para a dívida pública de final de 2013, elaboradas pelo Ministério das Finanças e pelos organismos internacionais, foram sendo revistas em alta durante o ano 2013. Para estas revisões terá contribuído a não concretização integral de operações com impacto ao nível do ajustamento défice-dívida (e que contribuem para consolidar a dívida pública, ver Gráfico 4) e a manutenção de elevados níveis de liquidez, a qual também estará associada às emissões de Obrigações do Tesouro em mercado primário. Saliente-se que o aumento da dívida pública terá atingido uma dimensão idêntica, em termos nominais, à do défice público (Tabela 8).⁵

Tabela 8 – Projeções e estimativa preliminar para o défice e a variação da dívida pública de Maastricht em 2013
(em milhares de milhões de euros)

	Projeções			Estimativa preliminar (mar/2014)
	OE/2013 (out/2012)	1.º PDE (mar/2013)	2.º PDE (set/2013)	
Défice (PDE)	7,5	9,0	9,1	8,3
Var. Dívida	8,3	-3,4	6,5	8,5
Aj. Défice-dívida	-0,8	12,3	2,6	-0,3

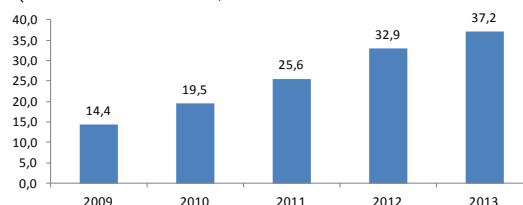
Fontes: Ministério das Finanças (projeções), Banco de Portugal (dívida de Maastricht) e cálculos da UTAO (valor central da estimativa para o défice).

Gráfico 3 – Depósitos da administração central
(no final de cada ano, em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Note-se que, de acordo com os dados do Banco de Portugal, estes depósitos encontram-se constituídos junto do banco central e de instituições monetárias residentes.

Gráfico 4 – Dívida pública financiada pelas administrações públicas
(no final de cada ano, em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A dívida pública financiada por entidades das administrações públicas não é incluída no conceito de Maastricht, uma vez que este é expresso em termos consolidados.

⁵ As projeções oficiais efetuadas em março de 2013, por ocasião da 1.ª notificação do Procedimento dos Défices Excessivos, de março de 2013, apontavam para uma redução da dívida pública em termos nominais, o que implicaria um ajustamento défice-dívida muito significativo. Para este ajustamento deveria contribuir a compra de dívida pública por parte dos fundos da segurança social, a substituição de empréstimos das empresas públicas do perímetro junto dos bancos por empréstimos do Tesouro e a utilização da liquidez existente para a amortização da dívida. A expectativa quanto à concretização integral destas operações foi alterada na 2.ª notificação do Procedimento dos Défices Excessivos, em setembro de 2013.