

Condições de mercado

1 Em 2013, os principais mercados financeiros foram marcados por um aumento do apetite ao risco, refletindo-se na subida dos principais índices acionistas e alguns desenvolvimentos heterogéneos no mercado obrigacionista. No mercado acionista, o ano de 2013 foi marcado por subidas generalizadas dos preços: o índice Nikkei apreciou-se 57%, o Dow Jones 27% e o Eurostoxx 18%. Em Portugal, o índice PSI20 apreciou-se 16%, em linha com os desenvolvimentos europeus. No mercado obrigacionista, os desenvolvimentos em 2013 foram heterogéneos, tendo-se registado aumento das taxas de rendibilidade no mercado norte-americano, na sequência da alteração da política monetária que se veio a concretizar no final do ano. Na área do euro, as taxas de rendibilidade dos títulos alemães aumentaram ligeiramente mas, em contraste, registou-se uma descida das *yields* dos países da área do euro que registam taxas de rendibilidade mais elevadas. No mercado monetário, aumentaram ligeiramente as taxas de juro da área do euro, em particular a taxa Euribor a 3 meses passou de 0,19% para 0,27%, média mensal em dezembro de 2012 e 2013, respetivamente. Por outro lado, a taxa de juro Libor do mercado norte-americano diminuiu de 0,31% para 0,24%. No mercado cambial, o euro apreciou-se face ao dólar em 4,5%, em dezembro de 2013 face a dezembro de 2012. Em termos efetivos, os dados sugerem também uma apreciação do euro, refletindo a apreciação expressiva face ao iene, à libra esterlina e ao franco suíço.

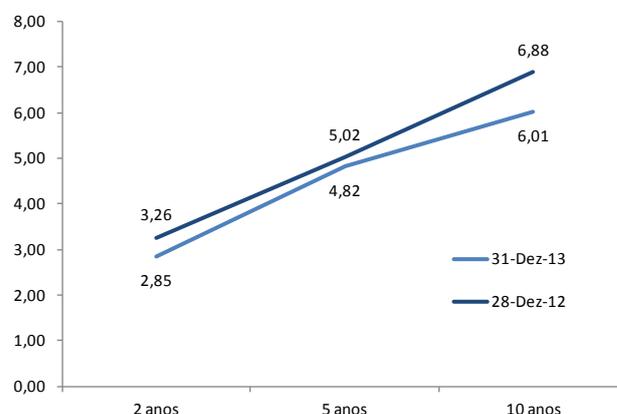
2 No último mês do ano, os principais movimentos reforçaram a tendência do ano. Neste contexto, os índices acionistas apreciaram-se, ainda que residualmente no mercado da área do euro e Portugal. O euro apreciou-se face ao dólar e, em maior escala, face ao iene. Em contraste com a evolução do ano, as taxas de rendibilidade aumentaram ligeiramente nos diversos países da área do euro e nas principais maturidades. A taxa a 10 anos da OT portuguesa aumentou 0,2 pontos percentuais em relação ao final do mês de novembro, próximo da variação da taxa a 10 anos da OT alemã, o que limitou a variação deste diferencial.

3 A política monetária manteve-se inalterada na área do euro e foi anunciada a redução do programa de compras de títulos nos EUA. Na reunião de política monetária em dezembro, o BCE manteve a taxa de juro de referência, reforçando que esta se encontrará baixa enquanto necessário, num contexto de baixas pressões inflacionistas.¹ As projeções do *staff* do Eurosistema apresentadas em dezembro consideram que a inflação na área do euro se situe em 1,4% em 2013, 1,1% em 2014 e 1,3% em 2015, o que significa uma revisão em baixa de 0,1 p.p. para 2013 e de 0,2 p.p. para 2014. Nos EUA, a Reserva Federal anunciou uma ligeira redução do programa de compra de ativos, tal como

já tinha vindo a ser anunciado. Apesar desta decisão, verificou-se uma subida dos preços nos índices acionistas norte-americanos e uma ligeira subida das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública. Contudo, é de registar uma descida do índice MSCI para o conjunto dos países BRIC, o que poderá ter resultado do aumento da volatilidade associada ao mês de dezembro e a esta decisão de política monetária.²

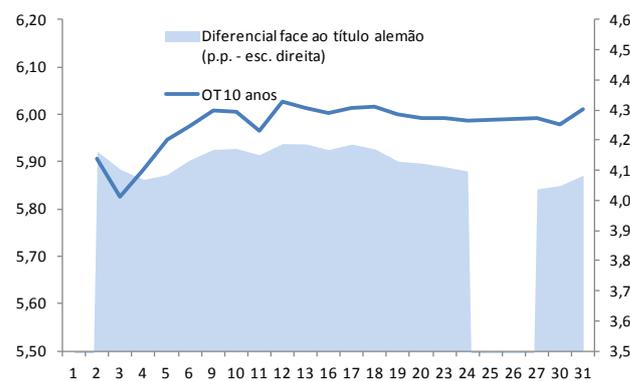
4 O Banco de Portugal divulgou as previsões económicas do Boletim Económico de Inverno. Em 2013, a queda do PIB deverá situar-se em 1,5% (1,6% nas previsões de Outono) e em 2014 o PIB deverá crescer 0,8%, em linha com as previsões do governo, FMI e Comissão Europeia. Esta projeção representa uma revisão em alta face a 0,3% de crescimento projetado nas previsões de Verão.

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



Fonte: IGCP.

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



Fonte: IGCP

¹ 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.

² O índice MSCI (Morgan Stanley Capital Index) é uma referência para índices acionistas, para alguns países. Neste caso é representativo dos índices acionistas de Brasil, Rússia, Índia e China.

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

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

Fonte: IGCP

Dívida direta do Estado

5 Em novembro, o stock da dívida direta do Estado aumentou, quer em termos homólogos quer em cadeia, fixando-se em 209,8 mil M€. Em termos de composição, o aumento da dívida direta do Estado face ao mês anterior incidiu, sobretudo, em dívida não titulada, em particular em certificados do tesouro, na sequência da criação ainda em outubro de uma nova linha deste tipo de instrumento (Tabela 2). Em relação ao período homólogo, o aumento da dívida direta do Estado, em 12 594 M€, foi composto pelo programa de assistência financeira, que compensou a redução do peso de dívida titulada.

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

	Nov-12	Dez-12	Out-13	Nov-13	Variação (%)		
					mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	122 979	119 840	125 345	125 038	-0,2	1,7	59,6
Curto prazo	26 167	24 360	30 631	30 499	-0,4	16,6	14,5
Médio e longo prazo	96 812	95 479	94 713	94 539	-0,2	-2,3	45,1
Não titulada	11 703	11 612	12 027	12 473	3,7	6,6	5,9
Cert. Aforro	9 667	9 669	10 080	10 100	0,2	4,5	4,8
Cert. do Tesouro	1 419	1 416	1 415	1 841	30,1	29,7	0,9
Outra	617	527	532	532	0,0	-13,7	0,3
Assist. Financeira	62 527	63 013	66 690	72 291	8,4	15,6	34,5
Total	197 209	194 466	204 062	209 803	2,8	6,4	100,0
Por memória:							
Transaccionável	116 801	115 280	118 001	118 064	0,1	1,1	56,3
Não Transaccionável	80 408	79 185	86 061	91 739	6,6	14,1	43,7
Euro	173 764	171 391	180 349	184 194	2,1	6,0	87,8
Não euro	23 445	23 075	23 713	25 609	8,0	9,2	12,2

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 No âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, em dezembro não foram efetuados novos desembolsos (Tabela 3). Em 2013, os desembolsos no âmbito do PAEF totalizaram 10 mil M€, em linha com o previsto. Note-se que não foram efetuados desembolsos no âmbito do Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF), que é um programa de emergência financeira garantido pela Comissão Europeia através do orçamento da União Europeia com um limite total de 60 mil M€. Para 2014 esperam-se ainda desembolsos até ao total de 7,9 mil M€.

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

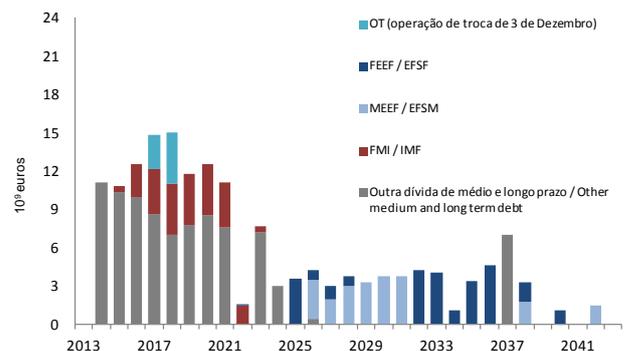
	2011	2012	2013	Total recebido	2013	2014
	Executado	Executado	Até 31 dez		Previsto*	Previsto*
TOTAL	34,2	27,5	10,0	71,7	10,0	8,0
FMI	13,1	8,2	3,4	24,7	3,4	2,8
U.E.	21,1	19,3	6,6	47,0	6,6	5,2
MEEF	14,1	7,9	0,0	22,0	-	-
FEFF	7,0	11,3	6,6	25,0	-	-

Fontes: IGCP, Comissão Europeia e cálculos da UTAO. | Nota: (*) Previsão que consta no relatório da comissão europeia "The Economic Adjustment Programme for Portugal: 8th and 9th 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.

7 No início de dezembro, o IGCP conduziu uma operação de troca de obrigações do Tesouro, permitindo a extensão das maturidades em cerca de 3 anos. A operação de troca de dívida, que ocorreu a 3 de dezembro, permitiu ao IGCP comprar OT com maturidade em junho de 2014, outubro de 2014 e outubro de 2015, vendendo OT com maturidade em outubro de 2017 e junho de 2018. Nesta operação estiveram envolvidos 6,6 mil M€, o que representa cerca de 7% do saldo vivo de OT. A troca de obrigações envolveu, em média a compra, por parte do IGCP, de um conjunto de obrigações a uma taxa média de rendibilidade até à maturidade de 3% e da venda de obrigações à taxa média de 4,8%, o que resultou num diferencial de 1,8 p.p. Este resultado é, contudo, mais favorável que o resultante da operação de troca de obrigações realizada em outubro de 2012. Nessa operação, o IGCP aceitou obrigações com taxa de rendibilidade de 3,1% em troca de obrigações à taxa de 5,12%, resultando num diferencial de 2 p.p. Contudo, esta operação envolveu apenas 3757 M€ e permitiu uma extensão de 2 anos na maturidade.

8 As amortizações anuais de dívida previstas para os próximos anos passaram a estar mais equilibradas, em particular devido à renegociação dos prazos de pagamento dos empréstimos no âmbito do PAEF (Gráfico 3).

Gráfico 3 – Amortizações anuais de dívida
(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Inclui o ajustamento da operação de troca de dívida. Em relação ao financiamento do MEEF, e de acordo com o IGCP, a maturidade final dos empréstimos não está ainda definida (extensão de maturidade será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização original), mas não se espera que Portugal venha a ter de refinar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

Assistência Financeira no período pós-PAEF

9 O Mecanismo Europeu de Estabilidade é o organismo responsável pela assistência financeira cautelar (programa cautelar). Em 17 de dezembro de 2010, o Conselho Europeu chegou a acordo sobre a necessidade de os Estados-Membros da área do euro criarem um mecanismo permanente de estabilidade. O Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) assumiu as atribuições cometidas ao Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEFF) e ao Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) para a prestação, quando necessário, de assistência financeira aos Estados-Membros da área do euro. Os países da área do euro podem pedir assistência financeira cautelar ao MEE, previamente à existência de dificuldades significativas na obtenção de crédito no mercado de capitais. Este programa tem como objetivo reforçar a credibilidade da transformação estrutural da economia garantindo segurança financeira, como se de um seguro se tratasse.

10 Existem dois tipos de programas cautelares, a linha de crédito cautelar com condicionalidade (PCCL) e a linha de crédito com condições ampliadas (ECCL). ^{3, 4} Em ambos os casos, a assistência pode vir na forma de um empréstimo ou de aquisição de Obrigações do Tesouro no mercado primário. Cada um dos programas tem a duração inicial de 1 ano, sendo renegociável por períodos de 6 meses, num máximo de duas vezes.

11 O acesso ao programa PCCL pressupõe condições iniciais, sendo este limitado a países cuja situação económica e financeira é sustentável. Dentro destas condições encontram-se:

- Cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento.⁵
- Dívida pública sustentável.
- Inexistência de desequilíbrios macroeconómicos excessivos.⁶
- Acesso, de uma forma “razoável”, ao mercado de capitais internacionais.
- Posição externa sustentável.
- Estabilidade do setor financeiro.⁷

12 Se as condições de admissão ao PCCL não forem totalmente satisfeitas, o país membro do MEE poderá, ainda assim, ter acesso ao ECCL desde que se encontre numa situação financeira e económica sustentável. Sob este programa cautelar (ECCL), o país membro do MEE, após consulta da Comissão Europeia e BCE, deverá adotar medidas corretivas que visam a normalização do acesso ao mercado de capitais. No caso do PCCL, apesar das contrapartidas serem definidas de início, só serão aplicadas medidas corretivas caso a linha de crédito seja ativada.

13 Cabe exclusivamente ao país membro do MEE requisitar, ou não, o programa cautelar. Nesse sentido não existe, em termos formais, a imposição de um programa cautelar sobre um país membro do MEE por parte de qualquer instituição europeia ou internacional. Se tal requisição for efetuada, aquando da sua receção por parte do Conselho de Governadores do MEE, a Comissão Europeia e o BCE irão averiguar se o país membro satisfaz as condições de acesso ao programa PCCL ou ECCL determinando, em simultâneo, as necessidades de financiamento potenciais. Estes programas incluem um acordo quanto à facilidade da assistência financeira, que determina os termos e condições financeiras da assistência financeira cautelar, proposto pelo Diretor Executivo do MEE e aprovado pelo Conselho de Governadores do MEE, e, um memorando de entendimento no qual se detalham as medidas estruturais e orçamentais associadas ao programa negociado entre o país membro do MEE e a Comissão Europeia, em concordância com o BCE e, se possível, com o FMI.

14 Durante o período de vigência do programa cautelar ECCL ou aquando da ativação do PCCL, o país em causa é alvo de vigilância por parte da Comissão Europeia. O país membro da MEE, em cooperação com a Comissão Europeia, o BCE, o Comité Europeu do Risco Sistémico e as Autoridades de Supervisão Europeias (ASEs), deve adotar as medidas acordadas e que visam eliminar as fontes potenciais de

problemas.⁸ De forma a avaliar a implementação das medidas acordadas, o país membro do MEE, durante o período de vigência do programa, deverá apresentar informação mensal relativa ao sistema financeiro, à tesouraria, bem como outra informação considerada importante. O país membro do MEE deverá realizar “stress tests” e análises de sensibilidade sobre o sistema bancário de forma a avaliar a resiliência do sistema financeiro. Ao mesmo tempo, o país membro do MEE deverá realizar uma auditoria independente às contas das administrações públicas. Neste programa, a Comissão Europeia em concordância com o BCE e ASEs e, se possível o FMI, fará avaliações trimestrais sobre os progressos verificados.

15 Se o país membro se desviar do programa ou se as medidas forem consideradas inadequadas, o Conselho de Governadores do MEE pode decidir terminar o programa cautelar. Neste caso é esperado que o país membro requirite um outro tipo de suporte financeiro, nomeadamente um programa de ajustamento económico e financeiro. Caso o país membro do MEE esteja sob um PCCL, far-se-á uma avaliação sobre a adequação do programa aquando da ativação da linha de crédito quer via empréstimo, quer via aquisição no mercado primário.

16 Um outro mecanismo de auxílio financeiro por parte das autoridades europeias prende-se com o programa de Transações Monetárias Definitivas do BCE. Uma condição necessária para a atuação do BCE é a existência de uma rigorosa e efetiva condicionalidade sobre as políticas orçamentais do país membro, associada a um programa adequado do MEE. Esse programa pode constituir-se sob a forma de um programa de ajustamento económico e financeiro ou de um programa cautelar. Procurar-se-á igualmente o envolvimento do FMI no que respeita à conceção da condicionalidade. Ao mesmo tempo, as Transações Monetárias Definitivas podem igualmente ser consideradas para os Estados-Membros atualmente sujeitos a um programa de ajustamento macroeconómico quando estes estiverem em condições de retomar o acesso aos mercados obrigacionistas. As transações concentram-se-ão nos prazos mais curtos da curva de rendimentos e, em particular, nas obrigações soberanas com prazo entre um e três anos. Não foram fixados limites quantitativos *ex ante* para o montante das Transações Monetárias Definitivas.

17 Portugal será objeto de uma supervisão reforçada por parte Comissão Europeia até meados da década de 30, segundo os regulamentos definidos no “pacote duplo”.⁹ Entre outras medidas, o “pacote duplo” reforça o acompanhamento e a supervisão dos Estados-Membros, por parte da Comissão Europeia, cuja estabilidade financeira se encontra ameaçada ou com graves dificuldades. Igualmente introduz um novo sistema de supervisão pós-programa para os Estados-Membros que terminam

³ *Precautionary Conditioned Credit Line.*

⁴ *Enhanced Conditions Credit Line.*

⁵ Ou nos caso em que há um procedimento de défice excessivo em processo de implementação das medidas recomendadas pelo Conselho.

⁶ Ou em processo de implementação do plano de medidas corretivas recomendadas pelo Conselho.

⁷ Inexistência de situações no setor financeiro que ponham em causa a estabilidade do sistema financeiro da Área do Euro.

⁸ As Autoridades de Supervisão Europeias incluem a Autoridade Bancária Europeia, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, a Autoridade Europeia de Seguros e Pensões Complementares de Reforma e os supervisores nacionais.

⁹ Dado o potencial mais elevado de efeitos colaterais das políticas orçamentais num espaço monetário comum, o que levou a considerar as decisões orçamentais como uma questão de interesse comum, a Comissão Europeia propôs dois novos regulamentos que permitem aumentar a coordenação e a supervisão das políticas orçamentais nacionais. O primeiro regulamento é aplicável a todos os Estados-Membros da área do euro, prevendo regras específicas para o procedimento relativo aos défices excessivos (PDE), a vertente corretiva do PEC. O segundo regulamento define regras claras e simplificadas para uma supervisão reforçada dos Estados-Membros que enfrentam dificuldades graves a nível da sua estabilidade financeira, que beneficiam de assistência financeira e que terminam um programa de assistência financeira. Para mais informação ver [Pacote Duplo da União Europeia MEMO/13/457](#).

programas de ajustamento ou de assistência a título preventivo. Nesse sentido, segundo o “pacote duplo”, a Comissão Europeia exercerá sobre Portugal uma supervisão reforçada até que um mínimo de 75% da assistência recebida seja reembolsada, ou seja pelo menos até 2034, de acordo o plano de reembolso estipulado no PAEF.¹⁰ A Comissão Europeia, durante este período, poderá propor que o Conselho de Ministros recomende a Portugal a tomada de medidas corretivas ou que elabore um novo PAEF.

Plenário por maioria de 2/3 dos membros do Conselho que representem, pelo menos, 50% das contribuições.

Desenvolvimentos relativamente à União Bancária

18 No dia 18 de dezembro, os ministros das finanças da União Europeia alcançaram um acordo político quanto à instituição do Mecanismo Único de Resolução bancária (MUR).¹¹ O acordo alcançado aguarda a ratificação pelo Parlamento Europeu, prevendo-se que esta ocorra até ao fim da legislatura, em maio de 2014. Relativamente ao Fundo Único de Resolução (FUR), a sua elaboração e funcionamento são regidas por um acordo intergovernamental a alcançar em 1 de março de 2014.^{12, 13} O MUR entrará em funcionamento em 1 de janeiro de 2015, não antes da ratificação nacional do acordo intergovernamental do FUR (por um conjunto de países cujas contribuições representem, no mínimo, 80% daquele fundo).

19 O Fundo Único de Resolução será financiado através de taxas bancárias. O FUR, cujo financiamento será efetuado a nível nacional, irá inicialmente ser constituído por compartimentos nacionais que se irão combinar gradualmente ao longo de 10 anos, tendendo para a mutualização dos mesmos. Ao longo dos 10 anos, após os quais o Fundo Único de Resolução entrará em pleno funcionamento, a assistência financeira será disponibilizada: (i) por fontes nacionais, financiada por taxas bancárias (ii) através do Mecanismo Europeu de Estabilidade (via empréstimos entre governos soberanos) (iii) por empréstimos entre os vários fundos nacionais de resolução.

20 O Mecanismo Único de Resolução bancária irá cobrir todos os países participantes no Mecanismo Único de Supervisão (MUS).¹⁴ Este inclui os países da Área do Euro e outros que se associaram ao MUS e irá cobrir os bancos já supervisionados pelo Banco Central Europeu (BCE), bem como outros bancos com operações transfronteiriças. O Conselho do MUR irá consistir num diretor executivo, quatro membros a tempo inteiro e representantes das autoridades nacionais de resolução. Este, após notificação do BCE ou por iniciativa própria, determinará para a instituição bancária em causa o conjunto de medidas a implementar, bem como a necessidade de ativação do FUR. No entanto, as decisões que impliquem o apoio à liquidez num valor superior a 20% do capital do FUR ou outros tipos de apoio que exceda 10% do FUR, nomeadamente, a recapitalização bancária ou aquisições ao fundo de montantes acima de 5 mil M€ mais do que uma vez no mesmo ano, requerem a aprovação em

¹⁰ A data pode ser superior, dado que parte do financiamento proveniente do PAEF ainda não foi efetuada, não se sabendo assim a sua data de reembolso.

¹¹ O segundo pilar é um mecanismo único europeu de resolução dos bancos, que permita a resolução de instituições bancárias sem pôr em causa a estabilidade sistémica e a situação financeira dos países onde operam.

¹² O Fundo Único de Resolução consiste num sistema comum de garantia de depósitos

¹³ O terceiro pilar será um sistema comum de garantia de depósitos, de forma a evitar potenciais fenómenos de corrida aos depósitos, que numa situação de contágio, condicionariam rapidamente a liquidez do sistema bancário.

¹⁴ O BCE será responsável pela supervisão prudencial das instituições de crédito da área do euro, executando essas funções no âmbito de um Mecanismo Único de Supervisão composto pelo BCE e pelas autoridades nacionais competentes.