

Condições de mercado

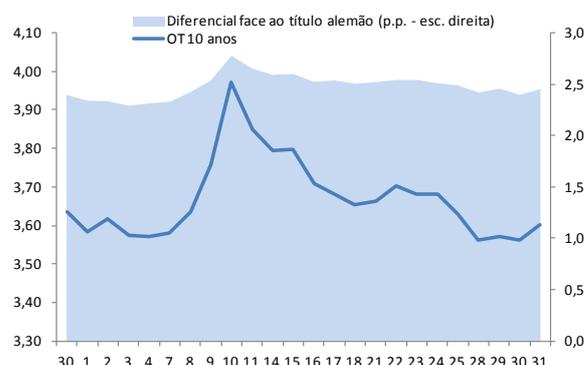
1 No mês de julho surgiram sinais de que a evolução da atividade económica será mais dinâmica na economia norte americana e mais lenta na área do euro, num contexto em que riscos de diversa ordem parecem ter-se agravado. No início do mês, o Fundo Monetário Internacional reviu em baixa a projeção de crescimento económico mundial para 2014, de 3,7% para 3,4%, identificando como principal motivo o mau desempenho registado no 1.º trimestre das economias norte americana, francesa e italiana, tendo mantido a previsão para 2015 em 4%. Estas revisões do FMI refletiram sobretudo um 1.º trimestre bastante dececionante por parte da economia norte americana. No entanto, já no final do mês, foram conhecidos os dados do 2.º trimestre, tendo estes surpreendido pela positiva: a economia norte-americana cresceu a uma taxa anualizada de 4%, tendo o crescimento do 1.º trimestre sido revisto em alta para -2,1%, face aos -2,9% anteriormente estimados. Na área do euro, destacou-se a divulgação de dados desapontantes relativamente à produção industrial, que sinalizaram uma recuperação económica mais contida. Adicionalmente, os movimentos nos mercados financeiros internacionais foram condicionados pelo agudizar das tensões geopolíticas na Ucrânia e no médio oriente. A nível nacional, os movimentos nos mercados financeiros foram sobretudo influenciados pela incerteza em torno da dimensão dos prejuízos semestrais do Banco Espírito Santo (BES) e dos pedidos de proteção contra credores das principais *holdings* do Grupo Espírito Santo (GES). As notícias sobre o GES tiveram inclusivamente repercussões a nível internacional, com manchetes em diversos jornais estrangeiros no dia 10 de julho, tendo esta situação sido apontada como responsável pela subida generalizada das yields de países europeus (Gráfico 1).

2 Neste contexto, os principais índices acionistas europeus registaram perdas em junho, particularmente o índice da bolsa portuguesa. Em termos médios mensais, o índice Eurostoxx 50 desvalorizou-se 2,4%, enquanto o índice PSI 20 desceu 10,5% (face ao último dia de maio a redução mensal foi de 12,1%). O índice bolsista português foi fortemente penalizado pelas acima referidas notícias sobre o GES, envolvendo reduções noutras empresas de dimensão relevante, como foi o caso da Portugal Telecom.¹ Em sentido oposto, o índice S&P500 chegou a atingir um novo máximo no dia 24 de julho.² Relativamente às matérias-primas, é de referir a redução acentuada dos preços do petróleo, após aumentos verificados em junho com os receios da redução da oferta perante o escalar das tensões no Iraque (o segundo maior produtor de petróleo da OPEP), tendo-se verificado em julho o mesmo movimento de descida relativamente ao preço do ouro.

3 No mercado cambial, o euro foi penalizado no mês de julho, particularmente na segunda quinzena, em parte devido aos dados da conjuntura nos EUA, acima do esperado, e às perspetivas de um desempenho económico débil na área do euro. Em termos médios mensais, o euro

depreciou-se 0,4% face ao dólar norte-americano, 0,7% face ao iene japonês e 1,4% face à libra esterlina. As perspetivas quanto à evolução económica do Reino Unido e do Japão revelaram-se mais otimistas e terão pesado na apreciação das suas moedas face ao euro. No Reino Unido, o crescimento da atividade tem sido mais robusto, com o PIB a aumentar 0,8% em cadeia, tanto no 1.º como no 2.º trimestre, o que terá contribuído para a revisão em alta das projeções do FMI para o crescimento de 2014 para 3,2% (em 0,4 p.p.). Em face desta recuperação mais rápida do que esperado, alguns analistas antecipam um aumento das taxas de juro por parte do Banco de Inglaterra antes do final do ano. No que se refere ao Japão, perante uma performance económica melhor do que o esperado no 1.º trimestre, o FMI estima um crescimento de 1,6% em 2014, que deverá depois desacelerar para 1,1% em 2015 face à necessidade de correção dos estímulos fiscais.

Gráfico 1 – Evolução diária em julho da taxa de rendibilidade (*yield*) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

4 Nos EUA, o comité de política monetária (FOMC) anunciou a manutenção das taxas de juro e uma nova redução do montante de compras de ativos. No âmbito do programa de compra de ativos, o FOMC anunciou que irá continuar a redução do total das compras de ativos, em 10 mil M\$, para 25 mil M\$, tal como era esperado pela generalidade dos investidores. As taxas de juro de referência foram mantidas entre 0 e 0,25% e continuou a ser referido que se mantém apropriado o cariz acomodaticio da política monetária e que as taxas de juro se vão manter baixas após a conclusão do programa de compra de ativos. Todavia, a manter-se um bom desempenho económico no 2.º semestre, diversos analistas de mercado apontam que poderá vir a iniciar-se uma discussão relativamente ao momento a partir do qual as taxas de juro devem começar a subir.

5 Depois das alterações anunciadas em junho, na reunião de julho o Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) não anunciou novas medidas. Na reunião do dia 5 de junho, o BCE anunciou um conjunto substancial de medidas para melhorar o mecanismo de transmissão da política monetária.³ Na sequência desse anúncio, verificou-se

¹ Neste caso, a redução do preço da ação deveu-se fundamentalmente ao não recebimento do reembolso na maturidade de títulos de dívida por parte de uma empresa do GES.

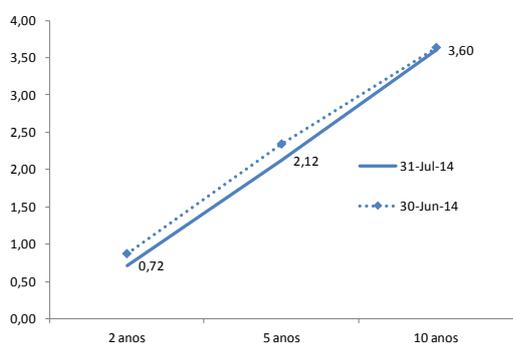
² Em termos médios, face a junho, o índice S&P500 valorizou-se 1,3%, embora as reduções verificadas nos últimos dias do mês tenham corrigido os ganhos mensais.

³ Recorde-se que esse pacote refere-se às seguintes medidas: i) a redução da taxa de juro das operações principais de refinanciamento para 0,15%; ii) a redução da taxa de juro de depósito para valores negativos (-0,1%); iii) a redução da taxa de juro da facilidade de cedência (para 0,4%); iv) o anúncio de novas operações de refinanciamento de longo prazo (targeted longer-term refinancing

uma descida das taxas de juro no mercado monetário, tendo permanecido estáveis no mês de julho. Dada a relevância e amplitude das medidas anunciadas em junho, na reunião seguinte não se esperava o anúncio de novas medidas, tal como veio a confirmar-se. Note-se que, a divulgação de indicadores económicos positivos no final de julho, nomeadamente a redução do desemprego na área do euro em junho e os indicadores PMI (*Purchasing Managers' Index*) de julho, deverá contribuir para diluir a pressão relativamente à adoção de medidas adicionais no curto prazo.⁴ Com efeito, ainda que se tenha verificado uma desaceleração da inflação em uma décima, para 0,4%, este dado ainda não deverá ser suficiente para criar um sentimento de urgência para uma ação por parte do BCE, que poderá manter a expectativa quanto à sua atuação até ao final do ano.

6 As taxas de rendibilidade dos mercados obrigacionistas da área do euro desceram nos prazos até 5 anos, num contexto em que se antecipa a existência de reduzidas taxas de juro no mercado monetário por um longo período. Apesar da tendência de descida generalizada, em Portugal a taxa de rendibilidade a 10 anos manteve-se praticamente inalterada (Gráfico 1 e Gráfico 2), o que conduziu a um ligeiro aumento do diferencial face à taxa de rendibilidade alemã, ao contrário do que sucedeu nos restantes países europeus (Tabela 1). Para este desempenho divergente do mercado português contribuíram, sobretudo, as notícias sobre o GES e os receios de contágio para o sector público, tendo no entanto esses receios sido contrariados no final do mês pelas perspetivas positivas das agências de *rating*.

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



Fonte: IGCP.

Tabela 1 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos percentuais)

	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	31-Mar-14	30-Jun-14	31-Jul-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	11,0	5,6	4,1	2,5	2,4	2,4	0,1	-1,6
Irlanda	-	-	1,5	1,4	1,1	1,0	-0,1	-0,5
França	1,3	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	-0,1	-0,3
Bélgica	2,2	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	-0,1	-0,2
Itália	5,2	3,2	2,2	1,7	1,6	1,5	-0,1	-0,6
Espanha	3,2	3,9	2,2	1,7	1,4	1,3	-0,1	-0,9

Fonte: IGCP.

operations TLTRO) destinadas ao financiamento do setor privado não financeiro (isto é, particulares e sociedades não financeiras); v) a suspensão das operações de esterilização no âmbito do programa de compra de obrigações (Securities Market Programme, SMP); e vi) assinalou que está em curso a análise de um programa abrangente de compra de ativos.

⁴ O indicador PMI é composto por 5 sub-indicadores, extraídos de inquéritos aos gestores de diversas indústrias para averiguar o nível da produção, as encomendas, as entregas de produto, as existências e o nível de emprego. As respostas são qualitativas, podendo os gestores indicar para cada questão se as condições estão melhores, iguais ou piores do que no mês anterior. O resultado corresponde à percentagem de respostas que consideram que as condições melhoraram.

7 As decisões das agências de rating foram favoráveis a Portugal. Após a subida de *rating* registada em maio pela Moody's, no dia 27 de julho, a mesma agência de rating melhorou em um nível a notação dos títulos de longo prazo da República Portuguesa, de Ba2 para Ba1, ficando assim o país no primeiro nível da categoria de investimento especulativo. A agência justifica a subida com a reconquista dos mercados e o compromisso em manter a consolidação orçamental, apesar dos chumbos do Tribunal Constitucional. Esta melhoria da notação de *rating* surgiu num contexto de turbulência relacionado com a crise no GES.⁵

Divida direta do Estado

8 Em junho, em termos líquidos, o subsector Estado registou necessidades de financiamento. A execução orçamental mensal do subsector Estado, relativa ao mês de junho, revelou a existência de um saldo negativo de 2919,6 M€. Adicionalmente, a receita líquida com ativos financeiros do Estado foi de 241,3 M€.⁶

9 Verificou-se uma redução, em termos mensais, do stock de dívida direta do Estado. No final de junho, a dívida direta do Estado fixou-se em 212,9 mil M€, o que corresponde a uma redução mensal de 0,7% e a um aumento de 3,0% em termos anuais (Tabela 1). Esta variação (-1,5 mil M€ em termos mensais) tem subjacente um nível de amortizações (7,3 mil M€) superior ao montante emitido de dívida direta do Estado. Nesse sentido, as necessidades líquidas de financiamento do mês de junho foram satisfeitas, maioritariamente, através da redução dos depósitos da administração central e não através do acréscimo de dívida direta do Estado.⁷ Por tipo de instrumento, saliente-se a amortização de OT, no valor de EUR 4,4 mil M€, a qual superou o montante emitido de 1163 M€. Em sentido oposto, registou-se um aumento de BT fruto de duas emissões no valor total de 1,5 mil M€ (a 3 e a 12 meses). Adicionalmente, quer os certificados de aforro, quer os certificados de tesouro aumentaram em 151 M€ e 210 M€, respetivamente. Por último, de referir que as flutuações cambiais contribuíram para uma redução do stock da dívida de 192 M€.^{8, 9} Relativamente aos empréstimos do PAEF, em junho não houve lugar ao desembolso adicional de 400 M€ por parte do MEEF referente à 11.^a avaliação regular.

⁵ No início de agosto, a agência *Fitch* emitiu um comunicado considerando que a intervenção no BES tem um impacto orçamental limitado, apesar de diminuir a almofada financeira disponível para lidar com choques futuros.

⁶ De acordo com a síntese de execução orçamental da DGO, dos 435,9 M€ de receita com ativos financeiros 420 M€ são referentes à amortização pelo BPI de obrigações de capital contingente (*coco bonds*) subscritas pelo Estado. No que se refere à despesa com ativos financeiros, esta foi de 194,6 M€, dos quais 133 M€ dizem respeito à dotações de capital a empresas públicas reclassificadas.

⁷ De acordo com os dados divulgados pelo Banco de Portugal relativos ao mês de junho, os depósitos da administração central diminuíram 2,9 mil M€ no mês de junho.

⁸ Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período. Para o cálculo da dívida direta do Estado os valores de emissões e das amortizações encontram-se valorizados ao valor de encaixe.

⁹ De acordo com os dados divulgados pelo Banco de Portugal relativos ao mês de junho, a dívida na ótica de Maastricht fixou-se em 223,3 mil M€ no final do 2.^o trimestre, um aumento de 1,2% face ao valor do 1.^o trimestre (220,7 mil M€, o correspondente a 132,9% do PIB). Adicionalmente, os depósitos da administração central diminuíram 4,2 mil M€ no 2.^o trimestre, situando-se agora nos 19,2 mil M€.

Tabela 1 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Dez-13	Mai-14	Jun-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 511	123 056	120 569	-2,0	-5,7	56,6
Curto prazo	25 079	23 411	24 421	4,3	-9,9	11,5
Médio e longo prazo	94 432	99 645	96 148	-3,5	-4,6	45,2
Não titulada	12 690	14 176	15 137	6,8	29,8	7,1
Cert. Aforro	10 132	10 706	10 856	1,4	11,3	5,1
Cert. do Tesouro	2 026	2 941	3 151	7,1	126,1	1,5
Outra	532	529	1 129	113,3	119,1	0,5
Assist. Financeira	72 051	77 201	77 195	0,0	15,0	36,3
Total	204 252	214 434	212 902	-0,7	3,0	100,0
Por memória:						
Transacionável	114 810	116 807	114 758	-1,8	-5,9	53,9
Não Transacionável	89 443	97 627	98 144	0,5	15,9	46,1
Euro	178 912	181 963	181 963	0,0	-0,3	85,5
Não euro	25 340	27 246	27 235	0,0	12,6	12,8

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período. Para o cálculo da dívida direta do Estado os valores de emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe.

10 Os juros e comissões pagos pelo Estado no 1.º semestre do ano, no âmbito do PAEF, atingiram 1,1 mil M€. Os juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado atingiram 3,8 mil M€ no 1.º semestre, o que representa um aumento de 11,5% face ao período homólogo. Destes, 1,1 mil M€ dizem respeito aos empréstimos do PAEF, os quais comparam com 995 M€ relativos ao período homólogo.

Tabela 2 – Desembolsos no âmbito do PAEF
(valor desembolsado em milhares de milhões de euros)

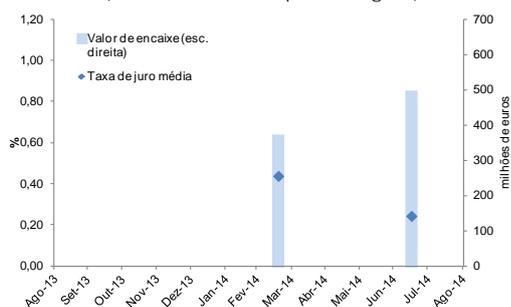
	2011	2012	2013	2014	Total recebido	2014	Total do programa
	Executado	Executado	Executado	Até 31 maio		Previsto	
TOTAL	33,9	27,4	9,9	4,8	76,1	7,8	79,1
FMI	13,1	8,1	3,4	1,7	26,3	2,7	27,3
U.E.	20,8	19,2	6,6	3,0	49,7	5,1	51,8
MEEF	14,0	7,9	0,0	1,8	23,7	-	-
FEFF	6,9	11,3	6,6	1,2	26,0	-	-

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

11 Em julho, o IGCP realizou-se uma emissão sindicada de OT a 10 anos em dólares, pela primeira vez desde março de 2010. No dia 2 de julho, o IGCP emitiu uma OT com maturidade de 10 anos. O montante emitido foi de 4,5 mil M\$, teve uma procura superior a 10 mil M\$ e obteve uma taxa de juro implícita de 5,225%, o que equivale em euros a, aproximadamente, 3,3 mil M€, com taxa de juro implícita de 3,65%. Esta foi a primeira emissão de Portugal em dólares desde março de 2010.

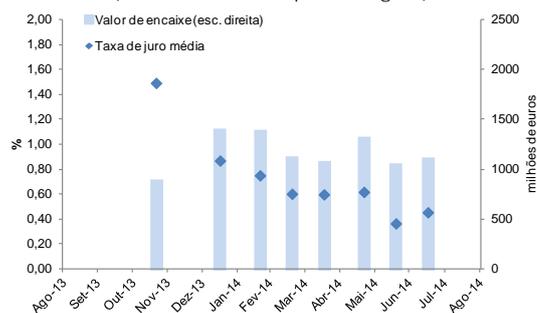
12 Em julho, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 6 e a 12 meses. Foram emitidos dois BT no dia 16 de julho, um dos quais no montante de 483 M€, com maturidade de 6 meses, e outro no montante de 1065 M€, com 12 meses de maturidade. As taxas de juro médias ponderadas das emissões foram de 0,243%, a 6 meses, e de 0,453%, a 12 meses. No caso este último, a taxa de juro foi superior à obtida em junho numa operação de maturidade comparável (Tabela 3 e Gráfico 2).

Gráfico 3 – Bilhetes do Tesouro a seis meses
(milhões de euros e percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

Gráfico 4 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(milhões de euros e percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

Tabela 3 – Emissão de bilhetes do Tesouro em julho
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jan-15	Jul-15
Maturidade	16-Jul	16-Jul
Data da Transação	16-Jul	16-Jul
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	483	1065
Montante de Procura (M€)	982	1 745
Taxa média (%)	0,243	0,453
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	19-Mar-14	18-Jun-14
	0,438	0,364

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

Caixa 1 - Operações de gestão ativa da dívida em 2013

De acordo com o Relatório Anual do IGCP recentemente publicado, no final de 2013, a carteira de instrumentos derivados (*swaps*) detidos pelo IGCP ascendia a um valor nominal de 17 mil M€, equivalente a 8% do saldo total da dívida direta do Estado.¹⁰ Destes, destacam-se os instrumentos de gestão de risco financeiro IRS (que visam a cobertura face ao risco de taxa de juro), num montante de 8,6 mil M€ e os CCIRS (que visam a cobertura da exposição cambial proveniente do empréstimo do FMI), num montante de 7,3 mil M€.¹¹

Tabela 4 – Carteira de derivados financeiros da República
(em milhões de euros)

	IRS	CCIRS	Basis swap	Swaption	Fx Forward	Fx Swap	Total
Valor nominal	8 645	7 273	500	500	116	7	17 041

Fontes: IGCP – Relatório Anual 2013

Em 2013, foram liquidadas antecipadamente 41 operações (instrumentos de gestão de risco financeiro – *swaps IRS*), com um valor nominal de 9,7 mil M€.

Para essa liquidação antecipada contribuiu, em parte, a evolução da curva de taxas de juro, cuja margem para descidas adicionais é bastante reduzida. Nesse sentido, os instrumentos de gestão de risco financeiro que garantem uma taxa fixa a receber tornaram-se mais atrativos.

Adicionalmente, o IGCP recebeu a seu cargo a gestão da carteira de derivados das Entidades Públicas Reclássificadas (EPR) tendo esta carteira uma exposição simétrica à do IGCP. Neste domínio, a liquidação antecipada das operações *IRS* incluíram-se no projeto de reestruturação e simplificação da carteira de derivados das EPR.

No final de 2013, existiam 42 IRS. Foram contratados 9 *CCIRS*, no valor nominal de 1,9 mil M€, 4 *forwards* cambiais, avaliados em 229 M€, com o propósito de efetuar a cobertura da exposição cambial proveniente do empréstimo do FMI, bem como 4 *FX Swaps*, para efeitos de cobertura de emissões de curto prazo, ao abrigo do programa de papel comercial, no valor nominal de 102 M€.¹²

¹⁰ No final de 2012, a carteira de instrumentos derivados (*swaps*) detidos pelo IGCP ascendia a um valor nominal de 29,6 mil M€.

¹¹ A sigla *CCIRS* representa "cross currency interest rate swap".

¹² Um *forward cambial* é um instrumento financeiro que consiste numa operação de compra ou de venda de uma moeda estrangeira numa data futura. Um *FX swap* visa a cobertura de risco de moeda estrangeira.