

Condições de mercado

1 O mês de junho foi marcado por diversos acontecimentos relevantes, ao nível internacional e nacional. Na área do euro destacam-se a decisão de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) no início de junho e a divulgação de indicadores que sinalizam uma recuperação económica mais contida. A nível nacional, os movimentos do mês foram influenciados pela decisão do Tribunal Constitucional sobre algumas medidas do Orçamento do Estado; pelo anúncio do Ministério das Finanças no sentido de abdicar da última tranche do empréstimo da *troika*; e, sobretudo no final do mês, pela instabilidade gerada em torno do setor bancário na sequência das notícias sobre o Banco Espírito Santo. A nível internacional, a partir de meados do mês de junho, os movimentos nos mercados financeiros internacionais foram muito condicionados pelas tensões geopolíticas no Iraque e na Ucrânia. O Banco Mundial reviu em baixa a projeção de crescimento económico mundial em 2014, de 3,2% para 2,8%, referindo a incerteza gerada pelas tensões entre a Rússia e a Ucrânia, tendo mantido a previsão para 2015 em 3,4%.

2 Neste contexto de aumento da aversão ao risco, os principais índices acionistas europeus registaram perdas em junho. O índice *Eurostoxx* desvalorizou-se 0,4%, enquanto o índice PSI 20 desceu 4,4% face ao final do mês de maio, penalizado no final do mês pelas notícias do setor bancário.¹ Em sentido oposto, o índice S&P500 chegou a atingir um novo máximo histórico durante o mês (face ao final do mês de maio apreciou-se 0,7%) e o índice global MSCI (que inclui índices de 45 países) testou os máximos históricos atingidos em 2007. Relativamente às matérias-primas, é de referir algum aumento dos preços do petróleo, com os receios da redução da oferta perante o escalar das tensões no Iraque (o segundo maior produtor de petróleo da OPEP) bem como o aumento do preço do ouro, ao beneficiar dos movimentos de maior aversão ao risco.

3 No mercado cambial, o euro foi penalizado no início do mês pela divulgação dos dados da inflação para a área do euro, abaixo do esperado. Esta reação acabou por ser mitigada pelas expectativas quanto ao anúncio de diversas medidas de estímulo pelo BCE. A taxa de inflação na área do euro, medida pela variação homóloga do IHPC, situou-se em 0,5% em maio e em junho. Contrariando a evolução de maio, em junho os preços na Alemanha aumentaram de 0,6% para 1%. Em Itália e em Espanha os preços desaceleraram em junho. As decisões do BCE de descida da taxa de juro e de aumento dos estímulos monetários terão permitido dar algum suporte à cotação EUR/USD, na medida em que se registou forte procura por ativos com maior taxa de rentabilidade da área do euro. Contudo, as políticas

¹ Note-se que nem todas as notícias, em junho, sobre o setor bancário português foram penalizadoras do mercado acionista. O BCP anunciou um aumento de capital de 2,25 mil M€ ao preço de subscrição de 0,065 € por ação, com um desconto de 34% face ao preço teórico ajustado de *ex-rights*, calculado com base no preço de fecho de 24 de junho. Parte destes fundos destina-se a reembolsar 1 850 M€ de *CoCo bonds* subscritos pelo Estado, tendo o BCP devolvido 420 M€. O BCP atualizou também as suas estimativas e prevê uma rentabilidade de capitais próprios de cerca de 15% em 2017, o que compara com um resultado negativo em março deste ano. O BES anunciou que completou o aumento de capital de 1 045 M€, com a procura a superar a oferta. Contudo, a instabilidade relativamente à administração do banco assim como a divulgação de notícias sobre a investigação de algumas operações do grupo financeiro colocaram elevada pressão de descida no preço das ações do BES.

monetárias divergentes entre a Europa e as restantes economias poderão estimular operações de financiamento em euros para aplicação em mercados de maior rendimento como a libra esterlina e o dólar australiano. Em termos médios mensais, o euro depreciou-se 1% face ao dólar e 1,4% face à libra esterlina.

4 Alguns dados económicos também contribuíram para depreciação do euro. Foi divulgada a 2.ª estimativa do PIB da área do euro para o 1.º trimestre de 2014, verificando-se uma ligeira desaceleração do crescimento. De acordo com as projeções do Eurosistema divulgadas em junho, a economia da área do euro irá crescer 1% em 2014 (uma revisão em baixa face à projeção anterior de crescimento de 1,2%), 1,7% em 2015 (a anterior projeção era de 1,5%) e 1,8% em 2016. No final do mês, os dados preliminares dos PMI (*Purchasing Managers' Index*) deram sinais inesperados de abrandamento da expansão da atividade, tanto do setor transformador, como dos serviços, com o indicador respetivo a descer de um máximo de quase 3 anos. Em sentido contrário, as vendas a retalho no total da área do euro registaram um forte crescimento em abril, tendo os valores do mês anterior sido revistos em alta.² Por países, os dados relativos à economia alemã continuam a ser, na generalidade, positivos: as encomendas à indústria na Alemanha apresentaram um crescimento acima do esperado; o indicador PMI continua a sinalizar expansão (i.e., acima de 50 pontos), com o indicador do setor transformador a subir ligeiramente para 52,4, contrastando com a queda do indicador dos serviços de 56 para 54,8. Por outro lado, o indicador ZEW de sentimento económico dos empresários alemães desiludiu, ao prolongar o movimento de descida iniciado em janeiro deste ano. Em França e em Itália, a produção industrial cresceu em abril, após diminuições no mês anterior, embora em França se tenha acentuado a queda em termos homólogos.

5 Nos EUA os indicadores económicos divulgados deram sinais contraditórios. Os dados finais do PIB dos EUA no 1.º trimestre revelaram uma contração de 2,9% (variação em cadeia anualizada), mais expressiva do que a esperada (-1,8%) que já por si representava uma revisão em baixa do valor da 2.ª estimativa (-1%). Este foi o maior recuo da atividade desde o 1.º trimestre de 2009 e ficou a dever-se essencialmente a uma evolução das despesas de saúde menos otimista do que a esperada (na sequência do programa de saúde denominado por *Obama care*). Assim, o consumo registou o pior desempenho em 5 anos. O contributo das contas externas foi igualmente determinante para o resultado do 1.º trimestre, devido a uma queda das exportações superior à inicialmente estimada. Em abril, os dados sobre o comércio externo também surpreenderam negativamente, revelando um défice da balança comercial acima do esperado. Em sentido contrário, o valor do PMI para o setor dos serviços revelou um aumento significativo (pelo 3.º mês consecutivo) e claramente acima do esperado.

² 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.

Os dados do mercado de trabalho dos EUA superaram as expectativas, com a criação de emprego a situar-se acima dos 200 mil pelo 4.º mês consecutivo e a taxa de desemprego a manter-se em 6,3%, mínimo desde 2008, perante a manutenção da taxa de participação. Apesar dos dados económicos com sinal positivo, o Fundo Monetário Internacional reduziu a previsão de crescimento para os EUA de 2,8% para 2,0% em 2014. Também os membros do comité de política monetária (FOMC) reviram em baixa as suas projeções de crescimento económico para o intervalo entre 2,1% e 2,3% (anteriormente entre 2,8% e 3%) e da taxa de desemprego para o intervalo 6% a 6,1%. A projeção da inflação, medida pelo PCE (*Personal Consumption Expenditure*), foi ligeiramente revista em alta para um intervalo entre 1,5% e 1,7%.

6 Nos EUA, o comité de política monetária anunciou a manutenção das taxas de juro e a redução do montante de compras de ativos. No âmbito do programa de compra de ativos, o FOMC anunciou a redução do total das compras para 35 mil M\$, como era esperado pela generalidade dos investidores. Adicionalmente, o FOMC reafirmou a sua convicção de que se mantém apropriado o cariz muito acomodaticio da política monetária e que as taxas de juro se vão manter baixas por um período considerável após a finalização do programa de compra de ativos.

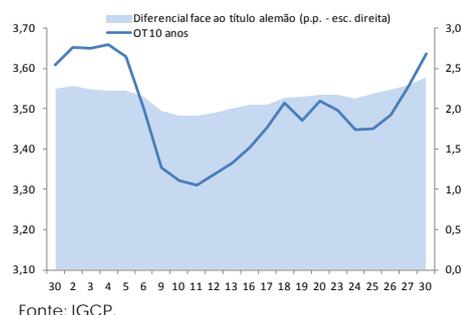
7 O BCE anunciou medidas de política monetária para melhorar o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, provocando a descida das taxas de juro no mercado monetário. Os participantes de mercado anteciparam ao longo da semana as medidas de política monetária que acabaram por ser decididas pelo BCE no dia 5 de junho. Neste pacote de medidas, que se traduzem numa política monetária mais acomodaticia, o BCE decidiu: 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 (TLTRO - *Targeted Longer-term Refinancing Operations*) destinadas ao financiamento do setor privado não financeiro (isto é, particulares e sociedades não financeiras);³ v) a suspensão das operações de esterilização no âmbito do programa de compra de obrigações (SMP - *Securities Market Programme*)⁴; e vi) assinalou que está em curso a análise de um programa abrangente de compra de ativos. Após a reunião de política monetária, o Presidente do BCE deu indicações de que as taxas de juro se irão manter baixas por um período de, pelo menos, mais dois anos e meio.

8 Na sequência destas decisões, no mercado monetário da área do euro registaram-se descidas das taxas de juro. A taxa EONIA atingiu um mínimo histórico, testando o limite dos 0%. A 17 de junho, a operação principal de refinanciamento atraiu especial atenção dos participantes de mercado,

sendo a primeira operação sem a esterilização das operações ao abrigo do SMP, após a decisão do BCE na última reunião de política monetária. Contudo, a operação de refinanciamento, mesmo sem a existência de esterilização, conduziu a uma redução de liquidez, aliviando alguma da pressão existente para a descida da taxa EONIA.

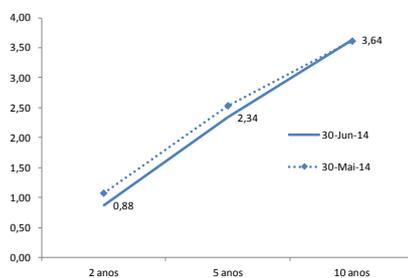
9 A generalidade das taxas de rendibilidade dos mercados obrigacionistas de dívida pública da área do euro desceu, num contexto em que se antecipam taxas de juro reduzidas no mercado monetário por mais tempo. Apesar da tendência de descida generalizada, em Portugal a taxa de rendibilidade a 10 anos manteve-se 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 Banco Espírito Santo no final do mês.

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



Fonte: IGCP.

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-Abr-14	30-Mai-14	30-Jun-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	11,0	5,6	4,1	2,5	2,2	2,3	2,4	0,1	-1,7
Irlanda	-	-	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	-0,1	-0,4
França	1,3	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,0	-0,2
Bélgica	2,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	-0,1	-0,2
Itália	5,2	3,2	2,2	1,7	1,6	1,6	1,6	0,0	-0,6
Espanha	3,2	3,9	2,2	1,7	1,5	1,5	1,4	-0,1	-0,8

Fonte: IGCP.

10 No mercado primário, os leilões de dívida pública de alguns países europeus registaram aumento da procura, tendo os analistas considerado que as recentes medidas tomadas pelo BCE irão continuar a favorecer os mercados com diferencial positivo face aos títulos alemães. O Tesouro espanhol vendeu 4,5 mil M€ de dívida a 3 e 5 anos, tendo as taxas de rendibilidade baixado para mínimos históricos.⁵ Em França foram colocados 8,459 mil M€ a 6, 10 e 16 anos,

⁵ As taxas de rendibilidade média de colocação situaram-se em 0,968% para o título a 3 anos e em 1,520% para o título a 5 anos.

³ De acordo com uma sondagem da Reuters, a maioria dos inquiridos espera que a nova TLTRO proposta pelo BCE registe procura próxima do máximo de 400 mil M€ estimados, mas cerca de 2/3 dos inquiridos não espera grande impacto no montante de empréstimos à economia, assumindo que grande parte destes empréstimos serão reembolsados possivelmente ao fim de 2 e não de 4 anos (o BCE limitou em 2 anos o prazo mínimo de reembolso). Note-se que o BCE iniciou as operações de cedência de liquidez a prazos mais alargados (LTRO suplementares) em maio de 2010, com uma operação suplementar a 3 meses, seguindo-se os anúncios para LTRO de 6 meses (em agosto de 2011), 12 e 13 meses (em outubro de 2011) e 3 anos (em dezembro de 2011).

⁴ As operações de esterilização são realizadas em mercado aberto com o objetivo de reverter o efeito de aumento de liquidez no mercado, provocado, neste caso, pelas compras por parte do BCE de obrigações no mercado secundário. As operações são conduzidas no mesmo dia da operação principal de refinanciamento.

tendo-se registado uma procura elevada. Também em Portugal o IGCP colocou a OT *benchmark* a 10 anos com sucesso (os detalhes do leilão são apresentados na secção seguinte).

11 Neste contexto, as decisões das agências de rating reforçaram os progressos em alguns países europeus. A agência de notação financeira S&P subiu o *rating* da Irlanda em um nível para A-, referindo que o país está a realizar bons progressos no controlo da sua crise bancária, tendo mantido o *outlook* positivo. A S&P manteve o *rating* de Itália (BBB), com *outlook* negativo e o *rating* dos EUA (AA+), com *outlook* estável. A *Fitch* confirmou o *rating* da dívida de França em AA+, mantendo o *outlook* estável. Relativamente a Portugal, após a subida de *rating* registada em maio pela *Moody's*, não se observaram mais desenvolvimentos relevantes, sendo que as próximas revisões do *rating* estão programadas para o último quadrimestre pelas diversas agências de *rating*.

Divida direta do Estado

12 Verificou-se uma ligeira redução, em termos mensais, do stock de dívida direta do Estado. No final de maio, a dívida direta do Estado fixou-se em 214,4 mil M€, o que corresponde a uma redução mensal de 0,3% e a um aumento de 5,4% em termos anuais (Tabela 5). A variação mensal da dívida direta (-736 M€) decorreu sobretudo de um excedente do Estado em contabilidade pública, de 354,2 M€, e de uma receita líquida de ativos financeiros de 289,2 M€, tendo-se traduzido em amortizações mensais superiores aos montantes de títulos emitidos.⁶ Por instrumento, saliente-se a amortização de BT em 2,8 mil M€, que superou o montante emitido em 2 leilões de Bilhetes do Tesouro de 303 M€ e de 1,3 mil M€ (a 12 meses), bem como a redução de Obrigações do Tesouro, de 351 M€, em resultado de recompras bilaterais. Em sentido oposto, o *stock* de Certificados de Aforro e do Tesouro aumentou em 144 M€ e 207 M€, respetivamente. Por último, de referir que as flutuações cambiais (i.e. a depreciação do euro) contribuíram para o aumento do *stock* da dívida em 324 M€.^{7, 8}

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

	Dez-13	Abr-14	Mai-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 511	124 421	123 056	-1,1	-3,4	57,4
Curto prazo	25 079	24 446	23 411	-4,2	-11,8	10,9
Médio e longo prazo	94 432	99 975	99 645	-0,3	-1,2	46,5
Não titulada	12 690	13 850	14 176	2,4	21,7	6,6
Cert. Aforro	10 132	10 561	10 706	1,4	10,1	5,0
Cert. do Tesouro	2 026	2 735	2 941	7,6	110,5	1,4
Outra	532	554	529	-4,5	0,6	0,2
Assist. Financeira	72 051	76 898	77 201	0,4	19,8	36,0
Total	204 252	215 170	214 434	-0,3	5,4	100,0
Por memória:						
Transacionável	114 810	118 352	116 807	-1,3	-4,0	54,5
Não Transacionável	89 443	96 818	97 627	0,8	19,4	45,5
Euro	178 912	188 248	181 963	-3,3	1,2	84,9
Não euro	25 340	26 922	27 246	1,2	15,5	12,7

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 Para a receita de ativos financeiros contribuiu sobretudo a amortização pelo BCP de *CoCo bonds* subscritas pelo Estado, no valor de 400 M€.

⁷ Note-se que esta flutuação cambial diz respeito à variação na dívida direta do Estado excluindo derivados (*swap* de taxa de câmbio). Com efeito, uma parte da dívida em moeda estrangeira está coberta por derivados financeiros contratados pelo IGCP (i.e. 12,7% do total da dívida direta do Estado), sendo que apenas 3,2% está sujeita a flutuações cambiais não cobertas.

⁸ Os saldos em dívida encontram-se ao valor nominal, valorizados à taxa de câmbio do final de maio.

13 Na sequência da decisão de abdicar do recebimento da última tranche, não se realizará o último desembolso do empréstimo no valor de 2,6 mil M€ (0,9 mil M€ provenientes do FMI e 1,7 mil M€ do MEEF). Porém, haverá lugar ao desembolso adicional de 400 M€ por parte do MEEF referente à 11.ª avaliação regular.

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

	2011	2012	2013	2014	Total recebido	2014 Previsto	Total do programa
	Executado	Executado	Executado	Até 31 maio			
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	-	-
FEEF	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.

14 Os juros pagos pelo Estado nos cinco primeiros meses do ano aumentaram face ao período homólogo. Os juros da dívida direta do Estado atingiram 2206,5 M€ nos cinco primeiros meses do ano, o que representa um aumento de 16,8% face ao período homólogo. Destes, 970,9 M€ dizem respeito a OT e 857,8 M€ dizem respeito aos empréstimos do PAEF (o que compara com 808,2 M€ relativos ao período homólogo).⁹ De acordo com a última previsão, é estimado um total de 2103 M€ de juros a pagar em 2014 pelo Estado português no âmbito do PAEF. De notar que se registou um recebimento de juros de 53 M€ proveniente de aplicações (em resultado da liquidez detida pelo IGCP).

15 Em junho, o IGCP realizou um leilão de Obrigações do Tesouro a 10 anos, pela primeira vez desde o início do PAEF. O IGCP emitiu, no dia 11 de junho, uma OT em leilão, com maturidade de 10 anos.¹⁰ O montante emitido de 975 M€ superou o montante indicativo entre 500 M€ a 750 M€ e foi colocado a uma taxa média ponderada de 3,2524%, a qual ficou abaixo da que resultou da última emissão com a mesma maturidade (3,5752%).¹¹

16 Em junho, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses a taxas de juro inferiores às obtidas em operações anteriores de maturidade comparável. Foram emitidos dois BT no dia 18 de junho, um dos quais no montante de 500 M€ e com maturidade de 3 meses, e outro a 12 meses, de 1000 M€. As taxas de juro médias ponderadas das emissões foram de 0,18% a 3 meses e de 0,364% a 12 meses, sendo neste último caso o valor mais baixo desde 2006 (Tabela 7).

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

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Set-14	Jun-15
Maturidade		
Data da Transacção	18-Jun	18-Jun
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	500	1000
Montante de Procura (M€)	819	1 320
Taxa média (%)	0,180	0,364
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	21-Mai-14	21-Mai-14
	0,432	0,617

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

⁹ Aos juros acrescem os encargos da dívida pública, que atingiram 39,8 M€ entre janeiro e maio, dos quais 17,8 M€ dizem respeito aos empréstimos do PAEF.

¹⁰ Durante o PAEF ocorreram emissões sindicadas de OT, com maturidade a 10 anos, em maio de 2013 e fevereiro de 2014.

¹¹ No mesmo mês iniciaram-se os preparativos para uma emissão de OT em dólares a 10 anos, a qual foi efetuada no dia 2 de julho. Foram colocados 4,5 mil M\$ a uma taxa de juro implícita de 5,225%, tendo uma procura superior a 10 mil M\$.