

Condições de mercado

1 Em outubro, os investidores favoreceram investimentos em ativos de maior risco, observando-se subida generalizada dos índices acionistas, descidas de yields e apreciação do euro. Para o sentimento económico mais favorável contribuiu o fim da paralisação parcial dos serviços públicos norte-americanos, que se iniciou a 1 de outubro, na sequência do acordo entre a Câmara do Representantes e o Senado. Contudo, permanece algum nível de incerteza, em particular tendo em conta a aproximação do ano novo e a redefinição do limiar para a dívida pública. Este contexto penalizou o mercado norte-americano, observando-se um melhor desempenho dos índices acionistas europeus face ao norte-americano. Em Portugal, o índice PSI 20 aumentou 4,9%, em relação ao final do mês de setembro, ligeiramente inferior à subida do índice Eurostoxx50 (6%). As taxas de rentabilidade diminuíram quer na área do euro, quer nos EUA. O euro apreciou-se 2,2% face ao dólar, em média no mês.

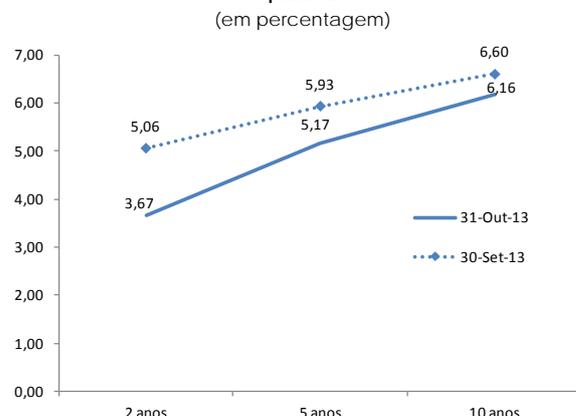
2 As últimas previsões do FMI apontam para um crescimento mais acentuado dos EUA, do que nas restantes economias avançadas. No início do mês, o FMI divulgou as previsões económicas onde se destaca o crescimento mais acentuado da economia dos EUA, acima do crescimento médio das economias avançadas, para 2013 e 2014. Também para Portugal foram revistas as previsões de crescimento: o Banco de Portugal, no Boletim de outono, reviu a taxa de variação do PIB para 2013 de -2% para -1,6%; o Ministério das Finanças reviu em alta o crescimento do PIB de -2,3% para -1,8% para 2013 e de 0,6% para 0,8% para 2014. Estas previsões são em linha com as do FMI.

3 Nos principais bancos centrais manteve-se uma política monetária acomodaticia. Na reunião de outubro, o Banco Central Europeu (BCE) manteve inalteradas as taxas de juro de referência, referindo que a política monetária permanecerá acomodaticia pelo tempo que for necessário. No final do mês, a divulgação da estimativa *flash* do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) para a área do euro (de 1,1% em setembro para 0,7% em outubro, taxa de variação anual), suscitou alguma incerteza sobre a resposta da política monetária à evolução dos preços, o que se veio a concretizar na reunião de novembro com a descida da taxa de juro de referência. Ainda no final do mês de outubro, o BCE anunciou a realização de uma avaliação completa do sistema bancário, a concluir em outubro de 2014. Esta análise irá assentar na avaliação do risco para efeitos de supervisão, na análise da qualidade dos ativos e no teste de esforço em situações de tensão. Estão abrangidos cerca de 130 bancos dos Estados-Membros participantes, englobando todas as instituições significativas. Como resultado desta avaliação poderá ser desencadeado um conjunto de medidas, incluindo o aumento do capital de alguns bancos.

4 No mercado obrigacionista português, as taxas de rentabilidade desceram, de forma mais acentuada nos títulos com maturidade a 2 anos (Gráficos 1 e 2). O movimento de descida de taxas de rentabilidade foi comum à generalidade dos países europeu, contudo esta descida foi

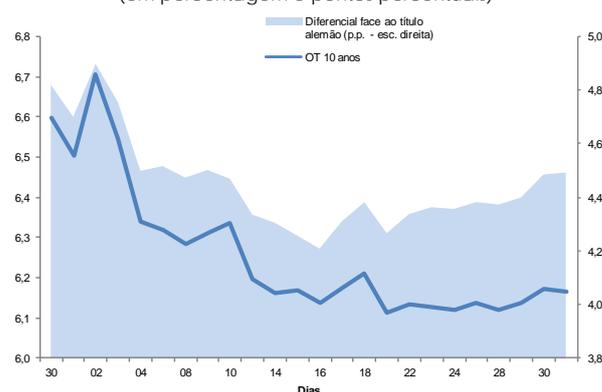
mais expressiva nos países periféricos do que na Alemanha (Tabela 1).

Gráfico 1 – Curva de rendimentos dos títulos *benchmark* da dívida pública



Fonte: IGCP.

Gráfico 2 – Evolução diária em outubro da taxa de rentabilidade (*yield*) a 10 anos da dívida pública portuguesa



Fonte: IGCP

Tabela 1 – Taxas de rentabilidade de títulos de dívida pública a 10 anos

	(em percentagem)							Var. mensal	Var. desde o início do ano
	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	30-Jul-13	30-Ago-13	30-Set-13	31-Out-13		
Portugal	6,6	12,8	6,9	6,3	6,7	6,6	6,2	-0,4	-0,2
Itália	4,8	7,0	4,5	4,4	4,4	4,4	4,1	-0,3	-0,3
Espanha	5,4	5,0	5,2	4,7	4,5	4,3	4,0	-0,3	-0,6
Irlanda	9,1	-	-	3,9	4,2	3,9	3,5	-0,4	-0,4
França	3,4	3,1	2,0	2,3	2,5	2,3	2,2	-0,2	-0,1
Bélgica	4,0	4,1	2,0	2,5	2,7	2,6	2,4	-0,2	-0,1
Alemanha	3,0	1,8	1,3	1,7	1,9	1,8	1,7	-0,1	0,0

Fonte: IGCP

Dívida direta do Estado

5 Em setembro, o stock da dívida direta do Estado aumentou, em termos homólogos, 7,4%, fixando-se em 203 813 M€. O aumento da dívida direta do Estado em termos homólogos incidiu, sobretudo, em dívida titulada de curto prazo e em certificados de aforro (Tabela 2). Em relação ao mês anterior, a dívida direta do Estado diminuiu 3 631 M€. No que se refere à composição por instrumento financeiro, a diminuição da dívida em termos mensais incidiu

sobretudo ao nível da dívida titulada de médio e longo prazo, resultando na diminuição da dívida transacionável.

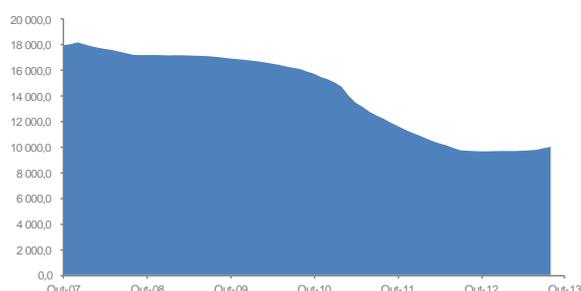
Tabela 2 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Set-12	Dez-12	Ago-13	Set-13	Variação (%)		
					mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	118 790	119 840	128 543	125 039	-2,7	5,3	61,3
Curto prazo	22 001	24 360	28 161	30 310	7,6	37,8	14,9
Médio e longo prazo	96 789	95 479	100 382	94 730	-5,6	-2,1	46,5
Não titulada	11 717	11 612	11 868	11 918	0,4	1,7	5,8
Cert. Aforro	9 714	9 669	9 919	10 018	1,0	3,1	4,9
Cert. do Tesouro	1 427	1 416	1 386	1 384	-0,1	-3,0	0,7
Outra	576	527	563	515	-8,5	-10,5	0,3
Assist. Financeira	59 224	63 013	67 032	66 856	-0,3	12,9	32,8
Total	189 731	194 466	207 444	203 813	-1,8	7,4	100,0
Por memória:							
Transacionável	113 692	115 280	122 382	118 104	-3,5	3,9	57,9
Não Transacionável	76 039	79 185	85 062	85 709	0,8	12,7	42,1
Euro	167 646	171 391	183 352	179 918	-1,9	7,3	88,3
Não euro	22 085	23 075	24 092	23 895	-0,8	8,2	11,7

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 O stock de certificados de aforro continuou a aumentar, situando-se contudo em níveis inferiores aos observados em 2011. Em setembro, o acréscimo do stock dos certificados de aforro foi de 99,2 M€, situando-se o total em 1018 M€. Para tal contribuíram as emissões brutas no valor de 139,4 M€, uma dimensão comparável às do mês anterior e às ocorridas em janeiro de 2008. Apesar deste aumento, o stock de certificados de aforro é ainda inferior ao de 2011 (Gráfico 3). Por outro lado, o stock de certificados do tesouro voltou a diminuir. Note-se que o anúncio das novas condições de subscrição dos certificados de tesouro foi feito apenas no final de outubro.

Gráfico 3 – Stock de certificados de aforro
(em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

7 No âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, não se efetuaram novos desembolsos (Tabela 3).

Em setembro, o stock da dívida relativo ao PAEF diminuiu ligeiramente, devido a uma depreciação dos direitos de saque especiais (moeda na qual os empréstimos do FMI são efetuados) em relação ao euro. Durante o mês de outubro, não se registaram novos desembolsos 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		2014	
	Executado	Executado	Até 31 out	Total recebido	Previsto*	Previsto*	Total do programa	
TOTAL	34,2	27,5	4,4	66,1	9,9	7,9	79,5	
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.

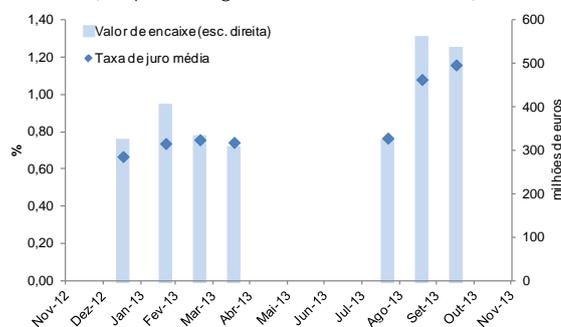
8 Foram emitidos, em outubro, dois Bilhetes do Tesouro com maturidade a 3 e a 9 meses. No dia 16 de outubro foram emitidos dois novos Bilhetes do Tesouro (Tabela 4 e Gráfico 4). As taxas médias de colocação foram de 1,159% e 1.714% para os Bilhetes de Tesouro com maturidade de 3 e 9 meses, respetivamente. Para os 3 meses, a taxa de juro foi ligeiramente acima da obtida na emissão anterior com maturidade comparável. Por outro lado, não se efetuaram emissões com maturidade de 9 meses durante os últimos 3 anos.

Tabela 4 – Emissões brutas de dívida pública em outubro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Dez-13	Mar-15
Maturidade		
Data da Transacção	16-Out	16-Out
Prazo	3 meses	9 meses
Montante Colocado (M€) ¹	526,2	1236,2
Montante de Procura (M€) ¹	797	1 530
Taxa média (%)²	1,159	1,714

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

Gráfico 4 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 3 meses
(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Taxas de juro do mercado monetário interbancário: discussões sobre a alteração de benchmark

Apesar das taxas de juro EURIBOR serem as principais referências no mercado de crédito, têm uma representatividade muito baixa e as autoridades monetárias têm-se debruçado sobre a escolha de outra referência. Uma nova taxa de referência deverá ser baseada em transações representativas e baixa volatilidade, entre outros critérios.

As taxas de juro do mercado monetário interbancário têm uma forte relação com as taxas de juro de referência definidas pelos bancos centrais e dependem da atribuição do risco de contraparte e de crédito nas transações entre os bancos. No mercado monetário interbancário da área do euro, as taxas de juro dominantes são, desde a década de 1990, as taxas do mercado não colateralizado EURIBOR. Estas taxas resultam do contributo, de um painel de bancos de referência, sobre o nível da taxa de juro a que o banco está disposto a ceder depósitos a outro banco, para as diferentes maturidades sem colateral.¹ A administração destas taxas de juro pertence à EURIBOR-EBF, uma instituição sem fins lucrativos, fundada em 1999, e tem como membros as associações bancárias dos países que adotaram o euro. O

¹ No mercado interbancário da área do euro, as principais referências são as taxas EURIBOR no segmento não colateralizado, isto é empréstimos entre bancos sem garantias, e as taxas EUREPO no segmento colateralizado. São taxas calculadas de modo análogo.

resultado da média destes contributos, após a eliminação das taxas 15% mais elevadas e mais baixas, é publicado pela Thomson Reuters no início de cada dia e é amplamente utilizado como referência para os mercados de crédito e de derivados. Note-se que a taxa EURIBOR não tem subjacente transações efetuadas, mas apenas é uma indicação das intenções de oferta de liquidez dos bancos.²

Desde a crise financeira iniciada em 2007/08 que se alterou substancialmente o funcionamento do mercado monetário, devido a diversos fatores. Enquanto os bancos, por valorização de elevado risco de crédito e de contraparte, reduziram substancialmente as transações no mercado interbancário; os bancos centrais reduziram fortemente as taxas de juro das suas facilidades e operações de refinanciamento definindo um enquadramento totalmente diferente para os bancos.³ Adicionalmente surgiram alegações de que algumas taxas de juro de referência utilizadas no mercado interbancário foram manipuladas e que não refletem os volumes transacionados nesse mercado.⁴ É neste contexto que as autoridades monetárias se têm debruçado sobre a definição de uma taxa de juro de referência mais apropriada.⁵

De acordo com o relatório anual sobre o mercado monetário, publicado pelo BCE, o volume de transações no mercado monetário interbancário não colateralizado voltou a diminuir em 2013, para um nível de cerca de 25% do observado em 2003.⁶ Em contrapartida, aumentaram as transações noutros segmentos, em particular no mercado interbancário colateralizado, com a taxa EUREPO como referência. Em termos de maturidades, a quase totalidade das transações tem maturidade até 1 semana, e na maioria são diárias.⁷ No mercado monetário sem colateral, do qual a EURIBOR é referência, os bancos intervenientes consideram que não existe eficiência ou que é limitada. Estes resultados mostram uma deterioração significativa das condições do

² Note-se que no caso da taxa de juro *overnight*, isto é com maturidade de 1 dia, a EONIA, já não se trata de um *fixing* mas é uma taxa de juro calculada pelo BCE através da média ponderada pelos volumes de transações.

³ O BCE define mensalmente três taxas de juro: a taxa de juro das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro das facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez. A primeira, utilizada como referência, refere-se às operações semanais de financiamento do BCE para os bancos do Eurosistema, com maturidade de 1 semana e colateral. As facilidades permanentes podem ser ativadas em qualquer momento por iniciativa dos bancos do Eurosistema, têm maturidade diária e colateral.

⁴ Sobre a alegação de manipulação da taxa de juro LIBOR note-se que esta taxa tem uma construção diferente da da EURIBOR. A LIBOR é a taxa mínima a que o banco está disposto a receber um depósito. A indicação de uma taxa muito elevada por parte de um banco poderá sinalizar problemas de liquidez. Um dos casos mais mediáticos envolveu o Barclays, que em Junho de 2012 chegou a acordo com os reguladores pagando uma coima por alegadamente manipular sistematicamente a taxa de juro LIBOR no período entre 2005 e 2009.

⁵ A escolha de uma nova referência no segmento sem risco na área do euro é já amplamente utilizada. As taxas de juro *overnight index swaps* (OIS) são, no atual contexto, amplamente consideradas como uma boa aproximação a uma taxa de juro sem risco. Consiste numa taxa de juro que as contrapartes acordam entre si, trocando essa taxa por uma taxa de juro variável *overnight* (que, no caso do mercado da área do euro, é a EONIA). Na área do euro, onde a atividade de *swaps* se desenvolveu com maior intensidade, a taxa fixa destes contratos é divulgada e nos estudos mais recentes utilizada como referência para a taxa de juro sem risco.

⁶ Os dados do relatório referem-se a um inquérito aplicado no 2.º trimestre de cada ano.

⁷ Note-se que no segmento de muito curto prazo se distinguem 3 tipos de maturidades: *overnight* (o/n), *tomorrow next* (t/n) e *spot next* (s/n). As taxas o/n referem-se a uma maturidade de um dia de transações (que normalmente se liquidam dois dias úteis depois), as taxas t/n referem-se a um período que se inicia no dia seguinte (*tomorrow*) e vigoram até ao dia útil após esse, as taxas s/n aplicam-se num período que se inicia no momento atual e que termina um dia após a data convencional de liquidação, isto é três dias após o momento inicial.

mercado, ao nível de liquidez e eficiência, em relação a anos anteriores, ainda que com uma ligeira melhoria face a 2012. Mostram também a pouca representatividade das taxas EURIBOR em termos de transações no mercado interbancário, especialmente em prazos mais alargados (como os 3 e os 6 meses, principais referências no mercado de crédito em Portugal).

O grupo de trabalho das autoridades monetárias envolvidas no estudo de uma taxa de juro de referência apropriada definiu as seguintes características desejáveis:⁸

- Confiança: boa administração de modo a evitar manipulação e erro, contribuindo para a integridade e bom funcionamento do mercado.
- Robustez: regras claras para a produção da taxa de referência, incluindo transparência e garantias em período de instabilidade dos mercados. Esta característica garante a disponibilidade e a utilização em períodos de instabilidade.
- Frequência: taxas de juro calculadas diariamente, por forma a permitir a valorização *mark-to-market* e o funcionamento diário do mercado.
- Disponibilização: publicação das taxas em sites dedicados, permitindo a todos os agentes a verificação dos contratos.
- Representatividade: taxas de juro que resulte de uma amostra representativa do mercado, garantindo uma adequada base para o cálculo.

Ainda que se esteja longe de se chegar a um consenso sobre a taxa de juro mais adequada, a discussão iniciada é promissora. O BCE salienta ainda como objetivos para a escolha de uma taxa de juro, a garantia da confiança do mercado no curto prazo e, no médio e longo prazo, a utilização de uma taxa de juro mais baseada em transações e mais representativa. Contudo, estes objetivos podem ser contraditórios com a necessidade de garantir a robustez das taxas, onde se requer uma baixa volatilidade. O baixo nível de transações no mercado sem colateral dificulta a escolha de uma referência neste mercado que, contudo, é ainda um dos mais importantes no financiamento dos bancos e a taxa de referência é muito utilizada nas transações entre os bancos e os seus clientes.

Referências

ECB (2013), *Euro Money market survey*, November 2013.

BIS (2013), *Towards better reference rate practices: a central bank perspective*, <http://www.bis.org/publ/othp19.htm>

ECB (2013), "Reference interest rates: role, challenges and Outlook", *Monthly Bulletin October 2013*.

⁸ O grupo de trabalho aqui referido é o definido pelo BIS. Existem outras instâncias que discutem atualmente a regulação dos *benchmarks*, nomeadamente a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), a *European Banking Authority* (EBA)/*European Securities and Markets Authority* (ESMA) e *UK Treasury Wheatley Review*. Aguardam-se também as propostas da Comissão Europeia.