

Condições de mercado

1 O mês de agosto foi caracterizado pelo aumento da aversão ao risco nos primeiros dias, tendo este movimento sido revertido nas últimas semanas. Neste contexto, os mercados de capitais foram marcados por alguma volatilidade dos países da área do euro e dos EUA, observando-se, no cômputo do mês, uma subida dos preços. Em sentido divergente, o mercado acionista português esteve em queda, marcado pela resolução do Banco Espírito Santo (BES). Em termos de dados de fim-de-período, o mês de agosto foi marcado pela subida dos principais índices acionistas, quer na área do euro quer nos EUA. Este movimento ascendente iniciou-se a partir da 2.^a semana do mês, num contexto em que os investidores percecionaram uma diminuição das tensões no conflito com a Ucrânia e com a Rússia e em que se foram atenuando as dúvidas sobre a solidez dos bancos na área do euro. De facto, o início do mês tinha sido marcado pela intensificação de movimentos de refúgio (*safe haven*) na sequência das notícias de *pre-default* da Argentina, do conflito no leste da Europa e das notícias sobre o BES. O índice PSI-20 não recuperou a queda observada no início do mês, muito afetado pela divulgação dos resultados do BES no final de julho e a consequente decisão do Banco de Portugal.¹ Alguns analistas chegaram a temer que outros bancos na área do euro, e sobretudo em países periféricos, pudessem necessitar de intervenção das autoridades, disseminando receios sobre a solidez do setor.²

2 No dia 3 de agosto o Banco de Portugal decidiu aplicar uma medida de resolução ao BES, anunciando a criação de um banco novo (“Novo Banco”), detido a 100% pelo Fundo de Resolução bancário e recebendo uma injeção de capital de 4,9 mil M€. O Novo Banco foi constituído pela transferência de todos os ativos e passivos não problemáticos do antigo BES. A capitalização do Novo Banco foi realizada pelo Fundo de Resolução bancário, através da utilização do capital angariado desde a sua criação e recorrendo à contração de um empréstimo financeiro temporário junto de bancos e do Estado português (ao abrigo dos fundos destinados à recapitalização dos bancos). O antigo BES foi transformado num *bad-bank*, mantendo no seu balanço os ativos considerados problemáticos. Esta decisão do Banco de Portugal seguiu-se à apresentação de resultados históricos negativos pelo BES, no dia 30 de julho, que revelou uma necessidade urgente de recapitalização da instituição e originou uma queda intensa da cotação das ações do BES nos dois dias seguintes.³ Na tarde de 6.^a feira, dia 1 de

agosto, foi interrompida a negociação em bolsa das ações do BES e o BCE suspendeu o estatuto de contraparte para operações de política monetária do Eurosistema (decisão com efeito ao dia 4 de agosto). A medida tomada pelo Banco de Portugal teve um efeito estabilizador no mercado português, estancando a tendência de queda dos preços dos ativos nacionais, ainda que se tenham registado quedas notórias nas ações da banca nacional.⁴ Neste sentido, a agência de notação de crédito Fitch considerou que os riscos de contágio do BES estariam contidos, não estando em causa a alteração das previsões orçamentais elaboradas pela agência.

3 As taxas de rendibilidade desceram nos principais países da área do euro e nos EUA. Na Alemanha, as *yields* a 2 anos desceram, atingindo temporariamente níveis inferiores a zero, pela primeira vez desde maio de 2013, e as *yields* a 10 anos desceram para mínimos históricos (0,87%). O movimento foi suportado pelos dados económicos fracos, apontando para uma desaceleração do crescimento na área do euro e em particular da economia alemã.⁵

4 Nos mercados periféricos da área do euro, registou-se uma tendência de alargamento de *spreads* no início do mês, que foi posteriormente corrigida. A partir de meados do mês, o diferencial face à Alemanha das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida portuguesa reforçaram a tendência descendente, apesar do início do mês se ter registado um aumento (Tabela 1 e Tabela 2). Este movimento das taxas de rendibilidade não foi, contudo, constante ao longo de toda a curva de rendimentos, tendo-se registado um ligeiro aumento nos prazos mais curtos, induzindo um movimento de *flattening* da curva (ou de achatamento) (Gráfico 2).

Banco de Portugal, a *yield* da dívida subordinada registou uma subida extremamente acentuada levando o preço para valores muito reduzidos (cerca de 14 cêntimos por euro). Também os *credit default swaps* (CDS) foram afetados, tendo a *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) determinado, na sequência da aplicação da medida de resolução ao BES, que ocorreu um *succession event* por considerar que os CDS do BES são transferidos para o Novo Banco. Por outro lado, os CDS da Espírito Santo Financial Group foram acionados, tendo a ISDA considerado que a entidade entrou oficialmente em incumprimento.

⁴ A título de exemplo, no dia 6 de agosto, as ações do BCP desvalorizaram cerca de 15%, seguidas das do BPI (-8,8%) e do Banif (-5,8%). A amplitude da queda das ações do BCP levou a CMVM a anunciar a proibição temporária do *short-selling* das ações do BCP. Em agosto, o BCP anunciou o pagamento de 1,85 mil M€ ao Estado Português, no âmbito da ajuda recebida através de CoCos.

⁵ Na área do euro, o PIB do 2.^o trimestre estagnou em cadeia e aumentou 0,8% em termos homólogos. O PMI composto (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, sendo que o resultado corresponde à percentagem de respostas que consideram que as condições melhoraram em relação ao mês anterior) aumentou para 53,8, em julho, ligeiramente abaixo do esperado. O PMI do setor dos serviços aumentou para 54,2, também abaixo do esperado. Na Alemanha registou-se uma taxa de variação em cadeia negativa do PIB (-0,2%), a produção industrial registou, em junho, um crescimento muito inferior ao antecipado, com a produção do setor transformador a estagnar, após uma queda de 1,7% no mês anterior, contabilizando uma queda de 1% no 2.^o T (a primeira queda trimestral desde o 4.^o T de 2012). Também as encomendas à indústria sofreram uma queda em cadeia, ao que os analistas associaram a deterioração das relações com a Rússia. Em Portugal, o INE divulgou em agosto a estimativa rápida das contas nacionais, apresentando uma variação homóloga do PIB no 2.^o trimestre de 0,8% e de 0,6% em cadeia.

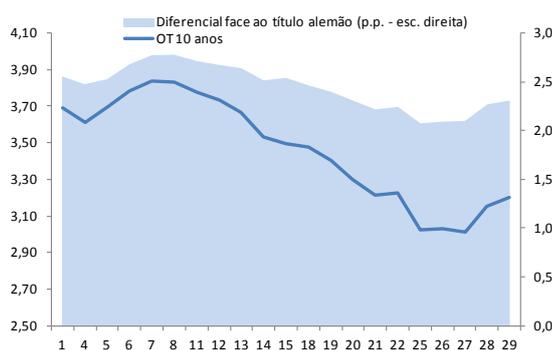
¹ A exclusão das ações do BES do índice, decidida pela Euronext, induziu uma perda automática e temporária no PSI-20, passando este a incluir apenas 18 empresas cotadas. As ações do BES foram retiradas a um valor de zero euros, diferentemente do que ocorreu com a Espírito Santo Financial Group, cujas ações foram retiradas ao valor de mercado que vigorava no momento da sua suspensão. Em resultado, o índice foi impactado por uma perda de 675 M€, correspondente ao valor de mercado do BES.

² A este respeito refira-se uma nota do Citigroup, citada pelos participantes de mercado. Também uma nota de análise da Moody's sobre a recuperação da banca dos países periféricos mereceu destaque. A agência considera que os bancos vão recuperar a ritmos diferentes, mais lentamente em Portugal e em Itália e mais rapidamente na Irlanda e em Espanha.

³ Para além da queda nas cotações das ações, também as taxas de rendibilidade das obrigações sofreram movimentos bruscos. Destaque para a diferença de comportamento entre a dívida sénior do BES (transferida para o Novo Banco) e a subordinada (que ficou no BES). Enquanto a taxa de rendibilidade da primeira registou uma correção descendente após a decisão do

5 No mercado português, as decisões do Tribunal Constitucional (TC) não interromperam a tendência de descida das taxas de rendibilidade. O TC pronunciou-se, em sede de fiscalização preventiva, a 14 de agosto, sobre a inconstitucionalidade de normas dos decretos relativos à contribuição de sustentabilidade e aos mecanismos das reduções remuneratórias temporárias e as condições da sua reversão no prazo máximo de quatro anos. No diploma que criava a contribuição de sustentabilidade (a solução apresentada pelo Governo para substituir a Contribuição Extraordinária de Solidariedade), o TC declarou inconstitucionais a norma que definia o seu âmbito de aplicação e a norma relativa à sua fórmula de cálculo, por "violação do princípio da proteção de confiança". Em relação às reduções remuneratórias, o TC declarou constitucional a norma que estabelece os cortes salariais no setor público nos anos de 2014 e 2015 e pronunciou-se pela inconstitucionalidade das reduções nos anos de 2016 a 2018. Num contexto em que estas decisões foram bem recebidas pelo mercado, as *yields* dos títulos de dívida pública portuguesa mantiveram a tendência de descida iniciada uns dias antes (Gráfico 1). Para este resultado contribuiu a nota da Fitch ao afirmar que a decisão do TC, viabilizando os cortes nos salários dos funcionários públicos até ao fim de 2015, reduz os riscos de curto prazo que se colocam sobre os esforços de consolidação.

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



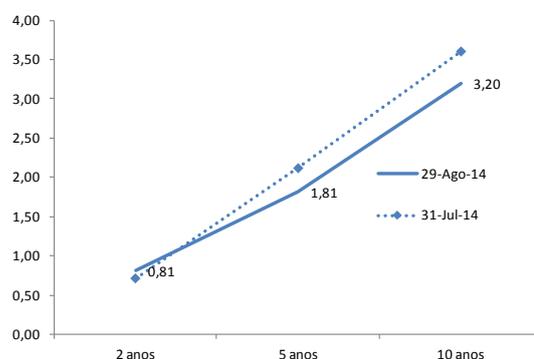
Fonte: IGCP.

6 No mercado primário, destaca-se a emissão bem recebida do Tesouro espanhol e a descida das taxas de rendibilidade média de colocação no leilão do Tesouro alemão. Em Espanha, o Tesouro colocou 3,1 mil M € de dívida de longo prazo (5 e 10 anos), com *yields* mais baixas do que na emissão anterior comparável. O Tesouro alemão emitiu 3,3 mil M€ em obrigações do tesouro a 10 anos (*benchmark*), com taxa de rendibilidade média de colocação de 1,08% (compara com 1,20% na emissão de 18 de julho) e um rácio *bid-to-cover* de 1,6.

7 No mercado cambial, o euro saiu fortemente penalizado, tendo-se depreciado 1,6% face ao dólar (em termos médios mensais). Na primeira parte do mês, em que predominaram os movimentos de maior aversão ao risco, as moedas de financiamento como o iene, o franco suíço e o euro foram beneficiadas. Os ganhos do euro foram mitigados, todavia, pela deterioração da perspetiva para o crescimento na área do euro, perante os dados económicos divulgados. Com a diminuição da aversão ao risco, predominaram as perspetivas sobre a evolução da política monetária. Neste sentido, aumentaram as expectativas de uma intervenção

mais acomodatória por parte do BCE, pressionando o euro no sentido de depreciação, perante o alargamento esperado do diferencial de taxa de juro mais favorável ao mercado norte-americano.⁶

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



Fonte: IGCP.

8 Na reunião do início de agosto, o BCE manteve as taxas de juro de referência, contudo, as declarações do Presidente do BCE contribuíram para reforçar as expectativas de descida da taxa de juro.⁷ O teor do comunicado da reunião do Conselho de Governadores do BCE não conteve alterações relevantes. De salientar, no entanto, que o Presidente Mário Draghi, ao reconhecer riscos adicionais para o crescimento em resultado das tensões geopolíticas, suscitou receios sobre a fragilidade da economia da área do euro. Neste contexto, as expectativas quanto à adoção de mais medidas não convencionais foram reforçadas. No final do mês, as declarações de Draghi, no simpósio de Jackson Hole, foram interpretadas como sinalizando a manutenção de uma política monetária extremamente acomodatória por um período muito prolongado, reforçando mesmo a possibilidade de virem a ser adotadas novas medidas de estímulo. O Presidente do BCE referiu que as expectativas de inflação na área do euro para todos os prazos se reduziram, acrescentando que o Conselho usará todos os instrumentos ao seu dispor para garantir a estabilidade dos preços no médio prazo.⁸ Draghi referiu que os riscos de menor intervenção (equivalente ao risco que o desemprego cíclico se torne estrutural) se sobrepõem aos de uma condução de política demasiado interventiva (provocando excessiva pressão ascendente sobre salários e preços). Os mercados deram ainda relevância à referência de que os planos para compras de *Asset Backed Securities* (ABS) estão a avançar rapidamente. Das declarações de Draghi foi dado também relevo às referências sobre a necessidade da política orçamental assumir um papel mais importante no estímulo às economias e mais coordenado com a política monetária. Diversas análises realçaram estes comentários como marcando uma alteração de posição do BCE, retirando o

⁶ Note-se que no mercado monetário da área do euro, a taxa EONIA atingiu pela primeira vez valores negativos em agosto, tendo, já em setembro, reforçado e acentuado esses níveis negativos, num contexto de situação abundante de liquidez, de taxa de facilidade de depósito negativa e de reduzida atividade no mercado interbancário.

⁷ Em Setembro, o BCE desceu a taxa de juro de referência das operações principais de refinanciamento de 0,15% para 0,05%.

⁸ A taxa de inflação da área do euro, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) aumentou 0,3% em agosto (0,4% em julho), sendo que foi negativa em Espanha (-0,5%) e em Itália (-0,2%). Em Portugal, o IPC registou uma variação homóloga de -0,4% em agosto (-0,9% em julho).

enfoque da contenção orçamental e passando-o para uma política orçamental de maior estímulo.

9 A agência de notação financeira Fitch aumentou a notação de crédito da dívida de longo prazo da Irlanda em um nível, de BBB+ para A-, com *outlook* estável. A Fitch justificou a subida com a manutenção da consolidação orçamental por parte do governo irlandês, melhoria das condições de mercado e perante a perspetiva de equilíbrio do crescimento económico do país. Refira-se que, em junho, a S&P tinha já subido também o *rating* da dívida pública da Irlanda para A-. Na Irlanda, foi noticiada a intenção do Governo iniciar o pagamento antecipado ao FMI dos empréstimos obtidos no âmbito do programa de assistência financeira, de modo a reduzir custo da dívida. Para tal necessitará da aprovação do Eurogrupo, uma vez que as regras atuais exigem o pagamento proporcional aos três credores (FMI, EFSF, EFSM).⁹ Portugal demonstrou interesse neste processo de reembolso antecipado.

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

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

Fonte: IGCP.

Tabela 2 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos (em pontos percentuais)

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

Fonte: IGCP.

⁹ Já em setembro, foi alcançado o apoio político para este processo.

Divida direta do Estado

10 Em julho, o subsetor Estado registou necessidades líquidas de financiamento. O subsetor Estado registou um saldo orçamental negativo de 1336 M€ no mês de julho. Adicionalmente, a despesa com ativos financeiros do Estado foi de 379 M€, da qual 272 M€ dizem respeito a empréstimos de médio e longo prazo a empresas públicas reclassificadas. Por seu turno, a receita com ativos financeiros atingiu 120 M€ devido, sobretudo, à amortização de empréstimos a médio e longo prazo de empresas públicas reclassificadas. Nesse sentido, em julho, o subsetor Estado necessitou de financiamento, tendo recorrido ao mercado de dívida pública.

Tabela 3 – Dívida Direta do Estado (stock em final de período, em milhões de euros)

	Dez-13	Jun-14	Jul-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 511	120 569	124 045	2,9	-2,4	57,5
Curto prazo	25 079	24 421	23 199	-5,0	-12,5	10,8
Médio e longo prazo	94 432	96 148	100 845	4,9	0,3	46,7
Não titulada	12 690	15 137	15 733	3,9	34,6	7,3
Cert. Aforro	10 132	10 856	11 120	2,4	13,6	5,2
Cert. do Tesouro	2 026	3 151	3 476	10,3	150,2	1,6
Outra	532	1 129	1 138	0,8	120,7	0,5
Assist. Financeira	72 051	77 195	77 487	0,4	15,8	35,9
Total	204 252	212 902	215 771	1,3	4,9	100,0
Por memória:						
Transacionável	114 810	114 758	116 028	1,1	-4,5	53,8
Não Transacionável	89 443	98 144	99 743	1,6	18,5	46,2
Euro	178 912	181 963	181 963	0,0	0,1	84,3
Não euro	25 340	27 235	30 913	13,5	28,9	14,3

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.

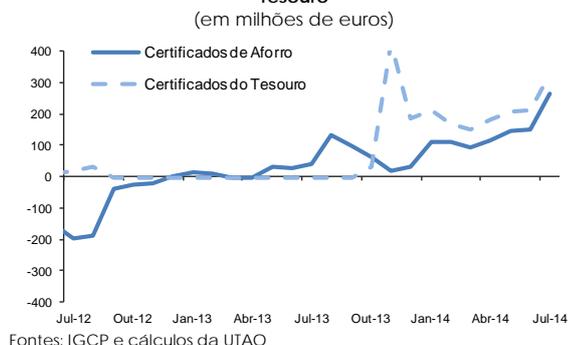
11 A dívida direta do Estado aumentou em julho. As necessidades líquidas de financiamento do Estado foram satisfeitas através do acréscimo de dívida direta do Estado. A dívida direta do Estado fixou-se em 215,8 mil M€, o que correspondeu a um aumento mensal de 1,3% e a um acréscimo de 4,9% em termos anuais (Tabela 3). Com efeito, em termos mensais, a dívida direta do Estado aumentou cerca de 2,9 mil M€, tendo subjacente emissões de 10,2 mil M€, as quais superaram as amortizações, que atingiram 7,7 mil M€. Por instrumento, a variação mensal foi composta, em parte, pela emissão líquida de MTN (*medium term notes*) de 1,3 mil M€.¹⁰ Em sentido oposto, registaram-se reduções ao nível das obrigações (183 M€) devido, em parte, à amortização parcial de uma OT com maturidade em outubro de 2015, bem como ao nível de instrumentos de curto prazo, devido à amortização de BT (3,5 mil M€), a qual não foi integralmente compensada pelos leilões efetuados em julho (1,5 mil M€). De referir que as flutuações cambiais contribuíram para um acréscimo do stock da dívida de 291 M€.¹¹ No que se refere ao PAEF, de salientar que em julho não houve lugar ao desembolso dos 400 M€ remanescentes por parte do MEEF, ainda referente à 11.ª avaliação regular.

¹⁰ Registou-se uma emissão de um MTN em dólares a 10 anos de 3,3 mil M€.

¹¹ 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. A 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 por IGCP.

12 No mês de julho, registou-se um acréscimo líquido significativo da posição de Certificados de Aforo e de Certificados de Tesouro. O stock de Certificados de Aforo no final de julho situou-se nos 11 120 M€, tendo-se verificado nesse mês um montante de subscrições (bruto) de 300 M€, o maior acréscimo mensal desde, pelo menos, 1999.¹² O stock de Certificados de Tesouro aumentou, fixando-se em 3476 M€, o que representa um acréscimo de 324 M€ (Gráfico 3). Para estes aumentos, poderá ter contribuído a incerteza registada no setor bancário, em resultado do caso BES.

Gráfico 3 – Variação mensal do stock de Certificados de Aforo e do Tesouro



13 A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado foi revista em baixa no OE2R/2014. A previsão quanto à despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado para 2014 foi revista em baixa de 7239M€, no OE1R/2014, para 7111 M€ no OE2R/2014, uma redução de 128 M€. Nos primeiros setes meses do ano a despesa com juros e outros encargos atingiu 4081,5 M€, tendo subjacente uma variação de 6,1% face ao mesmo período do ano anterior. Destes, 1128 M€ dizem respeito a juros e comissões relativos aos empréstimos do PAEF (os quais comparam com 1066 M€ relativos ao período homólogo).

Tabela 4 – Despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado
(em milhões de euros)

	jan-jul 2013	jan-jul 2014	Tvh (%)	Objetivo OE2R/2014	Execução
Juros da dívida pública	3 873,3	4 098,3	5,8		
Bilhetes do Tesouro	205,2	287,6	40,1		
Obrigações do Tesouro	2 399,6	2 404,1	0,2		
Empréstimos PAEF	1 048,6	1 110,1	5,9		
Certificados de Aforo e do Tesouro	173,7	206,5	18,9		
CEDIC / CEDIM	16,2	18,6	14,8		
Outros	30,0	71,4	137,8		
Comissões	43,4	54,8	26,5		
Empréstimos PAEF	17,8	17,8	0,0		
Outros	25,6	37,1	44,8		
Juros e outros encargos líquidos	3 846,5	4 081,5	6,1	7 111,2	57,4

Fontes: IGCP, Ministério das Finanças (OE2R/2014) e cálculos da UTAO.

14 Em agosto, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses. No dia 20 de agosto foram emitidos BT, um dos quais no montante de 211 M€ e com maturidade de 3 meses, e outro a 12 meses de 934 M€. As taxas de juro médias ponderadas das emissões foram de 0,097% a 3 meses e de 0,216% a 12 meses. Em ambos os casos, a taxa de juro

de colocação foi inferior à obtida numa operação de maturidade comparável (Tabela 5, Gráfico 4 e Gráfico 5).

Tabela 5 – Emissão de bilhetes do Tesouro em agosto
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Nov-14	Ago-15
Maturidade		
Data da Transacção	20-Ago	20-Ago
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	211	934
Montante de Procura (M€)	671	1 435
Taxa média (%)	0,097	0,216
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	18-Jun-14	16-Jul-14
	0,180	0,453

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

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

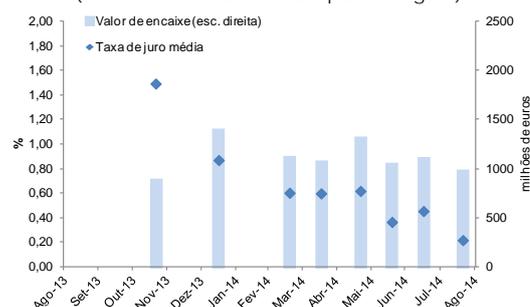
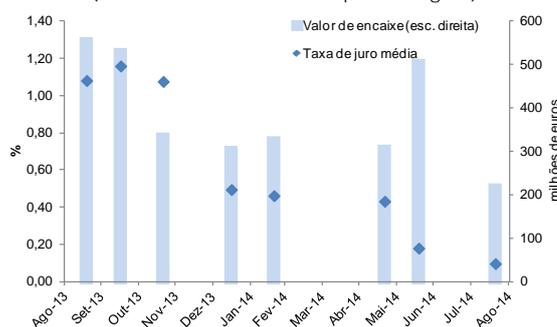


Gráfico 5 – Bilhetes do Tesouro a três meses
(em milhões de euros e em percentagem)



¹² O ano de 1999 é o ano a partir do qual estão disponíveis séries mensais. Note-se que o stock de Certificados de Aforo atingiu o seu ponto máximo em fevereiro de 2008 (18 186 M€). Deste essa data iniciou um movimento descendente, para o qual contribuiu a fixação de uma taxa de rendibilidade mais baixa. O movimento descendente foi interrompido em 2013 com uma nova alteração das taxas de rendibilidade, neste caso no sentido ascendente.