

1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Contexto macroeconómico

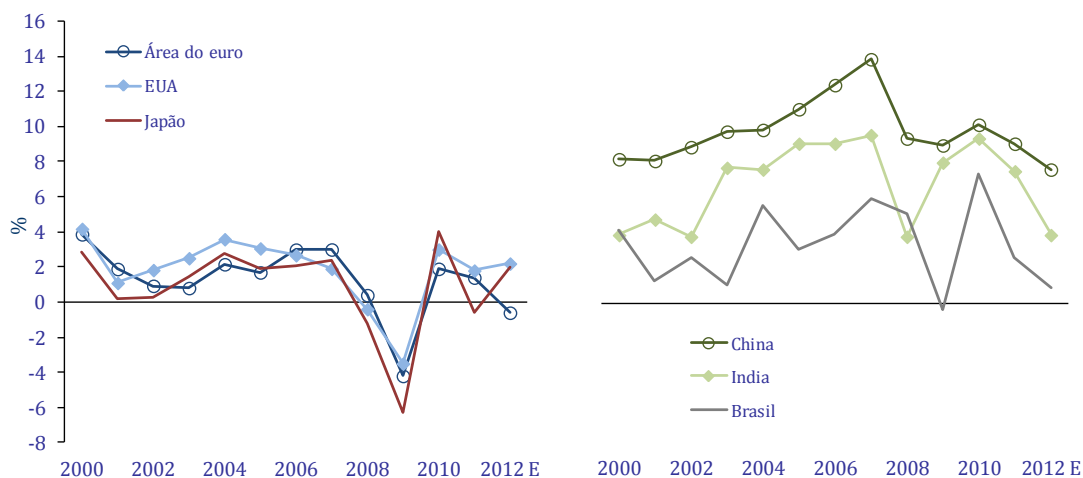
Em 2012 o crescimento da economia mundial voltou a abrandar, passando de 4,0 por cento para 3,2 por cento, de acordo com as estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), uma tendência observada tanto nas economias emergentes como nas economias mais avançadas, sobretudo no final de 2012.

Nos EUA, a atividade económica cresceu 2,2 por cento em 2012, mais 0,4 pontos percentuais que no ano anterior. Não obstante a queda no consumo público, a procura interna contribuiu positivamente para o PIB, enquanto as exportações líquidas tiveram um contributo nulo, em linha com o verificado no ano anterior. No Japão, a atividade económica também registou alguma recuperação, com o produto a expandir 2 por cento (-0,6 por cento em 2011).

Nos países emergentes, a economia tem dado sinais de arrefecimento nos últimos 2 anos, sobretudo no Brasil, onde o crescimento do PIB se fixou em apenas 0,9 por cento em 2012. Já na China, apesar de uma ligeira desaceleração, o produto cresceu 7,8 por cento.

Na área do euro, foram tomadas medidas que permitiram a diminuição da perceção do risco de saída de estados membros da União Económica Monetária (UEM), como sejam os passos dados na direção da união bancária, a entrada em funcionamento do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), a adoção de medidas de correção do mecanismo de transmissão da política monetária por parte do Banco Central Europeu (BCE), o acordo alcançado para o segundo programa de assistência financeira à Grécia, ou as reformas estruturais e orçamentais encetadas ao nível de vários estados membros. Contudo, apesar do efeito positivo que estas medidas tiveram junto dos mercados financeiros no final de 2012, esta evolução não foi suficiente para sustentar a atividade económica ao longo do ano. A variação anual do PIB fixou-se em -0,6 por cento (menos 2 pontos percentuais que no ano anterior), uma vez que o contributo positivo da procura externa líquida não foi suficiente para compensar a deterioração acentuada da procura interna, que ainda está condicionada pela progressiva desalavancagem da economia.

Gráfico 1 - Crescimento real do produto



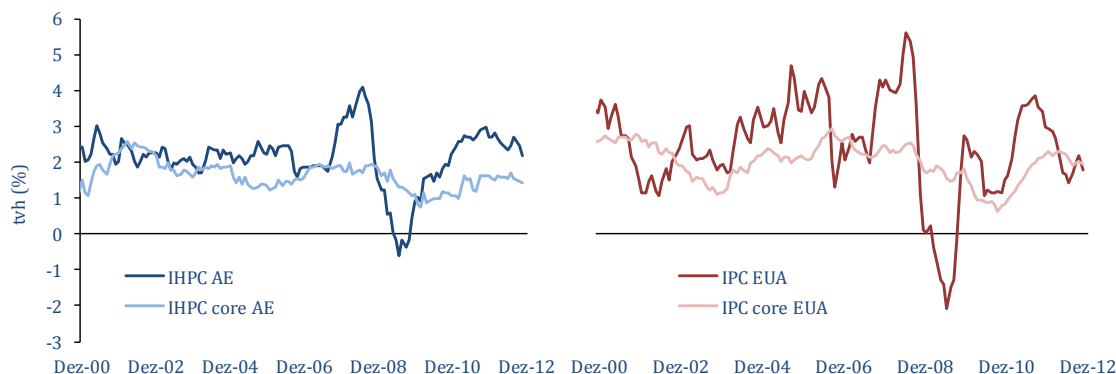
Fonte: FMI

A taxa de desemprego na área do euro manteve em 2012 uma trajetória ascendente, atingindo 11,4 por cento da população ativa (face a 10,2 por cento em 2011). Esta subida relativamente

moderada do desemprego não expõe a evolução muito distinta que existiu nos estados membros, sobretudo o seu aumento nos países periféricos, ao passo que nos países do centro o mercado de trabalho se manteve estável.

Em 2012, a inflação na área do euro manteve-se relativamente estável e próximo do objetivo estabelecido pelo BCE, situando-se em 2,5 por cento (2,7 por cento em 2011). Em 2013, antevê-se que a inflação se situe abaixo de 2 por cento.

Gráfico 2 – Evolução do nível geral de preços

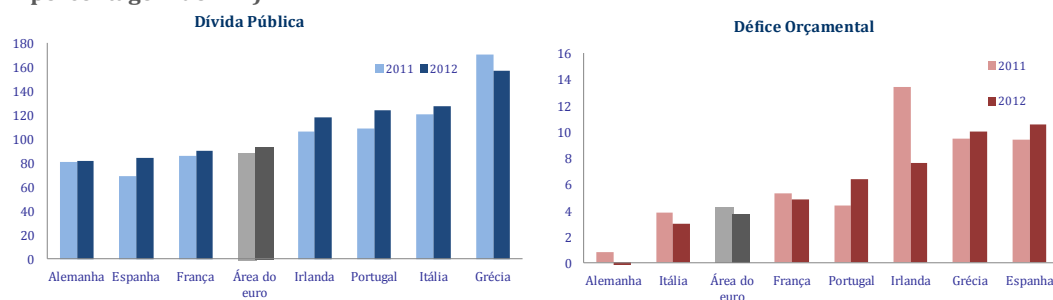


Fonte: Reuters e Eurostat

As medidas de contenção orçamental e de reequilíbrio das finanças públicas que têm vindo a ser postas em prática pela maioria dos países da área do euro continuaram a contribuir para a redução do défice orçamental em 2012. De acordo com as estimativas do FMI, o défice terá diminuído para 3,6 por cento do PIB na área do euro e 8,5 por cento nos EUA, valores inferiores aos verificados em 2011 (4,1 e 10,0 por cento, respetivamente).

Ainda assim, o processo de consolidação orçamental não evitou a persistência da trajetória de subida do rácio da dívida pública no PIB, que em 2012 atingiu 92,7 por cento na área do euro (88 em 2011).

Gráfico 3 – Dívida pública e défice orçamental em países selecionados da área do euro (em percentagem do PIB)



Fonte: Comissão Europeia

Em 2013, as principais instituições internacionais antevêm uma recuperação relativamente lenta da atividade económica mundial, sustentada sobretudo pela retoma gradual do comércio internacional. As principais fontes de incerteza prendem-se com: (i) o ritmo de recuperação da confiança na área do euro, que se guiará pela entrada em pleno funcionamento das medidas recentemente tomadas e contínuo reforço da estabilidade económica e financeira, e (ii) o acordo numa solução sustentável para a situação orçamental nos EUA.

Mercados Financeiros

A política monetária revelou-se essencial na promoção da liquidez e na tentativa de recuperação da atividade económica. Nos EUA, a Reserva Federal (*Fed*) manteve a taxa dos *fed funds* no intervalo compreendido entre 0-0,25 por cento, antecipando que as taxas se manterão excepcionalmente baixas até 2015. Adicionalmente, a *Fed* continuou a usar medidas quantitativas de estímulo económico, anunciando o terceiro programa de compra de dívida hipotecária titulada (*QE3*), num montante de USD 40 mil milhões por mês. Juntamente com a operação *Twist* (que durou desde o final de 2011 até dezembro de 2012), os dois programas somaram cerca de USD 85 mil milhões por mês de compras de títulos de longo-prazo ao balanço da *Fed*.

Na área do euro, depois do anúncio ainda no final de 2011 de duas operações principais de refinanciamento com um prazo de 3 anos (*LTRO*), o BCE anunciou medidas adicionais de promoção da liquidez, tendo aprovado critérios de elegibilidade nacionais e flexibilizado a aceitação de outros créditos como colateral em operações de financiamento do *Eurosistema*. A política monetária manteve-se acomodatória, de acordo com as expectativas de inflação moderada no médio-prazo, tendo o BCE inclusivamente descido a taxa de referência em julho de 2012, de 1 para 0,75 por cento (o nível mais baixo historicamente).

Para além disso, o Presidente do BCE assumiu que o Conselho de Governadores estava preparado para tomar as medidas necessárias para garantir a estabilidade da UEM e corrigir o mecanismo de transmissão da política monetária. Neste contexto, na reunião de 6 de setembro de 2012, o BCE anunciou um novo programa de Transações Monetárias Definitivas (na sigla inglesa *OMT* – *Outright Monetary Transactions*), através do qual o BCE poderá comprar títulos de dívida pública de países da área do euro, no sentido de estabilizar mercados que se encontrem disfuncionais. Ao contrário do programa anterior (*SMP* – *Securities Market Programme*), o *OMT* não tem nenhum limite pré-estabelecido e o BCE não assume um estatuto de credor preferencial, mas para se candidatar a este programa os países têm de estar sujeitos a alguma forma de condicionalidade e de ter acesso completo ao mercado primário de dívida pública.

Adicionalmente, os ministros das finanças da União Europeia chegaram a acordo para a criação de um supervisor bancário único em dezembro de 2012, com o objetivo de estabilizar o sistema financeiro e de limitar os efeitos de contágio entre dívida soberana e dívida bancária em cada país. Deste modo, a partir de meados de 2014 todos os bancos cujos ativos ultrapassem EUR 30 mil milhões ou 20% do PIB do seu país ficarão diretamente dependentes da supervisão do BCE, enquanto os restantes bancos europeus continuarão a ser fiscalizados pelos bancos centrais nacionais.

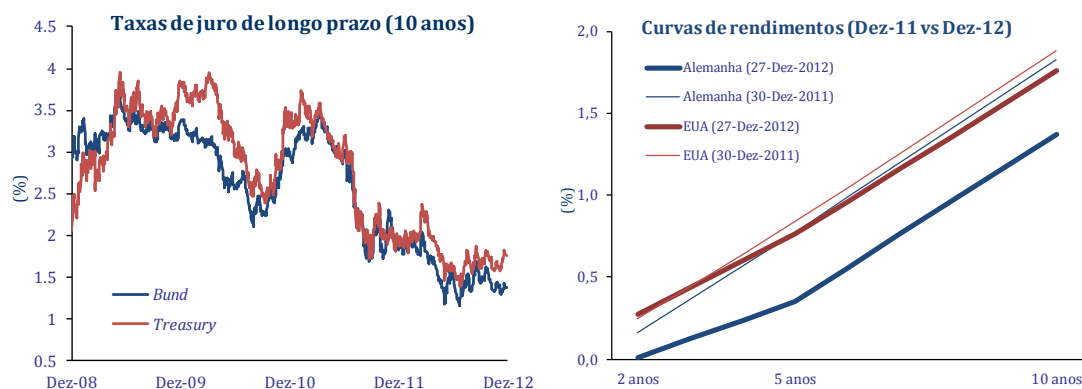
Estas decisões contribuíram para uma redução significativa da aversão ao risco no mercado monetário interbancário ao longo de 2012, pelo que as taxas Euribor apresentaram uma evolução descendente em todos os prazos, sobretudo após a descida de taxas do BCE. Face a 2011, a Euribor a 3 meses diminuiu 120 pontos base, tendo-se fixado em 0,2 por cento no final de 2012. A descida acentuada das taxas Euribor teve um impacto favorável na taxa de juro implícita na dívida pública portuguesa, quer pela redução dos juros de alguns empréstimos com taxa variável (sobretudo CA, mas também alguns *MTN*), quer pelo impacto positivo da evolução do mercado primário de BT (ver secção **Error! Reference source not found.**).

O comportamento da curva *swap* na área do euro foi semelhante, com as taxas a registarem um movimento descendente gradual ao longo de 2012. A descida foi mais acentuada do que o observado nos títulos de dívida pública alemã, sobretudo na segunda metade do ano, refletindo também a menor aversão ao risco dos investidores neste período, com especial destaque para os prazos mais curtos. Na maturidade dos 2 anos, por exemplo, o diferencial entre a taxa *swap* e a *yield* do *Bund* diminuiu de cerca de 120 para menos de 40 pontos base, com a taxa a fixar-se próximo de 0,4 por cento no final do ano.

Esta evolução foi acompanhada por uma maior estabilização do mercado obrigacionista nos países do centro, muito embora o movimento de “*flight-to-quality*” tenha continuado durante grande parte do ano, o que se traduziu em novos mínimos de taxas de juro ao longo de todo o

espectro de maturidades. Na Alemanha, em particular, as taxas a 10 anos atingiram um valor próximo de 1 por cento em julho, situando-se em 1,3 por cento no final do ano (menos 53 pontos base do que no final de 2011) e os títulos a 2 anos registaram mesmo taxas de rentabilidade negativas durante grande parte do ano. Nos EUA a trajetória foi muito semelhante, continuando a registar-se uma descida das *yields*, com uma ligeira tendência de redução da inclinação da curva de rendimentos.

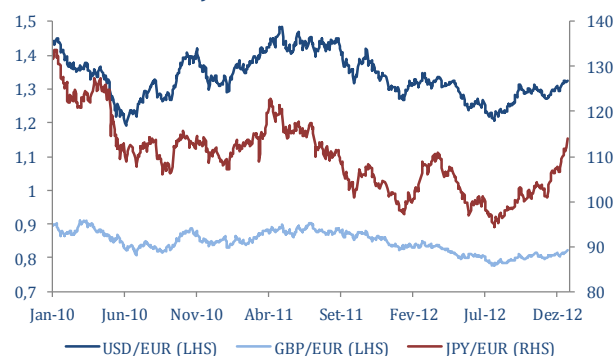
Gráfico 4 – Taxas de rentabilidade de títulos de dívida pública na Alemanha e EUA



Fonte: Reuters

No mercado cambial, o euro apresentou um comportamento diverso ao longo de 2012, mantendo na primeira metade do ano a tendência de depreciação que se verificava desde meados de 2011, mas invertendo esta trajetória na segunda metade do ano, em conformidade com uma redução da aversão ao risco e estabilização dos mercados de dívida soberana. Assim, entre o final de 2011 e de 2012 o EUR/USD e o EUR/GBP não registaram uma variação significativa, terminando o ano a cotar em 1,33 e 0,82, respetivamente. Já em relação à moeda japonesa, o euro registou uma apreciação assinalável de aproximadamente 15%, fechando o ano com uma cotação de 114,1 que compara com 99,4 no final de 2011.

Gráfico 5 – Evolução das taxas de câmbio



Fonte: Reuters

Desta forma, a moeda europeia registou uma apreciação de aproximadamente 2% face ao SDR, cabaz de moedas em que estão denominados os empréstimos do FMI, o que contribuiu para reduzir o *stock* de dívida valorizado em euros em cerca de EUR 394 milhões (ver secção **Error! Reference source not found.**).

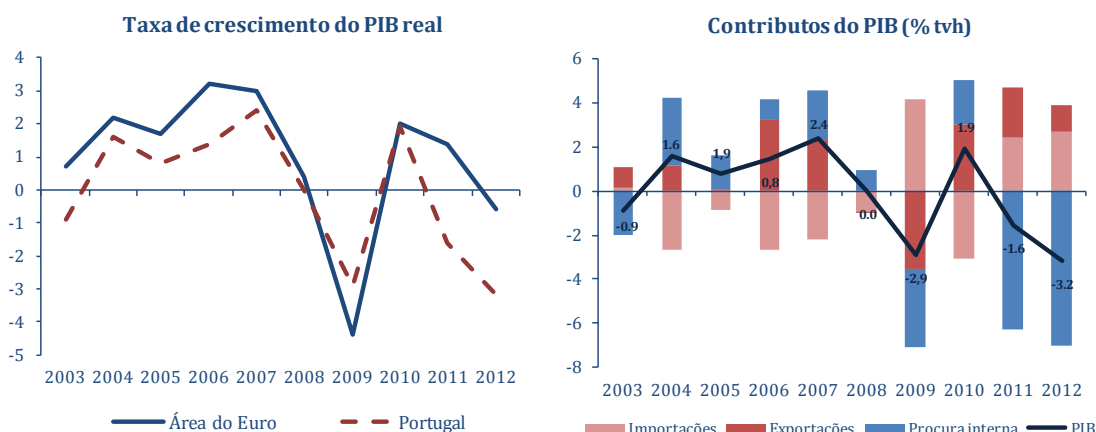
1.2. ECONOMIA PORTUGUESA

Em Portugal, a atividade económica voltou a ser fortemente influenciada pelo contexto de emergência financeira suportado pelo PAEF, que apesar de incluir medidas estruturais que

poderão ser geradoras de crescimento económico sustentado e emprego no médio e longo prazo, tem inevitavelmente um impacto negativo no curto prazo.

Em 2012, o impacto recessivo das condições financeiras adversas e das medidas de correção dos desequilíbrios macroeconómicos resultou numa queda expressiva da procura interna (-6,7 por cento). Este efeito foi acentuado pela deterioração da conjuntura macroeconómica internacional, em particular na área do euro, que se traduziu num menor contributo da procura externa líquida, que ainda assim se situou em 4 por cento (4,6 por cento em 2011). Tendo em consideração a estimativa preliminar do INE, o PIB terá caído 3,2 por cento em 2012, depois de -1,6 por cento no ano anterior.

Gráfico 6 – Crescimento económico em Portugal

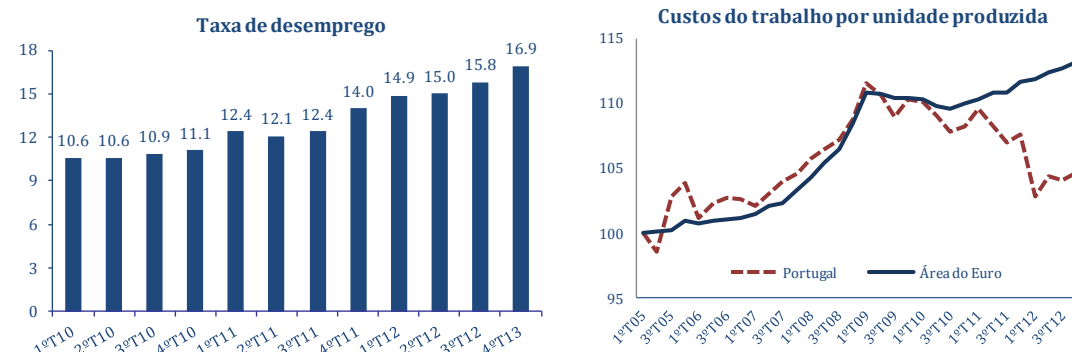


Fonte: Eurostat, Banco de Portugal e Ministério das Finanças

A forte contração da procura interna refletiu-se numa contínua deterioração do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a aumentar de 12,7 por cento da população ativa em 2011, para 15,7 por cento em 2012 (atingindo mesmo um máximo de 16,9 por cento no 4º trimestre).

Por outro lado, é de salientar a diminuição substancial nos custos unitários do trabalho registada nos últimos anos, de que resultou uma melhoria da competitividade-preço da economia portuguesa face à área do euro de aproximadamente 9 pontos percentuais entre 2008 e 2012.

Gráfico 7 – Mercado de trabalho em Portugal

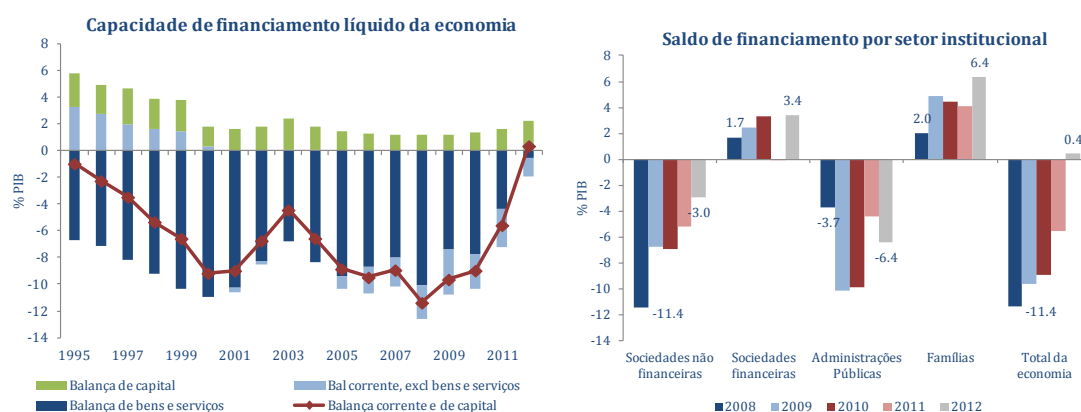


Fonte: INE e BCE

A forte queda da procura também se fez notar na evolução dos preços, com a taxa de inflação média anual a reduzir-se de 3,6 por cento em 2011 para 2,8 por cento em 2012. Este valor foi ainda assim superior ao observado na área do euro, devido sobretudo ao aumento do IVA num sub-conjunto alargado de bens em 2011 e 2012. Em 2013, à medida que o efeito dessas alterações se vai dissipando, a inflação deverá reduzir-se de forma mais significativa, fixando-se em níveis inferiores ao observado na área do euro.

A queda da procura interna e o aumento significativo das exportações em 2012 permitiu que a economia portuguesa apresentasse, pela primeira vez desde o início dos anos 1990, um saldo positivo da balança corrente e de capital, que se traduziu numa capacidade líquida de financiamento de 0,4 por cento do PIB, o que compara com uma necessidade de financiamento de 5,6 por cento do PIB em 2011 e 9 por cento em 2010. Esta evolução foi sobretudo explicada por uma melhoria do saldo da balança de bens e serviços, que apesar de deficitário, passou a representar apenas -0,5 por cento do PIB em 2012 (-10,1 por cento em 2008). Como se poderá também observar, este processo de ajustamento foi refletido em todos os setores institucionais da economia.

Gráfico 8 – Contas externas em Portugal



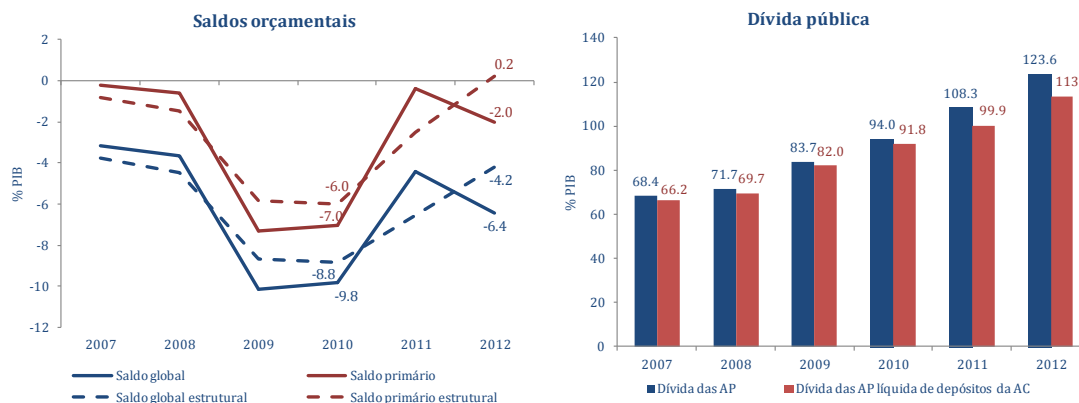
Fonte: INE

Em 2011 e 2012, a política orçamental refletiu a estratégia de consolidação orçamental acordada no âmbito do PAEF, e avaliada trimestralmente, de que resultou um ajustamento do défice estrutural estimado em 4,6 pontos percentuais do PIB potencial (de 8,8 em 2010 para 4,2 em 2012 por cento) e uma correção do saldo primário estrutural de 6,2 pontos percentuais (de um défice de 6 por cento em 2010, para um saldo positivo de 0,2 por cento).

Até 2012, o ajustamento estrutural primário foi sobretudo alcançado através de medidas de consolidação do lado da despesa, com especial destaque para a redução da despesa com pessoal e da despesa de capital. Deve salientar-se ainda o progresso significativo da reestruturação do Setor Empresarial do Estado (SEE), onde foi possível restabelecer o equilíbrio operacional no final do ano, bem como a consolidação alcançada ao nível da Administração Local e Regional, com especial impacto na Região Autónoma da Madeira, graças à implementação de um Programa de Assistência Económica e Financeira próprio (PAEF-RAM) que visa garantir a sustentabilidade das finanças públicas e restaurar a capacidade de financiamento da Região.

Não obstante o esforço de ajustamento estrutural ter sido distribuído de forma equilibrada pelos últimos 2 anos, a evolução do défice orçamental aprovado pelas autoridades estatísticas para efeitos do PDE teve uma evolução mais irregular, decorrente de operações de cariz temporário que afetaram tanto a receita como a despesa. Com efeito, se no primeiro ano o défice se reduziu de 9,8 para 4,4 por cento do PIB – graças em grande medida à obtenção de receita extraordinária resultante da transferência dos fundos de pensões dos bancos nacionais para o sistema de segurança social público, que ascendeu a cerca de 3,5 pontos percentuais do PIB –, em 2012 o défice para efeitos de PDE subiu para 6,4 por cento, uma vez que incluiu algumas despesas extraordinárias, nomeadamente o aumento de capital da Caixa Geral de Depósitos, ou a reclassificação da conversão em empréstimo de suprimentos da Parpública à Sagestamo. Excluindo medidas extraordinárias, o défice reduziu-se de 9,2 por cento em 2010, para 7,4 por cento em 2011 e 5,8 por cento em 2012.

Gráfico 9 – Finanças públicas em Portugal



Fonte: Comissão Europeia

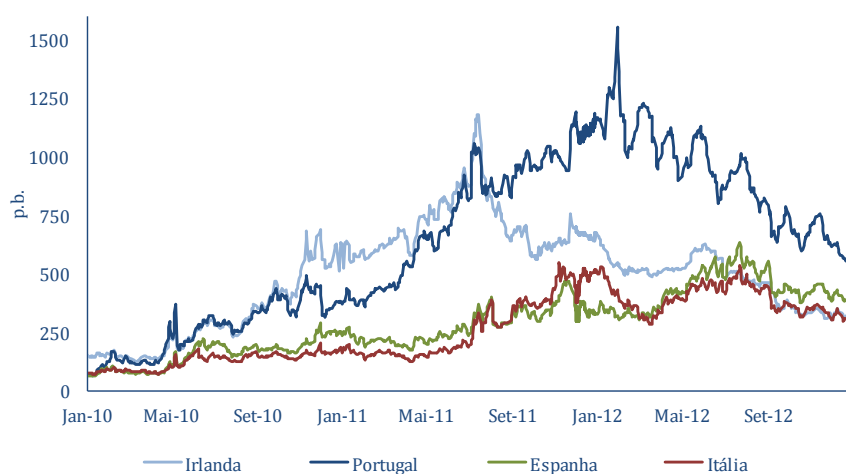
Em 2012, a dívida bruta das Administrações Públicas (AP) manteve uma trajetória de subida, estimando-se que tenha atingido 123,6 por cento do PIB, o que compara com 108,3 por cento em 2011. Deve salientar-se, no entanto, que o aumento da dívida bruta observado nos últimos 2 anos é em parte justificado por uma melhoria da posição de Tesouraria da Administração Central (AC), que alcançou no final de 2012 um valor de, aproximadamente, 10 pontos percentuais do PIB, i.e. excluindo depósitos da AC, a dívida pública fixou-se em 113,6 por cento do PIB. Para os próximos anos, antecipa-se uma estabilização do rácio da dívida no PIB, que deverá atingir um pico próximo de 124 por cento em 2014.

Em 2012, as necessidades de financiamento do Estado foram também fortemente influenciadas pelo processo de recapitalização do sistema bancário, num total de EUR 6,15 mil milhões: EUR 4,5 mil milhões para recapitalizar dois bancos privados (BCP e BPI) – com financiamento direto do montante de EUR 12 mil milhões do PAEF consignado para o efeito –, e EUR 1,65 mil milhões para recapitalizar o banco público CGD. Estas operações permitiram que os bancos portugueses cumprissem o requisito de rácios de capital superiores a 10% definido pela *European Banking Association (EBA)*.

1.3. MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

Na primeira metade de 2012, o comportamento do mercado de dívida pública continuou a ser dominado pela crise da dívida soberana em alguns países periféricos da área do euro, com os *spreads* a 10 anos de Espanha e Itália a registarem novos máximos acima de 500 pontos base em meados de julho. Pelo contrário, a tendência de evolução das taxas de juro em Portugal e na Irlanda foi favorável desde o início do ano (mais corretamente desde fevereiro, no caso português), refletindo o cumprimento sucessivo das metas impostas pelos respetivos programas de ajustamento e também o final do ciclo de *downgrades* das agências de *rating*. Na segunda metade do ano, no seguimento sobretudo das declarações do Presidente do BCE, manifestando a intenção de desenvolver todos os esforços necessários garantir a estabilidade da moeda única, os *spreads* de todos os países periféricos apresentaram uma trajetória de descida significativa, pelo que, no final do ano, o diferencial face ao *Bund* se situava em todos os casos abaixo do observado no final de 2011.

Gráfico 10 – Spreads de soberanos da área do euro face ao *Bund* alemão (títulos de dívida pública a 10 anos)

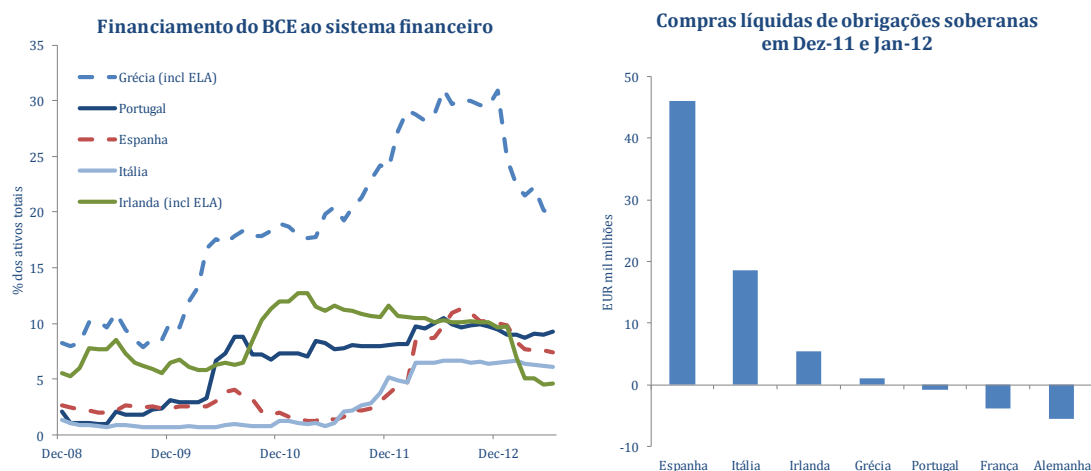


Fonte: Reuters

O ano iniciou-se com uma melhoria substancial do sentimento no mercado de dívida pública europeia, em resultado das operações de injeção de liquidez do BCE com um prazo alargado de 3 anos (*LTRO*) ocorridas em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012, que foram aproveitadas pelos bancos europeus para adquirir títulos de dívida de soberanos da área do euro, a utilizar como colateral nas operações com o BCE.

O programa tinha um duplo objetivo: por um lado permitir às instituições financeiras refinanciarem-se a taxas competitivas e desta forma fomentar a intermediação de concessão de crédito à economia; por outro, promover uma estabilização do mercado secundário de dívida soberana, o que de facto foi alcançado, com os *spreads* de Irlanda, Itália e Espanha face à Alemanha a reduzirem-se de forma significativa no 1º trimestre, verificando-se que foram precisamente estes os países que mais terão utilizado este instrumento como fonte de financiamento da dívida soberana.

Gráfico 11 – Financiamento do BCE e compras de obrigações soberanas em países selecionados da área do euro



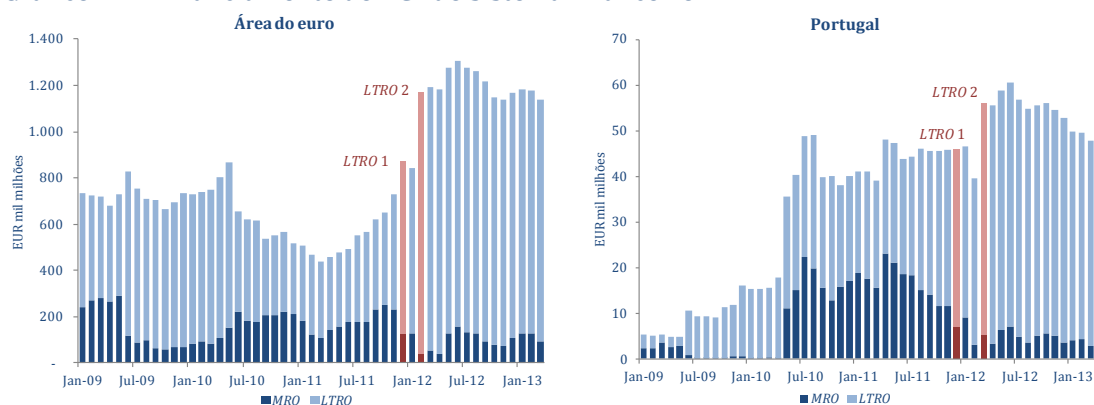
Fonte: BCE e bancos centrais nacionais

O sistema bancário europeu participou ativamente nas duas operações, tendo aproveitado, por um lado, para alargar o prazo de exposição ao BCE (trocando *MRO* ou *LTRO* com prazos mais reduzidos de 3 meses, por estas operações a 3 anos), por outro para aumentar o financiamento líquido junto do BCE, com destaque particular para a segunda operação, que canalizou

EUR 529,5 mil milhões de euros em empréstimos de baixo custo para cerca de 800 bancos europeus.

Os bancos portugueses recorreram ao primeiro *LTRO* de forma muito limitada, tendo aproveitado sobretudo para alargar a maturidade das operações existentes e não tendo o sistema financeiro português realizado compras líquidas de OT por altura desta operação. Já na segunda operação, observou-se um aumento de cerca de EUR 10 mil milhões na exposição dos bancos portugueses ao BCE, a que não terá sido alheio o facto das autoridades europeias terem levantado a indicação de convergência para um financiamento junto do BCE inferior a 10 vezes o montante das reservas mínimas, o que deu mais liberdade às instituições financeiras portuguesas para usar o *LTRO*. Mais ainda, as alterações relativas à colateralização junto do Eurosistema permitiram aos bancos portugueses alargar a *pool* de colaterais. Ainda assim, um dos principais contributos que levou ao aumento da utilização da *LTRO* por parte do sistema bancário português foi a participação dos bancos estrangeiros com sucursais em Portugal.

Gráfico 12 – Financiamento do BCE ao sistema financeiro



Fonte: BCE e Banco de Portugal

O primeiro trimestre ficou também marcado pela aprovação do segundo plano de assistência financeira à Grécia (em fevereiro), que foi acompanhado por uma operação de reestruturação de dívida pública com perdas para os credores privados (processo que ficou conhecido como *PSI – Private Sector Involvement*). O processo foi desencadeado pela aprovação no Parlamento grego da aplicação retroativa de *CAC (Collective Action Clauses)* sobre os títulos de dívida pública sujeitos à lei nacional, o que tornou possível a aprovação por parte de 2/3 do total dos participantes em assembleia, em que estivessem representados os detentores de pelo menos 50% do valor nominal da dívida, como condição suficiente para forçar a totalidade dos detentores dos títulos a aceitar uma troca.

A aceitação das condições de oferta anunciadas pelas autoridades gregas (com uma elevada participação – cerca de 96%, incluindo a utilização de *CAC* para alguns dos instrumentos) representou a materialização de perdas do valor nominal dos títulos de dívida grega em valores acima de 50% (cerca de 75% em termos de valor atualizado líquido). Em compensação, uma parte do valor nominal da dívida (15%) adicionada dos juros corridos e não pagos até 24 de Fevereiro foram trocados por títulos do FEEF com maturidades até 2 anos, e o restante (31.5%) por novas obrigações gregas com maturidades entre 11 e 30 anos e um *warrant* indexado ao crescimento do PIB a 30 anos.

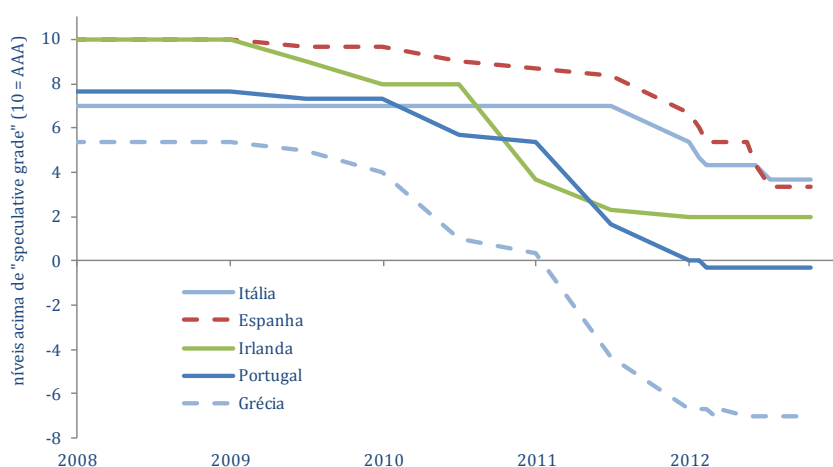
Apesar da elevada adesão, seguiram-se meses de instabilidade e incerteza, geradas também pela incapacidade de formação de um Governo estável, pelo que o mercado começou a descontar a possibilidade de uma eventual saída da Grécia da área do euro.

Com a entrada no segundo trimestre, o otimismo decorrente da maior liquidez gerada pelas operações *LTRO* foi-se desvanecendo, à medida que ressurgiam incertezas relativas ao crescimento da área do euro, à sustentabilidade financeira dos seus Governos e dos seus bancos, e à própria estabilidade política da própria UEM.

Neste período, em paralelo à agitação em torno da Grécia, o Governo espanhol encerrou negociações com as autoridades europeias de um plano de assistência financeira para recapitalização do seu sistema bancário, muito penalizado pelo aumento do crédito mal parado e pela desvalorização do mercado imobiliário.

Simultaneamente, tanto Espanha como Itália sofreram novos *downgrades* de *rating*, o que espoletou uma nova trajetória de subida dos *spreads* nestes países, tendo atingido novos máximos acima de 500 pontos base em meados de julho. Embora afetadas por esta envolvente, as OT mantiveram neste período uma tendência de redução de taxas no mercado secundário.

Gráfico 13 – Ratings na área do euro
(média das agências Fitch, Moody's e S&P)



Fonte: Bloomberg

Foi, neste contexto, que o BCE avançou inicialmente para a compra de obrigações de Itália e Espanha ao abrigo do *SMP*, assim que o contágio elevou as *yields* das obrigações italianas a 10 anos acima de 7%.

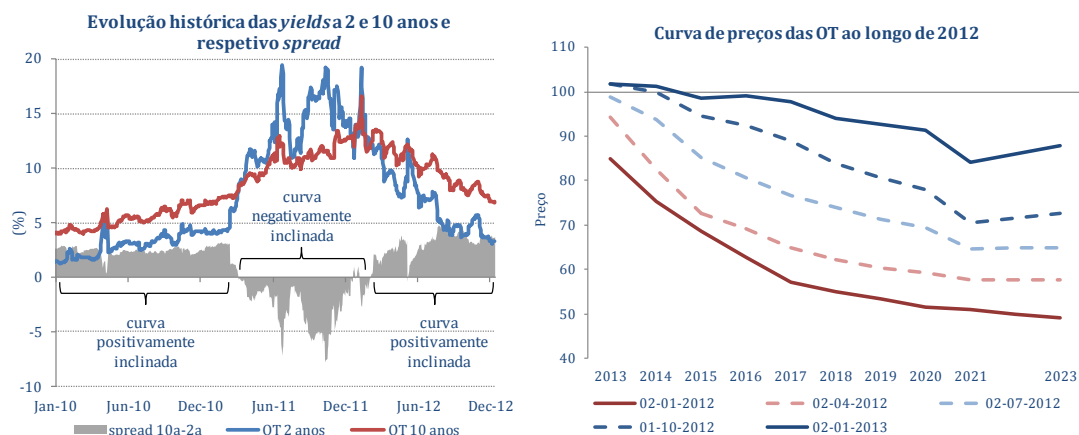
Em julho, o BCE adotou uma postura mais agressiva, tendo em primeiro lugar reduzido as taxas diretoras em 25 pontos base, e posteriormente afirmado que usaria todos os instrumentos disponíveis para evitar o colapso da moeda única, o que melhorou substancialmente o sentimento em relação à dívida dos países periféricos. Esta afirmação foi reforçada na reunião do BCE de setembro, com o anúncio do novo programa de compra de dívida soberana em mercado secundário (*OMT*), que surgiu em paralelo com o terceiro programa de *quantitative easing* (medidas quantitativas) por parte da *Fed*. Como referido, esta nova posição do BCE teve um impacto muito positivo, registando os *spreads* de todos os países designados periféricos uma redução consistente até final do ano.

A evolução do mercado português, em particular, foi um pouco diferente na primeira metade do ano, uma vez que ficou sobretudo marcada pelo anúncio, a 13 de janeiro, do *downgrade* para *speculative grade* por parte da S&P. Uma vez que já em 2011 tanto a Fitch quanto a Moody's tinham colocado a dívida portuguesa num patamar inferior a *investment grade*, este anúncio redundou na exclusão de Portugal dos principais índices de dívida pública e consequente venda forçada de alguns investidores, o que justificou o desempenho negativo da dívida portuguesa em janeiro.

O *downgrade* de janeiro culminou na intensificação do alargamento do *spread OT-Bund*, bem como na deterioração dos *bid-offer spreads* e *turnover* dos títulos de dívida pública portuguesa em mercado secundário. O risco de incumprimento das responsabilidades estava explicitamente refletido no mercado secundário das OT, quer pela *yield curve* invertida, quer pela curva de preços cujos constituintes com maturidades superiores a 2017 descontavam uma elevada

probabilidade de *default* da dívida portuguesa (curva *flat* a partir dessa maturidade, com preços inferiores a 50%).

Gráfico 14 – Evolução da rendibilidade e do preço das OT em mercado secundário em 2012



Fonte: Bloomberg

Estes acontecimentos refletiram-se quer no volume quer na posição (do lado comprador ou vendedor) das transações de mercado secundário. Como referido, após o *downgrade* pela S&P, muitos investidores com restrições de *rating* e/ou com linhas orientadoras de replicação de *benchmarks* (índices de referência) foram forçados a reduzir a sua exposição a Portugal. A exceção foram alguns *hedge funds* e outros investidores qualificados, sobretudo dos EUA, com maior propensão para assumir risco em troca de *yields* elevadas e com mandatos de gestão mais flexíveis.

Simultaneamente, os bancos portugueses aproveitaram para reforçar as suas carteiras, uma vez que as OT são elegíveis para entrega como colateral do *LTRO* e *MRO* ao BCE e apresentavam rendibilidades elevadas que permitiam compensar o custo das operações de recapitalização.

A partir de fevereiro, a entrada de novos investidores e a maior exposição dos bancos domésticos, a que não terá sido alheio o cumprimento da maioria das medidas do PAEF, suportou uma forte recuperação do mercado de dívida pública portuguesa, em contra-ciclo com o que sucedia em Espanha ou Itália, trajetória que foi posteriormente reforçada pela intervenção do BCE na segunda metade do ano.

No conjunto do ano, a dívida portuguesa foi mesmo a que observou uma performance mais positiva, com um estreitamento de quase 900 pontos base de *swap spreads* nos 5 anos e cerca de 500 pontos base nos 10 anos. Da mesma forma os *Credit Default Swaps (CDS)* a 5 e 10 anos estreitaram 644 e 380 pontos base, respetivamente.

Quadro 1 – Evolução anual de *spreads* de países selecionados da área do euro face à taxa *swap*

	Swap spread 5 anos (p.b.)		Swap spread 10 anos (p.b.)	
	28/12/2012	Dif 2012	28/12/2012	Dif 2012
Alemanha	-47	49	-26	27
Bélgica	-3	-142	48	-127
Espanha	325	87	366	103
França	-15	-36	42	-37
Irlanda	246	-327	n.a.	n.a.
Itália	253	-152	292	-151
Portugal	425	-895	532	-504

Fonte: Bloomberg

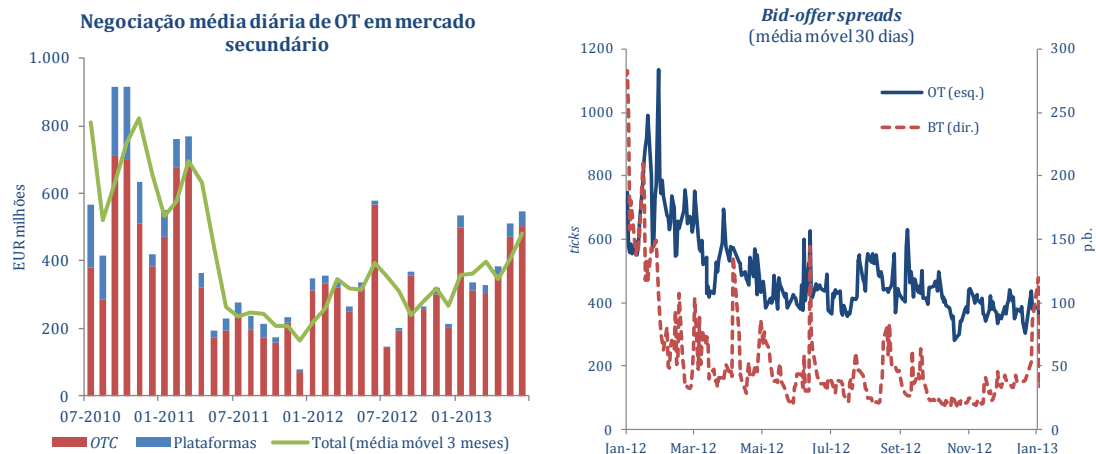
Quadro 2 – Evolução anual dos CDS

	Diferença entre final de 2011 e 2012 (p.b.)	
	5 anos	10 anos
Alemanha	-62	-39
Espanha	-98	-36
Itália	-219	-162
Irlanda	-507	-466
Portugal	-644	-380

Fonte: Bloomberg

O aumento da confiança dos investidores em Portugal e o afastamento dos receios de um *PSI* refletiu-se numa maior liquidez no mercado secundário face ao verificado no final de 2011 e início de 2012, quando o nível de risco era percebido como mais elevado. Mais ainda, registou-se uma gradual normalização do funcionamento do mercado secundário, nomeadamente no volume diário transacionado e no estreitamento do *bid-offer spread*.

Gráfico 15 – Indicadores de liquidez do mercado secundário em Portugal



Fonte: HRF reportados pelos OEVT, MTS, BrokerTec, eSpeed, e Bloomberg