

**DETERMINANTES DOS SPREADS DE CRÉDITO  
SOBERANOS NOS PAÍSES PERIFÉRICOS DA ZONA  
EURO**

Maria Isabel Pessôa Jorge de Oudinot Larcher

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Finanças

Orientador:

Prof. Doutor Luís Oliveira, ISCTE-IUL *Business School*, Departamento de Finanças

Outubro de 2017

## Agradecimentos

Em primeiro lugar gostava de agradecer ao Professor Luís Oliveira por ter aceite guiar-me neste tempo de tese e por toda a ajuda que me deu, pelas suas sugestões, compreensão e interesse que mostrou ao longo de todo o percurso, sempre de uma forma muito disponível e próxima. Queria também agradecer ao Professor José Dias Curto pela grande ajuda que me deu na criação do modelo.

Em segundo lugar queria agradecer à minha família, em especial ao meu Avô, pais e irmãs. Ao meu Avô porque foi das primeiras pessoas a entusiasmar-se com a minha tese e, ainda antes de eu pensar com mais cuidado no meu tema de estudo, sugeriu-me aquele que, após algumas alterações, me fez chegar ao atual; aos meus pais e irmãs porque me acompanharam muito de perto durante este tempo, sempre com muita compreensão, interesse e transmitindo muita tranquilidade.

Em terceiro lugar queria agradecer às Irmãs Clarissas de Lisboa por me terem acompanhado de forma permanente com a sua oração e estímulo.

Por último, gostava de agradecer ao João que foi a pessoa com quem partilhei mais este tempo. Os sucessos e insucessos das nossas teses foram partilhados diariamente e por isso queria agradecer-lhe a ajuda que me foi dando todos os dias, principalmente nesta fase final.

## Índice

RESUMO .....	iv
ABSTRACT .....	v
Lista de Siglas e Acrónimos.....	vi
1. INTRODUÇÃO .....	1
2. Revisão de Literatura .....	3
3. Que União Europeia, que União Monetária? Breve caracterização dos principais eventos caracterizadores.....	9
3.1. Período anterior ao Mercado Único Europeu (MUE) .....	10
3.2. Criação do Mercado Único Europeu (MUE).....	10
3.3. Crise Financeira Internacional 2007-2009 .....	13
3.3.1. Agências de Rating .....	14
3.3.2. Queda da Lehman Brothers .....	15
3.3.3. Crise de Dívida Soberana.....	16
3.3.4. Reação dos Governos às Crises vividas pela Zona Euro .....	19
3.3.5. Soluções apresentadas pelo BCE para as Crises.....	20
3.3.6. Os HYPES/ os GIIPS.....	27
4. Base de Dados e Metodologia.....	37
4.1. Variáveis de Mercado .....	40
4.1.1. Risco Internacional .....	40
4.1.2. Sentimento económico.....	41
4.1.3. Variáveis de Mercado .....	42
4.2. Variáveis Específicas do País: Risco de Crédito Soberano.....	43
4.3. Estrutura Temporal das Taxas de Juro .....	49
5. Resultados Empíricos dos Determinantes das Variações dos Spreads de Dívida Soberana .....	51
5.1. Especificações do modelo e resultados estimados .....	54
5.2. Avaliação Individual das Variáveis Explicativas .....	61
6. CONCLUSÃO .....	65
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	68

## Índice de Tabelas

Tabela 1: Descrição das variáveis explicativas incluídas na regressão e respetivo sinal esperado .....	39
Tabela 2: Estatísticas Descritivas das variáveis independentes e dependentes do Modelo, para os GIIPS e Alemanha, para o período de junho de 2002 a dezembro de 2016, numa base trimestral. .....	51
Tabela 3: Efeitos aleatórios estimados para modelo de dados em painel, não balanceado, para cinco países do MUE, entre junho de 2002 e dezembro de 2016.....	56
Tabela 4: Matriz de Correlação para todas as variáveis explicativas.....	59

## Índice de Figuras

Figura 1: Análise Gráfica da Evolução dos CDS e Spreads a 10 anos, para os GIIPS e Alemanha, no período de junho de 2002 a dezembro de 2016.....	50
--	----

## RESUMO

Esta dissertação tem por objetivo estudar o impacto dos determinantes dos *spreads* de dívida soberana de alguns dos países periféricos da Zona Euro nas taxas de juro a dez anos. Desta forma, foi analisada a capacidade das variações dos indicadores macroeconómicos e de mercado em explicar as variações dos *spreads* de crédito de dívida soberana. A análise abrange o período compreendido entre junho de 2002 e dezembro de 2016, para a Grécia, Itália, Irlanda, Portugal e Espanha. Foi usado um modelo de dados em painel, não balanceado, de efeitos aleatórios. Os *spreads* de dívida soberana foram calculados face à dívida alemã, considerada como *benchmark* da União Económica e Monetária. Os resultados deste estudo sugerem que os *spreads* são explicados maioritariamente por fatores macroeconómicos.

**Palavras-Chave:** *spreads* de crédito, Zona Euro, dívida soberana, BCE

**JEL Classification:** H63, E58

## **ABSTRACT**

The objective of this dissertation is the study of the impact of the main determinants of sovereign ten-year debt spreads of some southern European countries. The ability of macroeconomic indicators to explain sovereign debt credit spreads fluctuation has been analyzed over the period between June 2002 and December 2016 for Greece, Italy, Ireland, Portugal and Spain. An unbalanced panel data model has been used to model considering German as the benchmark of Monetary Economic Union. The results suggest that the spreads are explained mainly through macroeconomic factors.

**Keywords: credit spreads, Euro Zone, sovereign debt, ECB**

**JEL Classification: H63, E58**

## Lista de Siglas e Acrónimos

AIB – Allied Irish Banks

ATM - *At the Money*

AUE – Ato Único Europeu

BCE – Banco Central Europeu

CCE – Comunidade Económica Europeia

ECU – *European Currency Unit*

UE – União Europeia

Euribor - *Euro InterBank Offered Rate*

FEEF - Fundo Europeu de Estabilidade Financeira

FMI – Fundo Monetário Internacional

*HYPES - High Yielding Peripheral European States*

IIF – *International Institute of Finance*

INE - Instituto Nacional de Estatística

MTC II - Mecanismo de Taxas de Câmbio II

MUE – Mercado Único Europeu

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OMT - *Outright Monetary Transactions*

PEC – Pacto de Estabilidade e Crescimento

PEC IV - Plano de Estabilidade e Crescimento IV

PIB – Produto Interno Bruto

*GIIPS – Greece, Italy, Ireland, Portugal and Spain*

PSD – Partido Social Democrata

PSI - *Private Sector Involvement*

S&P - Standard & Poor's

UEM – União Económica Monetária

VIX - *Volatility Index*

## 1. INTRODUÇÃO

Antes da implementação do Mercado Único Europeu, o mercado obrigacionista europeu apresentava-se bastante heterogéneo, fruto, entre outros aspetos, da diversidade de regimes fiscais, jurídicos, técnicos e de supervisão e de emissões de dívida em diferentes moedas nacionais (Oliveira, Curto e Nunes, 2012). As diferentes características a nível dos fatores de risco de liquidez, de crédito e de taxas de câmbio entre os emissores de obrigações de dívida soberana da Zona Euro resultavam em níveis de *yields* distintos entre os emissores. Contudo, para implementação do Euro foram harmonizados os regimes fiscais e removidos os controlos de movimentos de capitais. Com a introdução da moeda única o risco de taxa de câmbio foi eliminado e o risco de liquidez e de crédito perderam relevância aos olhos de mercado. Aquando da introdução da moeda única o mercado esperava que os níveis das *yields* fossem totalmente harmonizados, i.e., que os diferenciais entre as *yields* desaparecessem. Todavia, o Pacto de Estabilidade e Crescimento e o Quadro Fiscal Europeu mostraram-se insuficientes para garantir que o mercado atribuísse a mesma qualidade de crédito a todos os Estados-Membros e, como tal, as expectativas de mercado não corresponderam ao que se veio a verificar, pois embora as *yields* tenham vivido um período de convergência, persistiram pequenos diferenciais, que representaram impactos muito grandes a nível da carga de dívida (Codogno, Favero, e Missale, 2003).

A criação do Mercado Único Europeu (MUE) gerou no mercado uma sensação de segurança, de que a adesão ao Euro conduziria a reformas que estimulassem o crescimento nos países periféricos. Todavia, o desenvolvimento de mecanismos eficazes de supervisão fiscal e de coordenação de políticas na Zona Euro veio a mostrar-se débil aquando dos efeitos da crise do *Subprime* com início nos EUA. O período de prosperidade financeira vivido após a implementação do MUE estava a ser rompido, alterando a sensibilidade do mercado aos riscos de liquidez e de crédito. A Zona Euro foi atingida pela crise do *Supprime* e de dívida soberana e os países periféricos sofreram uma deterioração do desempenho económico (diminuição do crescimento e aumento dos défices). Os investidores apresentaram-se então mais receosos de emprestar perante algumas *performances* fiscais e macroeconómicas, aumentando os prémios de risco exigidos, que por sua vez se traduziram em aumentos dos custos de dívida. A tudo isto associava-se o medo de que se tornasse necessária uma reestruturação das dívidas soberanas fruto dos desenvolvimentos económicos e políticos.

No seguimento da crise do *Supprime*, da crise de dívida soberana e crise bancária ficaram mais claras as limitações da União Europeia e as fraquezas do Euro. Nasceu então um debate mais profundo e exaustivo das medidas a tomar que surtisses efeito no longo prazo e que



oferecessem maior transparência e menos riscos de gerarem recessão durante muitos dos anos seguintes. As medidas deveriam garantir a moeda única, a sustentabilidade das dívidas soberanas, estimular a disciplina fiscal e resolver os seus problemas, evitando simultaneamente efeitos de contágio e o risco de *moral hazard*. Assim, estas medidas obrigam a um estudo profundo dos choques macroeconómicos, fiscais e globais que afetam as *yields* soberanas. Esta dissertação não oferecerá uma análise detalhada das medidas que surgiram para dar resposta a estas necessidades, mas permite um estudo das necessidades e características da União Europeia (UE) para que futuros trabalhos o possam fazer.

O estudo dos determinantes dos *spreads* apresenta-se muito importante, pois deverá ser com base nestes que se decide quais as medidas a tomar para fazer face às limitações e fraquezas sentidas na Zona Euro. A identificação dos determinantes dos *spreads* permite traçar políticas orientadas no sentido de melhorar a visão que os mercados financeiros têm de um emissor, via, por exemplo, canais de liquidez ou diminuição dos défices fiscais (Martinez, Teruel e Terceño, 2016). O valor desta análise cresce ao reconhecermos que diferenças muito pequenas nas *yields* têm impactos muito grandes a nível de carga de dívida e que a literatura dos determinantes dos *spreads* europeu se mostra reduzida, nomeadamente para as últimas décadas, que foram de grande oscilação dos riscos entendidos pelo mercado. Assim, esta dissertação pretende concluir quais os determinantes dos *spreads* das obrigações de dívida soberana dos países periféricos (Grécia, Irlanda, Itália, Espanha e Portugal) face à Alemanha, para a maturidade de dez anos. Com esta tese pretendemos compreender se terão sido variáveis maioritariamente macroeconómicas ou de mercado a explicar as variações de *spreads* no período compreendido entre junho de 2002 e dezembro de 2016.

De forma geral, os nossos resultados revelam uma maior sensibilidade da variação dos *spreads* das obrigações de dívida soberana às variações nos indicadores macroeconómicos do que nos de mercado.

A presente dissertação encontra-se organizada da seguinte forma: 2. citação dos principais artigos sobre o objeto de estudo, sua metodologia e principais conclusões, 3. análise da estrutura e história da Zona Euro e dos países periféricos, 4. apresentação da metodologia seguida e das variáveis selecionadas e influência esperada nas variações dos *spreads*, 5. apresentação dos resultados empíricos e 6. exposição das conclusões.

## 2. Revisão de Literatura

Vários autores sugerem que os *spreads* das dívidas soberanas da Área Euro são explicados principalmente por três fatores de risco: de crédito/ *default*, de liquidez e risco internacional, visto que o fator de risco taxa de câmbio não existe no contexto atual da Zona Euro, uma vez que existe integração do mercado de títulos e uma política monetária única (Codogno *et al.*, 2003; Geyer, Kossmeier e Pichler, 2004; Bernoth, von Hagen e Schuknecht, 2012; Barrios, Iversen, Lewyowska e Setze, 2009; Manganelli e Wolswijk, 2009; Aßmann e Boysen-Hogrefe, 2012; Jesus, 2010; Barbosa e Costa, 2010; Klepsch e Wollmershäuser, 2011; Bernoth e Erdogan, 2012; Oliveira *et al.*, 2012; Terceño-Gómez, Martinez, Sorrosal-Forradellas e Guercio, 2015; Silva, 2015; Bianchi, 2016; Afonso, Arghyrou, Gadea e Kontonikas, 2017).

Barnett (2012) refere que as *yields* soberanas são vistas, frequentemente, como um reflexo do contexto atual da macroeconomia e das finanças públicas, assim como dos indicadores da *performance* futura de um país. Com uma visão contrária, Geyer *et al.* (2004) consideram que as variáveis macroeconómicas e de liquidez não apresentam uma influência significativa sobre os *spreads*, ainda que o risco de crédito se mostre um indicador com um impacto importante no risco sistemático dos países do MUE. Codogno *et al.* (2003) e Oliveira *et al.* (2012) defendem que sendo o risco de *default* interpretado como a perceção do mercado sobre a vulnerabilidade fiscal do emissor, impõe ao mercado disciplina a nível das políticas fiscais nacionais.

Relativamente ao fator de risco liquidez há consenso no que respeita a sua importância, mas não como fator isolado (Jankowitsch, Mösenbacher, Pichler, 2006 e Favero, Pagano, Von Thadden, 2010). Uma grande parte dos participantes de mercado e dos gestores de dívida dos Estados-Membros acredita que os *spreads* do MUE, durante o período da crise, foram explicados principalmente por fatores de liquidez. Schwarz (2017) argumenta que estes explicaram mais de 2/3 do aumento *dos spreads* de dívida soberana durante a primeira metade da crise financeira. Beber, Brandt e Kavajecz (2009) estão de acordo em que durante a turbulência financeira este fator de risco viu o seu papel aumentado significativamente enquanto determinante dos *spreads* de crédito, do conjunto de emissores da Zona Euro, mas referem que, antes das perturbações financeiras associadas à Crise do *Subprime*, a liquidez era um fator de risco pouco tido em conta enquanto determinante dos *spreads* de crédito da referida zona.

Vayanos (2004) e Garcia e Gimeno (2014) consideram que durante períodos de instabilidade e tensão nos mercados financeiros os investidores aumentam a sua aversão ao risco e fazem alterações na sua carteira de investimento, preferindo ativos que apresentem maior liquidez e qualidade creditícia. Beber *et al.* (2009) e Aßmann e Boysen-Hogrefe (2012) acrescentam que, nesses momentos, entre os fatores qualidade creditícia e liquidez os investidores dão maior

importância à liquidez. Aßmann e Boysen-Hogrefe (2012) referem ainda que ambos os fatores de risco aumentaram durante a crise.

A partir de agosto de 2007 a ligação entre os *spreads* e o risco financeiro global tornou-se muito ativa. O risco financeiro global, o risco internacional e as variáveis macroeconómicas mostraram-se fortemente significativas no período pós-crise. Após um período em que os investidores tinham negligenciado a importância de indicadores orçamentais e de sustentabilidade da dívida passaram a focar as suas atenções neste tipo de determinantes (Klepsch e Wollmershäuser, 2011; De Grauwe e Ji, 2013; Afonso e Jalles, 2015; Esposito, 2015; Leal, 2016). Arghyrou e Ktonikas (2012) defendem que, depois de outubro de 2009, com o aumento nos níveis de incerteza e do grau de aversão ao risco de mercado, o fator de risco internacional aumentou a sua importância na explicação da evolução dos *spreads*, isto é, para além do risco de crédito e de liquidez, o risco internacional foi fortemente cotado no rendimento de títulos do governo dos países da Zona Euro.

As alterações da perceção do risco global por parte dos investidores impactam o nível do *spread* das *yields*, pois alteram o que os investidores exigem como compensação de um prémio adicional de risco de crédito e de liquidez (Oliveira *et al.*, 2012).

De Santis (2012), com base na análise do período compreendido entre 1 de setembro de 2008 e 4 de agosto de 2011, defende que os preços de mercado são principalmente impulsionados pelo fator de risco internacional, mas acrescenta que, num cenário de incerteza, uma avaliação objetiva dos fundamentos está comprometida, o que consequentemente leva as *yields* de títulos do governo a ser tendenciosa e não manter o seu verdadeiro valor. Silva (2015) refere que, no período que antecedeu a crise financeira, o valor das *yields* estava abaixo do seu valor real e que com a crise soberana passou a estar acima do mesmo, isto é, esteve enviesado nos dois períodos, passando de uma sobrevalorização para uma subvalorização de preços.

Sgherri e Zoli (2009) argumentam que a evolução dos *spreads* soberanos dos membros da Zona Euro apresenta uma tendência temporal semelhante à apresentada pelo risco global. Os autores defendem que a liquidez dos mercados das obrigações soberanas, ainda que limitado, se mostra um fator importante na explicação dos *spreads*.

Collin-Dufresne, Goldstein e Martin (2001) encontraram maior significância estatística e económica nas variáveis de âmbito de mercado do que de macroeconómico.

Codogno *et al.* (2003) estudaram os diferenciais das *yields*, para o período de 1990 a 2002 e assinalaram que o seu movimento se explica principalmente por mudanças nos fatores de risco global.

A introdução do Euro teve muitas consequências nas *yields* da Zona Euro (*short end of the curve*). Ao fixar uma taxa de juro, o Banco Central Europeu (BCE) eliminou parte da competitividade entre os Estados-Membros e estes passaram a considerar outros fatores determinantes dos *spreads*, contribuindo para a convergência das *yields* (Oliveira *et al.*, 2012). Segundo Faini (2006) o fator liquidez perdeu praticamente toda a sua importância enquanto determinante dos *spreads* aquando da introdução da moeda única

Blundell-Wignall e Slovik (2011) apontam para que problemas de liquidez, como os que ocorreram durante as crises, resultam de problemas orçamentais e dos encargos altos de serviço de dívida.

Schuknecht, von Hagen e Wolswijk (2010) defendem que os *spreads* de dívida, no período da crise e no que lhe antecedeu, podem ser explicados tendo em consideração variáveis que refletem os prémios de liquidez e de aversão ao risco de *default*.

Leal (2016) estudou a alteração da relevância dos determinantes dos *spreads* dos Estados-Membros do MUE face à Alemanha, após a falência da Lehman Brothers. O período de estudo de análise foi de 2000 a 2014 e o autor concluiu que se verificou uma alteração significativa na importância e magnitude das variáveis políticas e orçamentais sobre o *spread*: antes de 2008 a única variável que se mostrava significativa na explicação dos *spreads* era o *spread* observado no ano anterior, o que segundo o autor poderá explicar a baixa volatilidade até 2007; depois da crise, a esta última variável juntaram-se determinantes políticos e orçamentais (tais como os níveis de liquidez, o volume da dívida pública, o saldo orçamental, a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto - PIB - e despesas em fundos de pensões). O autor encontrou ainda indícios de que a existência e implementação de reformas estruturais e despesas em fundos de pensões ganharam importância na explicação dos *spreads*, ainda que suspeite que as restrições formais impostas, quer nacionalmente, quer internacionalmente, pelas regras orçamentais, tenham perdido importância nas decisões dos investidores, dado o incumprimento destas por diversos Estados-Membros da UEM.

Martinez *et al.* (2016) procuraram identificar quais os determinantes dos *spreads* soberanos, no período de 2004 a 2011, quer para o conjunto de países da UE, quer para o dos países da Zona Euro face a dois *benchmarks* (obrigações soberanas do governo alemão e dos EUA). Para o seu estudo recorreram à metodologia de dados em painel com efeitos fixos. As suas conclusões apontam no sentido de que o impacto da crise se mostrou maior nos países da Zona Euro do que no conjunto de todos os países da UE, o que, segundo os autores, reflete a influência do Euro em tornar os países mais homogêneos nos mercados financeiros e no favorecimento do efeito de contágio. Os resultados obtidos com as obrigações emitidas pelos EUA mostraram

mais variáveis em comum entre os dois grupos de países. Assim este *benchmark* revelou explicar melhor a evolução dos *spreads* do que as obrigações alemãs. Os autores concluíram ainda que a crise financeira ressaltou a importância dos fatores domésticos na determinação dos *spreads*, os quais não se manifestavam no período que antecedeu a crise, e evidenciou a heterogeneidade entre os países do Mercado Único Europeu.

Oliveira *et al.* (2012) estudaram, através de uma análise empírica, se mudanças nos *spreads* de crédito soberano da Área Euro (selecionaram Áustria, Bélgica, França, Alemanha, Itália, Holanda, Portugal e Espanha) são influenciadas por mudanças nas variáveis macroeconómicas e financeiras, no período compreendido entre janeiro de 2000 e dezembro de 2010. Os autores dividiram o período de análise em dois subperíodos delimitados pela crise financeira global - o primeiro até agosto de 2007 e o segundo após essa data – e encontraram evidências de uma clara mudança no comportamento dos participantes do mercado. O foco que, antes da crise, se colocava nos fatores de mercado, que apontava para as expectativas de convergência, foi substituído, aquando da crise, por um que apontava para as variáveis específicas/macro-económicas do país e para o risco internacional.

Silva (2015) estudou quais os determinantes dos *spreads* das obrigações soberanas, para a maturidade de dez anos, emitidas pelo governo português face às emitidas pelo governo alemão, para a mesma maturidade, entre janeiro de 2007 e dezembro de 2014. As suas conclusões apontam para a importância quer dos fatores de risco específico quer dos fatores de risco agregado na explicação da evolução das *yields*, mas indicam que a sua importância varia ao longo do tempo, em linha com mudanças estruturais ocorridas no mercado global. Assim, no período que antecedeu a crise financeira global os *spreads* eram explicados por um modelo de convergência económica e, posteriormente, após o início da crise de dívida soberana, por uma quebra do modelo, pois os investidores aumentaram a importância dada aos indicadores macroeconómicos dos emissores (qualidade creditícia e liquidez).

Jesus (2010) estudou quais os determinantes de dívida da Zona Euro, analisando a sensibilidade dos *spreads* a variáveis de natureza financeira e macroeconómica, para quatro maturidades (5, 10, 15 e 30 anos), para uma amostra de sete países (Áustria, Bélgica, Espanha, França, Itália, Holanda e Portugal), para o período de janeiro de 2000 a dezembro de 2005. A sua análise de dados em painel não mostrou evidência de respostas diferentes a variações dos *spreads* entre os diferentes países. As principais conclusões do seu estudo foram que as variáveis de nível das taxas de juro *spot* e inclinação da curva das taxas de juro são estatisticamente significativas para explicar as variações dos *spreads* de dívida, enquanto que

variáveis de natureza macroeconómica não produziram resultados consistentes (nem o sinal esperado nem significância estatística).

A análise de Huang e Kong (2003) aponta para que as variações dos *spreads* de crédito para as obrigações de *yields* superiores se mostram mais relacionadas com fatores do mercado acionista. Düllman, Marliese e Windfuhr (2000) e Jesus (2010), nos seus resultados, concluíram que os diferenciais entre *spreads* de crédito e a sua volatilidade diminuía no período de estudo para todos os países analisados e ainda que os diferenciais de *spreads* diminuía ao longo da *term structure* e que a volatilidade dos *spreads* também diminuía para todos os países analisados e ao longo do período estudado.

Russell Investments (2011) defende que o Euro e a sua criação resultaram fundamentalmente de um processo político e que, como tal, a resolução dos problemas enfrentados pela UE exige obrigatoriamente um grande compromisso dessa natureza. Alguns autores vêem a turbulência dos mercados como um importante fator para impor disciplina de mercado, sendo que Bernoth *et al.* (2012) destacam que esta disciplina assume especial relevância na presença da UEM, visto que os Governos, ainda que possam emitir dívidas, não têm controlo sobre a política monetária, nomeadamente sobre a inflação. Assim, segundo os autores a União Monetária não enfraqueceu a disciplina imposta pelos mercados. Também o presidente da Comissão Europeia, Durão Barroso, em 2012, reconheceu que a crescente interdependência económica exigia uma resposta mais determinada e coerente a nível político. Por sua vez, Blundell-Wignall e Slovik (2011) apontam para a importância da transparência para dissipar preocupações nos mercados financeiros. Codogno *et al.* (2003) defendem que medidas baseadas na liquidez não são suficientes para aumentar a eficiência do mercado financeiro.

Afonso *et al.* (2017) selecionaram o período de janeiro de 1999 a julho de 2016, numa base mensal, e uma amostra de países (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Holanda e países periféricos) para avaliar o papel da política monetária não convencional na alteração do peso dos determinantes dos *spreads* e o impacto das intervenções do BCE na sensibilidade dos fatores de risco dos *spreads*. Os resultados dos autores confirmam os de outros estudos, na medida em que apontam para uma mudança nos níveis dos *spreads* da UEM fruto da crise, mas acrescentam que o anúncio do OMT (*Outright Monetary Transactions*), em agosto de 2012, veio também alterar o peso dos determinantes na explicação dos *spreads*, isto é, veio enfraquecer o vínculo entre os *spreads* e os fundamentos macroeconómicos. Os autores concluíram que as medidas do BCE impactam os *spreads* direta e indiretamente, através das mudanças que geram no regime bancário, via diminuição do risco de crédito bancário, que afeta

a sensibilidade dos *spreads* aos fundamentos macroeconómicos. As ações do BCE operaram como estímulos para reverter a dinâmica da crise de dívida soberana europeia.

Jesus (2010) e Oliveira *et al.* (2012) apontam para que a maioria dos estudos empíricos dos determinantes dos *spreads* de crédito se foca no mercado americano, sendo, portanto, o estudo para a realidade europeia ainda limitado. Todavia, Blot, Ducoudré e Timbeau (2016) e Afonso *et al.* (2017) consideram que a literatura referente à dívida soberana e ao risco de *default* tem vindo a progredir.

Podemos concluir que, de forma geral, os autores estão em sintonia quanto ao facto de que antes da crise os mercados estavam a operar sob um clima de confiança de que os riscos de *default* associados ao investimento das obrigações dos países do MUE eram muito baixos, não existindo pressão para disciplina de mercado, que fomenta, nas finanças públicas, a disciplina e sustentabilidade, o que incrementou a deterioração dos indicadores macroeconómicos (Oliveira *et al.*, 2012). Regra geral também, podemos concluir que os autores apontam para que antes da crise os mercados atendiam fundamentalmente aos fatores de risco de mercado e que, aquando da crise, consideravam as variáveis específicas/ macroeconómicas do país e o risco internacional.

### 3. Que União Europeia, que União Monetária? Breve caracterização dos principais eventos caracterizadores.

**“A união monetária nasceu — e assim tem vivido — desacompanhada de uma união económica com os níveis de integração comparáveis aos daquela — o que explica as aspirações que têm vindo a focar-se na ideia da criação de um governo económico europeu.”** (Cunha, 2011: 20)

Como descreve Cunha (2011), a União Europeia caracteriza-se por ter uma estrutura muito peculiar. Se, por um lado, podemos referi-la como união federal, na medida em que tem uma política monetária, uma moeda comum e, para tal, uma organização supranacional - o BCE, por outro, podemos nomeá-la de união intergovernamental, uma vez que, na sua vertente económica, os orçamentos continuam a não obedecer a uma força supranacional e centralizada<sup>1</sup>.

A União Europeia foi concebida como uma união monetária sem união fiscal (Claessens, Mody e Vallee, 2012), pelo que, desde cedo, algumas vozes apontaram para que a União Europeia, na ausência de uma união fiscal, não seria viável. Entre os autores que levantaram reservas quanto à durabilidade do Euro, no longo prazo, ainda antes de este ser estabelecido, encontravam-se Robert Mundell e Milton Friedman, que defendiam que a UE não tinha as condições necessárias para o funcionamento adequado de uma moeda única (Sandoval, Beltran, Ulziikhutag e Zorigt, 2011). O analista Simon Johnson afirmou ainda como falha persistente da comissão a incapacidade de resolver problemas até estes se tornarem crises, alertando para o risco de um dia poder vir a ser tarde de mais para as detetar (Sandoval *et al.*, 2011).

Como se veio a verificar posteriormente, a estrutura da UE oferecia realmente fraquezas e limitações. A título de exemplo referimos o mercado do trabalho, em que se eliminaram os obstáculos jurídicos à circulação de trabalho, mas cujo mercado continuou a apresentar inflexibilidade salarial e falta de mobilidade, dado que persistiam profundas diferenças linguísticas e culturais, necessárias a tornar o Euro mais eficaz (Sandoval *et al.*, 2011).

O debate relativo à necessidade de uma reestruturação da arquitetura da União ganhou especial relevância aquando da necessidade de garantir a continuidade e credibilidade da moeda única, que ganhou especial destaque durante as crises e a instabilidade dos mercados financeiros. Sandoval *et al.* (2011) defendem que embora fosse, de facto, imperativo que todos os decisores políticos reconhecessem a viabilidade do Euro e a solidez da União, para assegurar a viabilidade da UEM, poucas das vozes que apontavam as limitações do MUE, acreditavam realmente que a UE se viesse a desintegrar totalmente e que o Euro viesse a cair. Nestes

---

<sup>1</sup> Cunha (2011) refere-se ao Euro como a Moeda sem Estado.



períodos surgiu e ganhou dimensão a preocupação em criar infraestruturas políticas e fiscais que encaminhassem para uma uniformização e redução dos défices orçamentais e das dívidas soberanas, que promovessem uma maior estabilidade nos mercados financeiros, uma maior uniformização das *yields* e assegurassem a credibilidade do Euro.

### **3.1. Período anterior ao Mercado Único Europeu (MUE)**

Antes do lançamento do Mercado Único Europeu o mercado obrigacionista europeu apresentava um grande nível de heterogeneidade: as dívidas soberanas eram emitidas principalmente em moeda nacional; cada país apresentava um regime fiscal e de controlos sobre os movimentos de capitais próprio e quadros técnico, jurídico, regulamentar e de supervisão específicos e os *spreads* do governo eram maioritariamente explicados pelos prémios de riscos da taxa de câmbio (Oliveira *et al.*, 2012; Thomson, 2012; Silva, 2015). Este nível de heterogeneidade refletia-se em *yields* entre os países europeus também muito distintos entre si (Oliveira *et al.*, 2012).

Alguns autores, como Manganelli e Wolswijk (2009), defendem que, neste período, as sanções impostas pelos mercados eram suficientes para incentivar os governos da UEM a ter políticas fiscais sustentáveis.

### **3.2. Criação do Mercado Único Europeu (MUE)**

Na década de 1980 deu-se o lançamento do mercado interno, com o objetivo da Comunidade Económica Europeia (CCE) de eliminar as barreiras comerciais. Assim, o Ato Único, que entrou em vigor em 1987, estabeleceu a data de 31 de dezembro de 1992 para conclusão do mercado interno e introduziu “a votação por maioria qualificada relativamente às pautas aduaneiras comuns, à livre prestação de serviços, à liberalização dos movimentos de capitais e à aproximação das legislações nacionais” (Parlamento Europeu, 2016: 2).

Em junho de 2008, o Conselho Europeu confirmou o objetivo de realizar o Mercado Único Europeu. A implementação teve início a 1 de julho de 1990 e decorreu em três fases de forma a eliminar flutuações existentes no mercado e os rácios de diferenciação de riscos a nível da Zona Euro. Na primeira fase, período de convergência, com início em julho de 1990, procurou-se a liberalização total dos movimentos de capitais, o aumento da cooperação entre os bancos centrais e o estabelecimento da livre utilização da unidade monetária europeia que precedeu o Euro - o ECU (*European Currency Unit*); na segunda, aumento da Coordenação das Políticas Monetárias e Reforço da Convergência Económica, iniciada em janeiro de 1994, deu-se a criação do Instituto Monetário Europeu, a proibição do financiamento do setor público pelos

bancos centrais e a conclusão do processo que conduziu à independência dos bancos centrais nacionais; na terceira, Política Monetária Única pelo Sistema Europeu dos Bancos Centrais, com início em janeiro de 1999, fixaram-se as taxas de câmbio, introduziu-se o Euro, entrou em vigor o Pacto de Estabilidade e Crescimento<sup>2</sup> (PEC) e deu-se o financiamento do mecanismo de taxas de câmbio entre os países da UE (MTC II - Mecanismo de Taxas de Câmbio II) (Eurocid, 2012).

Em 1999, aquando da criação do Euro, a resposta dos mercados financeiros mostrou-se muito otimista: verificou-se um aumento da procura de investimento nos países fundadores e uma maior uniformização dos *spreads* de taxas de juro dos Estados-Membros. Isto é, o mercado passou a entender as emissões de dívida soberana dos diferentes países como equivalentes/próximas, o que veio, por vezes, a traduzir-se num aumento do financiamento dos Estados-Membros (Pinto, 2014). Leal (2016) aponta como causas do ambiente de confiança gerado pela criação da Área do Euro as garantias de controlo das contas públicas dadas pela existência de regras orçamentais e o seguimento de uma política monetária.

Neste período, os investidores compraram títulos dos governos periféricos na esperança de que as suas *yields* convergissem para os da Alemanha. Os investidores acreditavam que, com a uniformização do mercado de obrigações e a eliminação dos riscos específicos, as dívidas dos governos europeus para a mesma maturidade se tornariam substitutos perfeitos, eliminando-se o risco de liquidez e limitando-se o risco de crédito de dívida (Jesus, 2010 e Oliveira *et al.*, 2012). Bernoth *et al.* (2012) explicam que a redução dos prémios de risco de liquidez e de *default* verificada aquando da integração do MUE refletiu a crença dos investidores, de que, na eventualidade de dificuldades financeiras, existiria apoio entre os Estados-Membros, salvo casos de indisciplina por parte dos países que enfrentavam as dificuldades. O mesmo autor acrescenta que, na sequência desse raciocínio, a UEM parece não ter enfraquecido a disciplina imposta nos mercados de crédito.

Com a implementação do MUE deu-se uma desassociação entre os *spreads* e os indicadores macroeconómicos (Krugman, 1998)<sup>3</sup>. Ainda que existissem diferenciais pequenos nos níveis das *yields*<sup>4</sup>, para países como Portugal, Itália e Espanha, estes apontavam para diferenças não

---

<sup>2</sup> A UE estabeleceu o Pacto Estabilidade e Crescimento, em 1997, ao reconhecer os riscos inerentes à moeda comum e os riscos de crises emergentes. Este estabelecia um limite de 3% de défice e um limite de dívida externa de 60% do PIB. Com estes limites, a UE, pretendia impor disciplina orçamental, de modo a diminuir o risco sistémico e incentivar a estabilidade monetária (Blundell-Wignall e Slovik, 2011 e Russell Investments, 2011).

<sup>3</sup> O autor alerta para a exceção a nível dos défices orçamentais esperados.

<sup>4</sup> As *yields* não convergiram totalmente pois os *spreads* refletem as diferenças dos níveis de custos de transação, acessos a títulos com preços mais baixos e solvabilidades (Oliveira *et al.*, 2012).

triviais<sup>5</sup> nos prémios de crédito ou liquidez (Aßmann e Boysen-Hogrefe, 2012); a eliminação do risco das taxas de câmbio entre os Estados-Membros havia constituído um passo importante na criação de condições para a integração dos mercados de dívida pública na Área Euro. Oliveira *et al.* (2012) apresentam uma visão um pouco diferente, pois referem que os diferenciais permaneceram elevados, ainda que mais homogêneos, apesar de se ter esperado que, com a introdução do Euro, as taxas de juro (especialmente as de longo prazo) passassem a apresentar diferenciais muito reduzidos ou até mesmo nulos.

Até ao romper da crise, numa fase que durou cerca de uma década, os efeitos do MUE foram os pretendidos: as *yields* das dívidas mantiveram-se a níveis baixos e constantes. A Zona Euro seguia um modelo de convergência (Afonso, Arghyrou, e Kantonikas, 2015). No entanto, modelos que previam o melhor cenário de convergência, como o de Krugman (1998), falharam nas avaliações, na medida em que não previram a deterioração dos indicadores domésticos (ex. a nível da competitividade), resultantes da diminuição da disciplina fiscal imposta pelos mercados. Como a história comprova, veio a ocorrer essa mesma deterioração, resultante da diminuição da pressão imposta pelos mercados de disciplina fiscal e macroeconómica, e da ausência de um mecanismo europeu que atuasse em simultâneo com o modelo de convergência. Essa lacuna contribuiu para o aumento da divergência, que se veio a verificar, a nível das *performances* dos países e, mais tarde, dos *spreads* de crédito soberano. Criavam-se então os precedentes necessários para a crise de dívida. Oliveira *et al.* (2012) referem também que durante o período da crise, em que a liquidez se assumia como um determinante importante nas variações dos *spreads*, verificou-se uma concentração das preocupações dos países do MUE na melhoria das finanças públicas, em detrimento do fornecimento de liquidez nas curvas de rendimentos.

Antes da crise, grande parte dos níveis das *yields* eram explicados pelos valores observados em anos anteriores, o que, aliado à confiança instaurada pela introdução da UEM, poderá explicar a baixa volatilidade entre 2000 e 2007 entre os países. A criação do MUE trouxe aos Estados-Membros acesso a taxas de juros baixas e a inexistência de risco cambial e de inflação, fomentando os elevados padrões de vida e de consumo de então, que se mantinham via endividamento público. Se por um lado o aumento da procura interna, daí resultante, se apresentava como um potencial estímulo para o crescimento do PIB; por outro, a possibilidade

---

<sup>5</sup>Deve, neste ponto, referir-se que os diferenciais das *yields*, ainda que pequenos, apresentam um impacto significativo para as finanças públicas, podemos pensar por exemplo que uma diferença de 32 basis points, para Itália, traduzia-se em gastos orçamentais adicionais de 0,3% do PIB (Codogno *et al.*, 2003 e Oliveira *et al.*, 2012). Codogno *et al.* (2003) referem o impacto grande dos diferenciais a nível de carga da dívida, em países em que a dívida excede o PIB.

do serviço de dívida superar esse estímulo, conduzindo à insustentabilidade da dívida pública, levava ao receio do risco de incumprimento (Leal, 2016).

Concluindo, a criação do MUE conduziu a uma quebra estrutural no comportamento dos diferenciais das *yields* dos países integrantes do Mercado Único (Codogno *et al.*, 2003), levando a que estas apontassem para um modelo de convergência, até ao rebentar da crise do *subprime*. Neste período, as *yields* estavam enviesadas, sendo que as obrigações dos países periféricos estavam sobrevalorizadas e o valor das *yields* abaixo dos seus valores (Silva, 2015). Este enviesamento veio a inverter-se no período da crise, como veremos mais à frente (Oliveira *et al.*, 2012 e Silva, 2015).

### 3.3. Crise Financeira Internacional 2007-2009

Antes do verão de 2007 os investidores pareciam indiferentes entre investir na dívida de Portugal ou da Alemanha. A proximidade entre as *yields* dos países do MUE provou que os investidores de *fixed income* não procuravam um prémio extra significativo por investir em Portugal ao invés de investir na Alemanha. Os investidores consideravam as economias desenvolvidas investimentos seguros (Silva, 2015).

No período de 2007 a 2009 instalou-se a Crise do *Subprime*. Conforme explicita Miguel (2013) as principais causas foram: o grande aumento do crédito e o incentivo ao investimento no setor imobiliário (bolhas imobiliárias) aliados à facilitação do endividamento, a complexidade dos produtos financeiros (deixou de ser possível a avaliação dos seus riscos a nível técnico<sup>6</sup>) e a subavaliação dos graves efeitos da crise até pelas autoridades de supervisão e agências de *rating*. A UE sofria uma deterioração dos orçamentos e finanças governamentais, devido à necessidade de incorrer em despesas públicas para proporcionar estabilidade e estímulos económicos e à dependência externa para financiar a sua dívida interna.

A interdependência comercial e financeira que a UE tinha criado, ao longo dos anos, com países estrangeiros tornou-a mais vulnerável à volatilidade económica e ao efeito de contágio. A somar a este último, a Europa apresentava fortes práticas de empréstimo, que a faziam viver acima das suas capacidades, criar bolhas imobiliárias e um forte endividamento soberano externo (Sandoval *et al.*, 2011).

Os efeitos da crise americana transbordaram para os países da Europa e vieram a implicar um ponto de viragem no comportamento dos mercados de risco: os países começaram a avaliar cuidadosamente as *performances* de cada país (Silva, 2015).

---

<sup>6</sup> Soros (2008).

Os efeitos da crise, com origem nos EUA, fizeram com que a estabilidade vivida após a criação do MUE fosse altamente questionada e posta em causa. A partir deste momento as dívidas soberanas dos países periféricos e nórdicos não vieram mais a ser entendidas pelo mercado como semelhantes (Pinto, 2014). Pelo contrário, o fosso entre os Estados-Membros aos mais diferentes níveis (crescimento, défices, serviços de dívida...) ficou visível; a dúvida da viabilidade do Euro passou a estar na ordem do dia e a solidariedade europeia desvaneceu-se (Cunha, 2011 e Acharya, Drechsler e Schnabl, 2014).

Este período conturbado, acrescido do efeito de contágio da Grécia, que afetou os vários países do MUE (ainda que com maior destaque para Portugal, Irlanda e Espanha), contribuiu para a deterioração dos indicadores dos países periféricos. Esta degradação levou a um disparar dos *spreads*, ainda que não atingindo os níveis do período que antecedeu a implementação do MUE (Aßmann e Boysen-Hogrefe, 2012).

Concluindo, a crise permitiu compreender que existia uma ineficiente e indevida gestão do risco de liquidez (que levou à necessidade de injeção de liquidez por parte dos bancos centrais nas instituições); que o desempenho das autoridades de supervisão não foi o mais adequado e que a interdependência dos mercados americano e europeu era extremamente alta (Miguel, 2013 e Silva, 2015). A ligação entre os *spreads* e o risco global não estava ativa durante o período pré-crise e a apreciação da taxa de câmbio real e a perda de competitividade não foram penalizadas sob a forma de taxas de *yields* mais elevadas. Com a crise os mercados passaram a penalizar os desequilíbrios fiscais e macroeconómicos (como é o caso de contas correntes excessivas) muito acima do que haviam penalizado até então (Afonso *et al.*, 2015).

### **3.3.1. Agências de *Rating***

Durante a Crise Financeira, com início em 2007, a reputação das agências de *rating* caiu acentuadamente, uma vez que durante este período ficou mais claro que estas vinham a assumir uma postura bastante mais reativa que proactiva (Reis, 2013 e Kaplan Schweser, 2014). Ainda assim, a sua avaliação continua a ser importante para os emissores dado que, ao refletir a estabilidade política, a coerência económica e social e a integração num sistema económico global, influencia o acesso destes ao capital, nomeadamente a nível do custo de endividamento (Hofmann, Ferreira e Lampreia, 2017).

De Santis (2012) argumenta que, nos períodos conturbados financeiramente, os países periféricos podem ter sido julgados principalmente pela *performance* da Grécia em prejuízo dos próprios fundamentos, ainda que compartilhando um conjunto de problemas estruturais,

tais como a elevada dívida, a estagnação do crescimento económico e a elevada taxa de desemprego. Deste modo, os seus *ratings* poderão ter estado enviesados.

Alguns autores defendem que os *ratings* não são considerados úteis para compreender a capacidade de pagar dívida a 5 e 10 anos, mas que as discrepâncias entre eles dão informações para uma discussão sobre os verdadeiros riscos que existem num país, ainda que a notação esteja muitas vezes atrasada, uma vez que as economias e políticas apresentam um grande dinamismo. Outros autores, defendem que as notações de *rating* não são particularmente úteis em determinar o risco de *default*, no longo prazo, apresentando, todavia, estas um grande impacto no acesso dos países ou empresas ao capital, aos custos de capital e a nível de liquidez dos mercados monetários e de capitais (Kaplan Schweser, 2014).

A classificação de *investment grade* por, pelo menos, uma das principais agências de *rating* atua como pré-requisito para os programas de compra e refinanciamento de títulos públicos do BCE (Hofmann *et al.*, 2017).

Concluindo, ainda que os *ratings* mostrem alguma inércia perante choques macroeconómicos, constituem uma variável útil dado todos os fatores que agregam (e cuja inclusão nos modelos se torna difícil). Para além disso, as suas variações têm um grande impacto no acesso ao capital (acesso, ou não e a nível de custos) por parte dos países/empresas. Finalmente, é de realçar ainda o seu impacto a nível da liquidez nos mercados monetários e de capitais, ainda que não sejam particularmente úteis em determinar o risco de *default* no longo prazo. Assim, as melhores práticas sugerem que os analistas devem usar os *ratings* como referência, mas sem lhes dar demasiado peso na tomada de decisão (Hofmann *et al.*, 2017).

### **3.3.2. Queda da Lehman Brothers**

A queda do banco de investimento Lehman Brothers representou um marco importante na história financeira e global mundial. Antes deste acontecimento, a dívida soberana dos países desenvolvidos era vista como um investimento isento de risco, pelo que o risco de incumprimento não era adequadamente avaliado. Após esta falência aumentou o receio quanto à sustentabilidade das finanças públicas nos países da Zona Euro. Assim os mercados tornaram-se mais exigentes e os investidores passaram a reavaliar os prémios de risco de incumprimento, a valorizar diferentes fatores de risco consoante as situações de mercado e a mais frequentemente realocar as suas carteiras aquando de ocorrências de mudanças estruturais fruto de algum episódio. Deu-se, portanto, um aumento significativo nos custos de financiamento soberano, que provocou problemas de liquidez nos países da Zona Euro, conduzindo a pedidos de ajuda externa (Silva, 2015 e Leal, 2016).

### 3.3.3. Crise de Dívida Soberana

De novembro de 2009 a julho de 2012, a Zona Euro viveu o período mais crítico da crise de dívida soberana, os investidores procuraram obrigações de países com maior qualidade creditícia e liquidez (Silva, 2015). Modelos teóricos, como o de Arghyrou e Tsoukalas (2011) e De Grauwe e Ji (2013) apontam para as mudanças nas expectativas do mercado como um dos principais impulsionadores da evolução da crise.

Em outubro de 2010, a Cimeira Europeia refletiu, pela primeira vez, sobre a possibilidade de credores privados terem que suportar algumas das consequências dos mecanismos para sustentar futuras crises de dívida soberanas (Blundell-Wignall e Slovik, 2011).

Em 2011, viviam-se os efeitos do abrandamento do crescimento económico da Europa e, em França e na Alemanha, houve perspetivas de recessão. A Europa viveu uma queda marcada pela saída de capitais e um clima de dúvida face ao Euro (Lachman, 2011). Em novembro de 2011, quando os países se encontravam ainda a recuperar da crise americana, rompeu a crise de dívida soberana europeia (Silva, 2015). Esta implicou cortes drásticos nas classificações de crédito soberano da periferia, decorrentes da alteração da perceção do mercado quanto à probabilidade de *default* e o aumento do prémio de risco exigido (Garcia e Gimeno, 2014). A crise de dívida da Zona Euro espalhou-se da Grécia, Irlanda e Portugal à Espanha e Itália (Acharya, Eisert, Eufinger e Hirsch, 2016). Os bancos franceses, italianos e espanhóis sentiram dificuldade em financiar-se em mercado grossista e os bancos europeus sentiam desconfiança em emprestar entre si (Lachman, 2011).

A 26 de julho de 2012, o presidente Mario Draghi, ao anunciar a introdução da OMT, aumentou a confiança nos mercados (Silva, 2015). Afonso *et al.* (2017) defendem que este anúncio refletia uma alteração da estratégia para a resolução da crise.

A crise de dívida veio pôr um travão à convergência que se vivia no mercado europeu: os participantes do mercado de obrigações começaram a diferenciar os países com base no risco macroeconómico. Durante este período, os governos menos competitivos e os emissores mais pequenos sofreram uma grande pressão, nomeadamente via aumento dos *spreads*, isto porque aumentou o risco de liquidez e foi colocado um foco permanente nos desempenhos fiscais nacionais, na consolidação orçamental e nas reformas estruturais que garantissem o aumento da competitividade e promovessem a convergência real.

A transformação da crise financeira global na crise de dívida soberana europeia criou a necessidade de reformas estruturais e de aumento da competitividade nos países da periferia do MUE para gerir a economia a nível interno da UEM e coordenar as políticas. No entanto, como veremos mais à frente, as medidas extraordinárias tomadas pelos governantes europeus

(nomeadamente a criação de mecanismos de estabilização europeia e de resgate) não foram suficientes para limitar as quedas e propagação, que se mostrou sem precedentes (Barbosa e Costa, 2010; Arghyrou e Kantonikas, 2012).

Leal (2016) acredita que as restrições impostas pelas regras orçamentais possam ter perdido relevância nas escolhas dos investidores devido às diversas infrações dos limites previstos nestas regras (nacionais e supranacionais) por vários Estados-Membros da União Monetária.

A crise de dívida foi marcada por uma saturação face aos resgates, quer por parte dos países que foram os principais alvos das medidas de austeridade, quer pelos que apresentaram *performances* mais sólidas (Russell Investments, 2011). A título de exemplo destacamos a resistência ao alargamento do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) e à emissão de *Eurobonds* por países como a Alemanha, Finlândia, Holanda e Áustria (Lachman, 2011). Este desgaste prejudicou as tentativas do Fundo Monetário Internacional (FMI) e UE em ajudar a periferia e minou a disposição em manter em curso medidas de reforma fiscal e estrutural impostas pelo FMI (Lachman, 2011). No entanto, apesar da fadiga dos governos mais sólidos, não era claro que eles não teriam a vontade política de encontrar o dinheiro suficiente, em termos que pudessem ser aceitáveis para os países periféricos da Europa, pois a crise, como vimos anteriormente, poderia conduzir a Europa e os seus países, a consequências muito nefastas de uma crise bancária doméstica (Lachman, 2011). Alguns políticos acreditavam que era mais fácil e teria menos custos ajudar os *GIIPS* (*Greece, Italy, Ireland, Portugal and Spain*) naquela altura do que mais tarde (Sandoval *et al.*, 2011). Alter e Schüller (2012), De Bruyckere, Gerhardt, Schepens e Vennet (2013) e Acharya *et al.* (2014) apontaram o papel do risco bancário na transformação da crise financeira global na crise de dívida soberana. O BCE, através do OMT e das compras de títulos soberanos no mercado secundário, mostrou-se pronto para operar como credor de último recurso, assegurando aos investidores que o BCE está pronto para evitar o colapso dos mercados de títulos soberanos, gerando uma mudança no comportamento dos preços das obrigações. Estes referem ainda que a pressão descendente nos preços poderá conduzir ao perigo de instabilidade financeira e *moral hazard* nas reformas fiscais e estruturais.

O BCE forneceu liquidez, de modo a suportar os sistemas bancários dos países periféricos, aceitando, como contrapartida, os títulos dos governos como garantia, apesar destes terem sofrido quedas constantes e muitos já não serem, nesse momento, considerados *investment grade*. Em 2011 o BCE, especialmente o presidente Trichet, afirmou que não aceitaria nenhuma dívida reestruturada como garantia (Russell Investments, 2011).



O FMI impôs austeridade orçamental e deflação salarial e de preços (nomeadamente até 2014), após a sua austeridade ter já causado contrações bruscas do PIB na Grécia, Irlanda e Portugal. Temia-se então que estas medidas aprofundassem as recessões dos três países e aumentassem o rácio Dívida/PIB para níveis insustentáveis (Lachman, 2011).

A crise dos países periféricos tornou mais visíveis as deficiências e vulnerabilidade da UE, assim como alertou quanto aos perigos de contágio (Sandoval *et al.*, 2011). Esta crise e a própria incerteza face à sua conclusão, mesmo após o resgate e criação de medidas de estabilidade, criou receios de graves consequências (profunda recessão económica) de contágio dentro da Europa, nos EUA e no resto do mundo (Sandoval *et al.*, 2011). Uma crise bancária europeia, decorrente de um evento de *default*, na Europa, teria um grande impacto nos EUA (Lachman, 2011). A insustentabilidade do Euro ou a desintegração da UE poderiam abrandar a recuperação nos EUA, no curto prazo, e aumentar o défice e perigo de crise das políticas fiscais e de dívida semelhantes à europeia, no longo prazo. Em primeiro lugar, a recessão decorrente desse evento traduzir-se-ia numa diminuição das exportações dos EUA para a Europa; em segundo lugar, a crise bancária enfraqueceria o Euro, o que se traduziria numa desvantagem competitiva dos EUA face à Europa e aos outros países, aumentando nomeadamente as importações europeias nos EUA e resto do mundo; em terceiro, uma intensificação da crise da dívida na Zona Euro impactaria negativamente o mercado financeiro e, provavelmente, aumentaria o nível de aversão ao risco global (Lachman, 2011).

Lachman (2011) acrescenta que esta crise nasceu do elevado nível dos défices do setor público, dos desequilíbrios externos e domésticos, acrescentando ainda que estes se apresentavam muito difíceis de corrigir no enquadramento das regras de adesão ao Euro, que impediam a desvalorização da taxa de câmbio para promoção das exportações.

Acharya *et al.* (2014) explicam o início da crise de dívida soberana da Zona Euro com base na transferência do risco financeiro global para obrigações soberanas através de resgates bancários. O mercado europeu de obrigações oferecia duas hipóteses de obrigações soberanas, sendo que os países periféricos apresentavam problemas estruturais graves, enquanto que a Alemanha apresentava inflação baixa, excedente orçamental e um *superavit* em conta corrente. Assim, à exceção dos investidores que necessitavam efetivamente de prémios de risco significativamente mais elevados, a procura desviava-se para os títulos alemães.

Lachman (2011) alertou para a ligação entre a crise de dívida e a crise do setor bancário, apontando que uma reestruturação da dívida de um dos países, por mais pequena que fosse, ou a ocorrência de um evento de *default* num dos países periféricos, poderia conduzir a níveis de *deficit* de capital suficientemente grandes para conduzir a uma crise bancária europeia de

grandes dimensões, que provavelmente levaria à queda do Euro. De facto, decorrente das perdas em títulos de mercados de capitais (fruto da crise do *Subprime* e das perdas nos produtos estruturados) e de problemas domésticos (ex. *boom* seguido de falências no mercado imobiliário em países da UE) emergiu a crise bancária europeia (Blundell-Wignall e Slovik, 2011), e o sistema bancário europeu apresentou sinais semelhantes às tensões sentidas no sistema bancário americano (Lachman, 2011).

Concluindo, na última década os países periféricos enfrentaram duas crises que vieram abalar e fazer repensar toda a estrutura da União Económica e Monetária. A crise de dívida soberana e o contágio entre estes países teve na sua base problemas fundamentalmente de natureza fiscal (destaque para Grécia e Portugal) e bancária (destaque para Irlanda e Espanha).

### **3.3.4. Reação dos Governos às Crises vividas pela Zona Euro**

Na sequência do ocorrido no sistema bancário dos EUA, as autoridades governamentais europeias, com relevo para os países fiscalmente mais fracos, comunicaram um conjunto de estímulos para proporcionar estabilidade financeira e estimular confiança nos setores bancários (Pereira e Wemans, 2012). Há que destacar que, em meados de 2009, os países fiscalmente mais fracos surgiram com programas rigorosos de estabilização fiscal e reformas estruturais, por ex. a Irlanda. No entanto, estas medidas não produziram os efeitos pretendidos, conduzindo ao deteriorar das contas públicas nacionais (Silva, 2015).

Perante a crise e os efeitos das soluções encontradas para esta ficou visível que persistiam ainda grandes discrepâncias a nível das *yields*, *ratings* das dívidas soberanas e da gestão dos défices orçamentais da Zona Euro.

A conjuntura de instabilidade dos mercados financeiros e monetários apontava para a necessidade de uma política fiscal e de um crescimento económico mais estruturado, centralizado e “apertado”, nomeadamente a nível da consolidação orçamental. Surgiu, portanto, a necessidade de novas estruturas e instrumentos capazes de fomentar a estabilidade, a consolidação fiscal e o crescimento sustentável.

As crises vierem apontar para a necessidade de reduzir o défice e os serviços de dívida e, como argumenta Cunha (2011), pela primeira vez a Europa viu-se obrigada a considerar de forma mais plausível a possibilidade de um país ser considerado insolvente, e, conseqüentemente, a se pensar num plano de reestruturação global. Após uma reação inicial positiva dos mercados à União Monetária, alguns dos Estados mantiveram elevados défices orçamentais e dívidas públicas altas, fazendo, como explica Pinto (2014), surgir questões sobre

a suficiência do Tratado de Maastricht, Pacto Estabilidade e Crescimento (PEC) e anteriores critérios para manter a sustentabilidade das dívidas.

Concluindo, como defende Pinto (2014), a Zona Euro viveu uma crise de dívida, provocada por altos níveis das dívidas públicas, instabilidade financeira e fraco crescimento económico. Sendo estes os principais condutores da crise, devem eles definir as principais linhas de ação para regular as políticas e mercados e o bom funcionamento do sistema económico.

### **3.3.5. Soluções apresentadas pelo BCE para as Crises**

No período que antecedeu a entrada em vigor do Euro muitas foram as medidas implementadas para garantir a sustentabilidade da moeda única. Cunha (2011) refere, por exemplo, a Alemanha na sua preocupação de tornar o Euro uma moeda de força semelhante ao marco e os mecanismos sancionatórios dos défices excessivos.

No entanto, como conclui Pinto (2014), é possível apontar também para uma falta de controlo supranacional dos orçamentos nacionais, pois, em certa medida, a disciplina orçamental permaneceu entregue aos comandos dos diferentes Estados. Isto abriu lugar a que a gestão orçamental fosse alvo de más gestões públicas e indisciplina orçamental, assim como de uma má interpretação das medidas e cuidados que havia a ter para assegurar a União Monetária. Como consequência desta gestão verificou-se um aumento dos *spreads* das taxas de juro e uma queda dos *ratings*, o que gerou uma enorme pressão nos mercados financeiros e uma incapacidade dos Estados em obter financiamento direto (realidade vivida, por ex., pela Grécia, Irlanda e Portugal). Das necessidades anteriores surge então o recurso ao apoio financeiro externo à UE e a criação do FMI.

Como referem Grammatikos e Vermeulen (2011), as crises financeiras obrigaram o BCE a exigir medidas fiscais rigorosas aos países membros e a implementar pacotes de resgate financeiro através de injeções de grandes quantidades de dinheiro para as economias mais afetadas pelas crises (ex. Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha).

As medidas de estratégia de socorro financeiro vieram, mais tarde, a surtir efeitos diferentes dos pretendidos. A necessidade de proporcionar estabilidade e estímulo traduziu-se num esforço público que levou à deterioração dos orçamentos e finanças governamentais (Sandoval *et al.*, 2011). E é de salientar também que para os diferentes Estados foram tomadas medidas, cujo efeito, em muitos casos, resultou apenas no curto prazo; refira-se a título de exemplo a privatização de empresas na Grécia e criação de impostos especiais em Itália, das enumeradas por Pinto (2014).

Não nos será possível analisar a viabilidade e sustentabilidade das medidas, nem debruçarmo-nos sobre as suas vantagens *versus* desvantagens. No entanto, como será apontado nas sugestões finais propomos que em próximos estudos possam partir da análise que oferecemos na metodologia e possam retirar conclusões das tendências das *yields*, da liquidez e fatores de risco associados às diferentes dívidas soberanas europeias e avaliar estas medidas.

### **Reestruturação da Dívida**

A liderança da UE reconheceu, em 2011, que a dívida grega nas circunstâncias pré-cimeira era insustentável e que na ausência de reestruturação poderia incorrer em *default* (Russell Investments, 2011). No entanto, depois da aprovação do FMI para empréstimo de resgate para a Grécia, o Primeiro-Ministro, George Papandreou, expressou a sua opinião de que a reestruturação da dívida não era uma opção, na medida em que acreditava que medidas de austeridade seriam suficientes para diminuir o défice e que a reestruturação apresentaria impactos desastrosos no sistema bancário e para as famílias da Grécia (Sandoval *et al.*, 2011). Esta medida ofereceu um dilema para os líderes europeus e pôs Angela Merkel em desacordo com o BCE (Russell Investments, 2011).

Uma reestruturação da dívida, ainda que possa surgir de um mútuo acordo, sem que ocorra um evento de *default*, está geralmente associada a um evento de incumprimento formal (bancarrota). Esta consiste numa renegociação com redução do valor presente da dívida. Existem três principais formas de reestruturação: (i) diminuição do valor facial do montante em dívida, (ii) diminuição das taxas de juro/ redução do cupão e (iii) aumento da maturidade da dívida. Na UE poderia ocorrer de duas formas: (i) a EFSF poderia comprar obrigações do mercado secundário (a preços atualizados) e depois reestruturaria com taxas de juro mais baixas, reduzindo a necessidade de alcançar toda a consolidação do orçamento, diminuindo as taxas para a periferia e aumentando as responsabilidades para os países mais fortes (Blundell-Wignall e Slovik, 2011). Os mesmos autores sublinham que diminuiriam as taxas para a periferia, mas que os países mais fortes não teriam grandes vantagens, acrescido do facto de que para eles envolveria responsabilidades contingentes. A Alemanha descartou então esta hipótese para a Europa. A segunda alternativa (ii) consistiria em medidas não convencionais tais como a compra em larga escala de ativos aos bancos por parte do BCE (*quantitative easing*). Esta alternativa junta a política fiscal e monetária, que o BCE procura separar (Blundell-Wignall e Slovik, 2011).

Muitos críticos e investidores insistiram numa recuperação europeia sem reestruturação, pois esta poderia prejudicar muito os bancos em toda a Europa, com efeitos de contágio entre os

países e criando um clima de pânico nos mercados. Enquanto outras entidades apontavam o perigo de contágio que já se vivia e que só se agravaria, caso as medidas do FMI e UE não resultassem nas consequências desejadas, pelo que, apesar dos riscos inerentes a esta medida a reestruturação da dívida continuou a ser uma opção viável para muitas nações europeias que mantiveram o medo de *default* durante bastante tempo (Sandoval *et al.*, 2011).

Blundell-Wignall e Slovik (2011) defendem que, quanto menor o défice primário e maior o *stock* inicial de dívida como parte do PIB, mais atrativa se mostra esta medida. O défice primário baixo indica que o governo já tomou medidas significativas para o eliminar na sua maior parte ou na totalidade e que ir mais longe poderá produzir outras dificuldades económicas.

### **Saída da União Monetária**

A saída de um país do MUE foi apontada como solução: a Alemanha ameaçou expulsar países fiscalmente irresponsáveis que não seguissem as diretrizes da União Económica Monetária (UEM) e, alguns políticos e economistas promoveram-na como sendo a melhor alternativa à austeridade e ao perigo dos *GIIPS* poderem potencialmente levar ao colapso de toda a Zona Euro (Sandoval *et al.*, 2011).

Russell Investments (2011) defende que a saída da União por parte de um ou mais países não era uma solução efetiva dado os grandes impactos que em si traria associados para todos os países, mostrando-se mais caro do que o resgate. Para além disso, os tratados, acordos e o sistema da moeda única não têm mecanismos legais para retirada ou expulsão do acordo. O autor acreditava que a saída de um destes países seria vista de tal modo negativamente pelos mercados que poderia até acelerar o desaparecimento definitivo da Zona Euro.

Como vimos, apesar de ter sido uma opção, não se mostrava muito plausível, pois a saída involuntária de uma nação dentro do MUE é ilegal e implicaria custos muito altos, como por exemplo, as despesas, as dificuldades físicas e logísticas e a incerteza associadas à emissão de moeda nacional por parte do país que saísse da União<sup>7</sup> (Sandoval *et al.*, 2011). Há que referir, neste ponto, que os contratos nacionais e internacionais acordados se encontravam denominados em Euros e que teriam que ser pagos na nova moeda (esta corria o risco de ser altamente depreciada). O país teria ainda que pagar uma nova taxa de câmbio sobre a sua dívida

---

<sup>7</sup> Russell Investments (2011) aponta para que a reintrodução da moeda nacional teria que ser feita virtualmente numa noite e lembra que com o Euro houve seis meses em que as duas moedas coexistiram em simultâneo.

soberana (denominada em Euro<sup>8</sup>), o que traria novos custos<sup>9</sup>, e as participações bancárias e outros ativos teriam que ser convertidos para a nova moeda (provavelmente perderiam valor). O banco central do país teria que decidir ainda as taxas de juro e a política monetária a adotar, podendo recorrer a uma desvalorização excessiva da moeda, para atenuar medidas de austeridade fiscal, tornando as suas exportações mais competitivas (Sandoval *et al.*, 2011). A nova moeda apresentaria dificuldades em se mostrar credível interna e externamente e o mercado temeria que a saída verificada por esse país fosse seguida por outros (Russell Investments, 2011). Em suma, todas estas consequências apontam para uma grande erosão de riqueza, que poderia trazer associada uma corrida dos aforradores e proprietários de ativos aos bancos, ou, para a evitar, o recurso à imposição de controlos de capital pelo Banco Central, violando eventualmente a legislação e afastando o país dos mercados de capitais por alguns anos (Russell Investments, 2011).

### **Títulos *Bail-In***

Esta medida consiste numa fiança em que os credores e depositantes sofrem uma perda nas suas participações. Apresenta-se diferente do resgate, uma vez que não implica que a perda seja feita por terceiros (por ex. dinheiro dos contribuintes). Na verdade, esta medida tem sido muito menos comum do que os resgates. Os resgates têm-se mostrado por vezes nocivos, levando alguns governos a querer exigir que os investidores e depositantes nos bancos façam uma perda antes dos contribuintes. Esta medida não apresenta o risco que apresentavam as medidas de *quantitative easing*, na medida em que satisfaz os dois critérios relativos à credibilidade das políticas: separação entre política monetária e fiscal e diminuição de perdas *deadweight* das falhas bancárias definitivas (Blundell-Wignall e Slovik, 2011).

Esta medida apresenta ainda assim algumas desvantagens para o devedor: custos a nível da reputação e aumento dos custos de financiamento nos mercados internacionais. É extremamente importante que esta medida permita efetivamente que a dívida se torne sustentável, isto é, que não exista perigo de reincidência, que poderia causar uma grave crise no sistema financeiro (crise económica profunda/ litígios, restrições de acesso a crédito nos mercados internacionais) e que não prejudique em demasia a atividade económica.

---

<sup>8</sup>As dívidas foram convertidas em Euros aquando da introdução da moeda única (Oliveira *et al.*, 2012).

<sup>9</sup> A taxa de câmbio tornaria os bens e serviços do país mais caros, o que seria um entrave à competitividade das exportações.

### ***International Institute of Finance (IIF)***

Entre as soluções apresentadas para garantir a viabilidade do Euro e diminuir a instabilidade vivida nos mercados encontrava-se a que apontava para um aumento do poder do EFSF, para que este lidasse com a deterioração dos países periféricos. Questionou-se ainda a viabilidade de uma reestruturação das dívidas, a intervenção do *Private Sector Involvement* (PSI) e a continuidade dos processos de ajustes fiscais e económicos que apontassem para uma maior competitividade (Russell Investments, 2011).

### **União Fiscal**

Das limitações da União renasceu mais clara e urgente a possível necessidade de abdicar da autonomia fiscal e orçamental que os Estados possuem (para suavização dos ciclos económicos), descreve Pinto (2014) e caminhar-se, tal como a nível da autonomia monetária e cambial, através do BCE, para uma regulação supranacional.

Como descreve Cunha (2011), países como a Alemanha balançaram entre a solidariedade e a crítica às más gestões e indisciplinas. E, a medidas como uma possível união fiscal, levantam-se fortes argumentos que apontam para o perigo do *moral hazard*, para o fosso a nível dos indicadores das diferentes economias e para a diversidade política e cultural.

Blundell-Wignall (2012) aponta para que a consolidação fiscal poderá passar por transferências dos países mais ricos para os mais pobres, por cortes nas dívidas dos que apresentam dívidas mais insustentáveis e pela emissão de *Eurobonds*.

Uma possível união fiscal poderia traduzir-se numa mutualização das dívidas, ou seja, numa junção das diferentes dívidas soberanas europeias da Zona Euro de modo a que os países passassem a partilhar uma dívida comum e única. Esta medida é apontada como podendo favorecer: uma solidificação da estrutura fiscal, uma fortificação dos sistemas financeiros, uma maior atratividade do mercado de capitais, uma credibilização da moeda única, um crescimento da competitividade, um maior equilíbrio orçamental, um incentivo à supervisão multilateral das políticas macroeconómicas e uma diminuição dos riscos soberanos isolados e de empréstimo.

Assim, surgem alguns críticos que defendem uma mutualização da dívida europeia. Uma hipotética mutualização da dívida conduziria à convergência dos riscos de *default*. Tal facto aponta para uma possível vantagem (maior controlo orçamental, com impactos na redução dos défices orçamentais) da mutualização das dívidas, mas também para o risco de *moral hazard*. O risco de crédito constitui um fator importante na compreensão dos movimentos dos *spreads*.

### **Emissão de *Eurobonds***

Monti (2010) argumenta que os mercados de obrigações atuais da Europa são menos líquidos do que os dos EUA e Japão, o que se traduz em custos mais elevados para os seus investidores, emitentes, outros devedores e cidadãos europeus. Surge então mais uma necessidade a esta União: a de dispor de novas organizações e regulamentação mais favorável e propícia a investimentos de longo prazo. Essa estrutura deverá dispor de fundos de ações de longo prazo e de estabilidade a nível dos mercados de dívida soberana, o que poderá surgir em resultado da criação e emissão de dívida pública através de títulos europeus, as chamadas *Eurobonds*. Esta medida é apoiada na Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), em França e noutros Estados-Membros (Blundell-Wignall, 2012). Favero e Missale (2010) acrescentam que obrigações da União poderiam representar uma alternativa de baixo risco, nos mercados de capital, e favorecer o Euro enquanto reserva de valor a nível internacional.

Às *Eurobonds*, garantidas por 17 membros, surgem vários opositores, alemães, finlandeses, holandeses e austríacos (Lachman, 2011).

As *Eurobonds* são apontadas por Bassanini e Reviglio (2011) como um instrumento financeiro capaz de promover a integração financeira e fiscal e o crescimento, mas com impacto limitado nos recursos públicos, defende Blundell-Wignall (2012), instrumento este capaz de oferecer vantagens, tais como, acrescenta Bassanini e Reviglio (2011): (i) aumento da credibilidade do Euro e maior standardização para instrumentos financeiros; (ii) infraestruturas de investimento mais desenvolvidas e atração de investimento de qualidade; (iii) maior sustentabilidade da dívida e (iv) maior acesso ao serviço da dívida/ financiamento. Há que referir que este último ponto poderá ser uma ajuda importante para os países mais periféricos da União, nomeadamente pela oportunidade de redução dos custos de emissão de dívida. Gabbi e Sironi (2012) defendem ainda que as *Eurobonds* podem aumentar a eficiência e liquidez do mercado e minimizar custos como os de comparação entre obrigações, sendo emitidas em grandes quantidades, num mercado muito competitivo onde participam investidores de todos os países.

No entanto, tal medida implicaria grandes ajustamentos e uma menor flexibilidade fiscal; incentivos errados teriam sérias repercussões e, em caso de recessão, de aumento dos custos das obrigações ou de queda dos *ratings*, o contágio no sistema bancário poderia ter impactos catastróficos. Por último, falta ainda referir que a nível político as barreiras seriam muitas, nomeadamente pela necessidade de grandes mudanças estruturais e de estratégias de crescimento (Claessens *et al.*, 2012).



Codogno *et al.* (2003) levantam dois cenários possíveis para os *spreads*: (i) os *spreads* são explicados pela dimensão da dívida que um determinado Estado-Membro emite e (ii) os *spreads* refletem características específicas do mercado primário onde as obrigações são emitidas (como é o caso do calendário, grau de eficiência do mercado primário e secundário). No primeiro caso só a convergência estrutural poderia conduzir a que a diferença de *spreads* desaparecesse, enquanto, no segundo, há margem para uma ação política estreita. É essencial compreender qual o cenário que corresponde à realidade, pois este definirá se as obrigações poderão deixar de ser percebidas pelo mercado como substitutos imperfeitos. Isto determinará se o objetivo de criar um mercado de obrigações europeu é exequível ou não.

Uma das dificuldades mais apontadas para a criação de um mercado de obrigações único é o risco de este mercado abrir espaço ao *moral hazard*, pois os diferentes *spreads* das obrigações do tesouro dos Estados-Membros constituem uma barreira a políticas fiscais irresponsáveis. De facto, entendendo os *spreads* como reflexo dos diferentes riscos entre Estados-Membros, estes (*spreads*) representam, atualmente, um bom indicador para uma alocação eficiente dos fundos e uma barreira a políticas fiscais irresponsáveis.

Concluindo, as *Eurobonds*, ainda que entendidas como um enorme desafio, poderão ser uma eventual resposta à necessidade da mudança estrutural e de crescimento, capaz de resolver alguns dos problemas atuais da Zona Euro e evitar a queda do Euro. Trata-se de um desafio na medida em que a sua efetivação implicaria: (i) uma enorme sensibilidade do crescimento de longo prazo aos custos de capital; (ii) a eliminação de desincentivos regulatórios contra investimentos de longo prazo – perigo de *moral hazard*; e (iii) a criação de políticas sólidas e novas instituições (contabilidade, supervisão e regras fiscais), infraestruturas, inovação e investigação, sendo que estas atrairiam investimentos privados de capital no longo prazo e projetos estratégicos. Leal (2016) aponta a emissão de *Eurobonds*<sup>10</sup> e a criação de reformas de promoção da eficiência do setor produtivo (entre os Estados-Membros da Zona Euro) como medidas de proteção dos países com dificuldades de financiamento, de suspensão das fugas de capital (para outros países da União Monetária) e de diminuição do peso dos juros das dívidas sobre a economia.

---

<sup>10</sup> Para um estudo mais aprofundado ler o discurso de Durão Barroso a 7 de setembro de 2010, data em que foi relançada a ideia de obrigações da União para o financiamento de investimentos de infraestruturas de longo prazo.

### 3.3.6. Os *HYPES*/ os *GIIPS*

Os *HYPES* correspondem a um conjunto de países periféricos da Zona Euro com dificuldades fiscais significativas que, a partir de 2007, sofreram uma forte pressão do mercado e viram o seu acesso aos mercados financeiros reduzido (Martinez *et al.*, 2016). Este grupo inclui a Grécia, a Irlanda, Portugal, Espanha e Itália (Barrios *et al.*, 2009; Sgherri e Zoli, 2009; Sandoval *et al.*, 2011; Arghyrou e Kantonikas, 2012). Estes países apresentaram os níveis de *yields* mais altos da Zona Euro e, destes, a Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha<sup>11</sup> sofreram resgates durante a crise financeira enquanto que Itália esteve perto de apresentar essa necessidade (Rankin, 2017).

Estes países foram alvo de uma grave crise de confiança e sofreram pressões políticas muito significativas - austeridade acompanhada de revolta e impaciência dos cidadãos que exigiam a saída da intervenção internacional, perturbações nos partidos, etc. (Russell Investments, 2011 e Sandoval *et al.*, 2011). Temia-se que um possível evento de *default* num dos países tivesse efeitos drásticos em todo o mundo (ex. EUA, Alemanha, Inglaterra e China), pusesse em causa o Euro e conduzisse, na Europa, a uma grande crise bancária europeia (Lachman, 2011 e Russell Investments, 2011). Russell Investments (2011) acrescenta que o sistema bancário global se encontrava exposto, direta ou indiretamente (através das contrapartes), à dívida soberana dos *GIIPS* e, como tal, o contágio afetaria também zonas fora da Europa.

Nos países periféricos verificou-se um aumento do nível das *yields*, diminuições das notações de *rating* das obrigações soberanas e, entre 2010 e 2011, a Grécia, a Irlanda e Portugal, viram-se obrigados a solicitar apoio financeiro externo, sendo ajudados pela *Troika*<sup>12</sup>, no campo de ação do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (Leal, 2016).

Jean-Claude Juncker, presidente da Comissão Europeia, felicitou recentemente a recuperação económica da Europa, que se apresenta em termos que seriam inimagináveis no auge da crise da dívida da Zona Euro em 2010 (Rankin, 2017).

Passamos agora a fazer uma breve análise dos *HYPES*.

#### Grécia

Antes de rebentar a crise, a Grécia já havia pedido emprestado muito dinheiro ao exterior para financiar o seu orçamento e défice de conta corrente. Os problemas fiscais da Grécia resultaram, portanto, de gastos excessivos, de défices prolongados (altos e subavaliados), de

<sup>11</sup> No caso de Espanha o resgate foi só à banca (*bailout* à banca espanhola).

<sup>12</sup> A *Troika* é constituída pelas três principais organizações (FMI, UE e BCE) envolvidas em resgates e programas de assistência para os países periféricos (Russell Investments, 2011).

má gestão económica, erros do governo e evasão fiscal (Sandoval *et al.*, 2011). A Grécia adotou a moeda única apenas a 1 de janeiro de 2001. Schuknecht *et al.* (2010) destacam os primeiros dez anos do MUE como uma década propícia desperdiçada pela Zona Euro como um todo, que comprometeu a credibilidade das regras orçamentais, devido à falta de disciplina fiscal e à preocupação em manter a sustentabilidade das finanças públicas. Para além das fraquezas governamentais a nível de competências foram reveladas práticas de corrupção, dados reportados erradamente e desobediência às regras europeias relativas à disciplina fiscal (Silva, 2015). Leal (2016) acredita que o facto de ter havido várias transgressões das regras orçamentais nacionais e supranacionais, por parte dos países membros da UEM, pode ter sido a causa da perda da relevância dada pelos investidores às regras orçamentais.

A 16 de outubro de 2009 a Grécia divulgou problemas fiscais que se mostravam piores que o esperado. Entre outros indicadores, George Papandreou anunciou que o *deficit* nacional representaria 12,7% do PIB, o que foi seguido imediatamente por uma tendência de subida das *yields* nos países periféricos (De Santis, 2012).

No ano de 2009, durante a crise financeira internacional, a deterioração das contas públicas gregas alertou os mercados para o risco de um eventual incumprimento de dívida e de um consequente contágio a outros países europeus.

A 4 de março de 2010, com vista a reduzir o défice orçamental de 12,7% para 8,7% do PIB até ao final do ano, o Primeiro-Ministro anunciou uma subida do IVA (19% para 21%), cortes nos subsídios de férias, Natal e Páscoa dos funcionários públicos e aumento de impostos (combustíveis, tabaco e bebidas alcoólicas)<sup>13</sup>. Este orçamento agradou o BCE, o FMI e a Comissão Europeia, mas gerou contestação no povo grego (Marques, 2011).

Perante a turbulência financeira, a aflição dos investidores perante o risco de *default*<sup>14</sup> e a preocupação de cortar o contágio dos países periféricos, a 11 de abril de 2010, a Zona Euro resolveu emprestar 30 mil milhões de Euros à Grécia, caso esta viesse a pedir apoio, sendo que, destes, 10 mil milhões correspondiam a uma contribuição do Fundo Monetário Internacional. Decorridos 4 dias, a Grécia oficializou um pedido de ajuda internacional e o FMI enviou uma missão ao país. Nos dias que se seguiram, os *spreads* das obrigações face à Alemanha continuaram a apresentar movimentos de subida, atingindo o nível mais alto até então desde a criação do Euro. Durante o mês de abril decorreram as negociações entre os técnicos da *Troika* e o governo da Grécia relativas às condições de empréstimo internacional. A Eurostat afirmou

---

<sup>13</sup> Os cortes no orçamento vieram a ter impactos no PIB e na confiança dos consumidores.

<sup>14</sup> Um evento de *default* soberano grego seria o maior incumprimento da dívida soberana de que há registo (Lachman, 2011).

que o déficit grego poderia ultrapassar os 14% do PIB (considerando os gastos com a Segurança Social) e a dívida total medida equivalia a 115,1% do PIB, o que conduziu a um aumento das *yields*. Neste mês a Moody's desceu a notação de *rating* deste emissor. No final do mês, a 23 de abril, George Papandreou, autenticou o pedido de ajuda aos países da Zona Euro e ao FMI<sup>15</sup>. A este pedido seguiu-se um novo plano de austeridade (24 mil milhões), que implicou um aumento do IVA e um congelamento salarial no sector público durante 3 anos (Marques, 2011).

A 2 maio de 2010, os ministros das Finanças do Eurogrupo chegaram a acordo com o FMI para disponibilizarem à Grécia um empréstimo de 110 mil milhões de Euros ao longo dos três anos seguintes. As medidas de austeridade equivaliam a 13% do PIB, tendo sido alvo de muitas críticas por parte dos gregos (Marques, 2011).

A 9 de maio de 2010, a UE criou o Fundo Europeu de Estabilização Financeira para salvaguarda contra uma crise mais ampla, via preservação da estabilidade financeira e assistência aos países membros. A UE comprometeu-se a acelerar reformas estruturais (evitar futuras crises), reforçar disciplina fiscal e estabelecer uma resolução da crise mais efetiva. Estas medidas permitiam aumentar a resiliência a choques económicos adversos, melhorar as perspetivas de crescimento a longo prazo e sustentar, também no longo prazo, as finanças públicas, no contexto do envelhecimento da população (Bassanini e Reviglio, 2011). O plano de recuperação económica europeia, que surgiu em resposta à crise, combina medidas de curto prazo com a aceleração das reformas estruturais (estabelecidas nas recomendações da *Estratégia de Lisboa*). Este pretendia estimular a procura, via aumento da confiança dos consumidores, assim como a diminuição do custo humano da recessão económica e dos impactos sobre os mais vulneráveis. A Europa começava a preparar-se para tirar o maior proveito do crescimento quando este retornasse.

O Programa de apoio financeiro do FMI foi implementado, mas desviou-se dos objetivos. Consequentemente, o FMI suspendeu temporariamente conversações com a Grécia sobre revisão do programa. Por um lado, o FMI assumiu um ritmo mais rápido do que o previsto, levando à intolerância dos gregos à austeridade e, por outro, as receitas fiscais e de privatização ficaram bem abaixo das metas do FMI (Lachman, 2011).

Apesar da austeridade, das ajudas externas e dos processos de privatização (correios, águas e sistema ferroviário) que se seguiram para reduzir a dívida pública, em junho de 2010, a Moody's anunciou um novo corte do *rating* da dívida soberana, para "lixo" (não viria a ser o único corte até ao final do ano). E, em outubro de 2011, aquando do anúncio do Orçamento

---

<sup>15</sup> Nesta altura o valor estimado que a Grécia poderia receber era de 45 mil milhões de Euros (30 mil milhões dos países da Zona Euro e 15 mil milhões do FMI) (Marques, 2011).

para o ano seguinte, os gregos viram anunciadas novas medidas de austeridade, com o objetivo de diminuir o déficit orçamental.

As condições das ajudas dadas à Grécia vieram, mais tarde, a ser melhoradas, na medida em que foi alargado o período de pagamento (de 3 para 7,5 anos) e, mais tarde, a taxa de juro do empréstimo baixou em 100 pontos base. A 27 de Abril de 2011 as *yields* aumentaram a níveis recorde, perante os receios de que pudesse ocorrer uma reestruturação da dívida. O *Financial Times* declarou que a UE tinha perdido a fé na Grécia e na sua capacidade de atender à sua dívida. Vários governos da Zona Euro declaravam que a reestruturação da dívida já não podia ser descartada (Sandoval *et al.*, 2011).

Concluindo, o início da crise grega expôs as fraquezas governamentais da Grécia, mas também da Zona Euro como um todo (Silva, 2015). Com o primeiro resgate da Grécia iniciou-se uma nova fase da crise europeia da Zona Euro. A somar ao seu resgate, as descidas sucessivas das suas notações de *rating*, criaram uma grande pressão nas obrigações soberanas dos países periféricos - destaque para Portugal e Irlanda<sup>16</sup> (Silva, 2015). A crise da Área Euro chegou ainda a causar à Grécia a retirada do mercado obrigacionista internacional e a causar, mais uma vez, uma pressão intensa nas obrigações dos outros países da MUE - destaque para a Irlanda, Portugal e Espanha (Arghyrou e Kantonikas, 2012). Atualmente, a Grécia aparenta estar em recuperação económica: as fábricas estão a expandir a sua produção e o desemprego a baixar. No entanto, apesar das esperanças após o período de austeridade, a verdadeira recuperação parece permanecer ilusória. As marcas da crise económica, que fizeram a sua economia contrair em 25%, são muito profundas e a carga da sua grande dívida pesa muito sobre a economia. A taxa de desemprego permanece a mais alta da Europa, cerca de 20%, no caso dos adultos em idade de trabalhar, e 45%, no dos jovens (Rankin, 2017).

## **Irlanda**

Os *spreads* da Grécia e da Irlanda foram os que sofreram um aumento mais significativo (Blundell-Wignall e Slovik, 2011). Na base dos problemas bancários da Irlanda estavam problemas relacionados com as falências que se seguiram ao período de *boom* (Blundell-Wignall e Slovik, 2011). Antes de rebentar a bolha imobiliária, a Irlanda apresentara uma indústria bem-sucedida de serviços financeiros, um mercado imobiliário forte e uma fase de crescimento económico real rápido - com investimento direto estrangeiro (Sandoval *et al.*,

---

<sup>16</sup> A título de exemplo, referimos a diminuição de *rating* português da agência Moody's em quatro níveis, referindo como motivo principal o contágio da Grécia (Silva, 2015). Também Gande e Parsley (2005) encontraram evidências de efeitos do contágio aquando da ocorrência de eventos de alteração da notação de *rating*.

2011). No entanto, a dependência forte dos setores de construção e financeiro juntamente com a crise financeira global conduziram o país para um período de deflação que afetou as famílias, os bancos e o governo. Em 2008, tornou-se no primeiro país da Zona Euro a entrar em recessão<sup>17</sup> (Sandoval *et al.*, 2011). Sandoval *et al.* (2011) apontam para o facto de que o défice fiscal na Irlanda se deveu ao custo de apoiar os bancos.

Acrescidas às preocupações do mercado, que temia o perigo de contágio e se questionava sobre a viabilidade do Euro, surgiram preocupações com o fraco crescimento e altos níveis de desemprego resultantes da consolidação fiscal e dos ajustes estruturais, nomeadamente pelo medo de que isto levasse a uma reestruturação das dívidas (Blundell-Wignall e Slovik, 2011).

Tal como a Grécia, a Irlanda apresentava uma carga de serviço de dívida muito acima da média da UE e uma probabilidade de *default* superior à média desta (Blundell-Wignall, 2012).

A 4 de novembro de 2010, a Irlanda apresentou um plano de austeridade, tendo em vista reduzir o défice orçamental para um valor entre os 9,25% e os 9,50% no ano seguinte. A 16 de novembro de 2010, o primeiro-ministro da Irlanda, Brian Cowen, anunciou que o país estava disponível para negociar com a *Troika* um programa de apoio à banca nacional. Ainda nesta data, garantiu que as finanças públicas da Irlanda estavam controladas (não pediu ajuda à UE), ainda que tenha admitido a situação de fragilidade do país. Ao fim de dois dias, a missão da UE e do FMI chegou à Irlanda e o governo irlandês aceitou o plano de contingência para garantir a sustentabilidade da banca. Assim, no dia 22 desse mesmo mês, a Irlanda apresentava-se como o segundo país a recorrer à ajuda internacional, cerca de seis meses depois da Grécia, para evitar o colapso financeiro do país (Marques, 2011). Também neste dia, o partido dos “Verdes” abandonou a coligação do governo, forçando o país a eleições gerais (as eleições legislativas vieram a ocorrer a 25 de fevereiro de 2011) e o Primeiro-Ministro decidiu dissolver o Parlamento (veio a ocorrer a 1 de fevereiro de 2011) após o orçamento que estabelecia cortes de gastos e novos impostos (Sandoval *et al.*, 2011 e Marques, 2011). A instabilidade política e a interpretação de que o pedido de ajuda agravaria as necessidades de financiamento governamentais levou a que a agência Standard & Poor’s descesse ainda nesse mês o *rating* das obrigações soberanas irlandesas. A Irlanda apresentou a 24 de novembro o plano de austeridade de 15 mil milhões de Euros (10 mil milhões fruto do corte de despesas e os restantes, fruto do aumento dos impostos), com a duração de quatro anos. A 28 desse mês, estabeleceu-se que a Irlanda receberia 85 mil milhões de Euros (à taxa média de 5,83%), sendo que, desses, 17,5 mil milhões foram financiados com recursos irlandeses. Desse total, 35 mil milhões foram para o

---

<sup>17</sup> A sua produção caiu 10% e a taxa de desemprego aumentou de 4,5%, em 2007, para 13%, em 2010 (Sandoval *et al.*, 2011).

sector bancário, sendo que 10 mil milhões foram de imediato. Também a agência Fitch reduziu a sua notação de *rating* (para BBB+), no início do mês. No final de dezembro, o segundo maior banco irlandês, o Allied Irish Banks (AIB), que tinha perdido em dois anos 80% do seu valor de mercado, sofreu uma injeção de 3,7 mil milhões de Euros. No início do ano de 2011, a Irlanda recebeu a primeira parcela da ajuda, de 85 mil milhões, através do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira, da qual pagaria 6% de taxa de juro. A Irlanda sofreu ainda algumas quedas de *rating* e, a 15 de abril de 2011, a Moody's colocava-a próxima da notação de “lixo” (Marques, 2011).

A Grécia e Irlanda tiveram acesso a recursos que evitaram que estas tivessem que ir aos mercados buscar financiamento adicional, o que assinala uma maior probabilidade de reestruturação (Blundell-Wignall e Slovik, 2011). O setor bancário do país apresentava, em 2010, uma exposição bastante pequena à dívida soberana, o que, entre outros fatores, aos olhos do mercado, aumentava a probabilidade de vir a ocorrer uma reestruturação (Blundell-Wignall e Slovik, 2011).

O resgate da Irlanda gerou um sentimento especulativo de que Portugal exigiria um resgate semelhante, pois compartilhava de alguns sintomas da Grécia e Irlanda (Sandoval *et al.*, 2011).

Em 2015 verificou-se um aumento do crescimento económico; no entanto, a Irlanda vem ao longo dos anos, até hoje, a mostrar-se altamente dependente de algumas empresas, o que a deixa economicamente vulnerável. Mais recentemente, apesar do impacto do *Brexit*, o Banco da Irlanda continua a prever o crescimento da economia irlandesa, embora com uma taxa mais baixa. No entanto, nem todos se mostram convictos quanto ao seu crescimento (Rankin, 2017).

## **Portugal**

Após a adoção do Euro viveu-se em Portugal um *boom* económico e um aumento da volatilidade do sistema bancário (Sandoval *et al.*, 2011). Este período de prosperidade veio a ser quebrado no período das crises, período em que Portugal veio a sofrer as consequências de anos de políticas erradas. A má gestão política, fiscal e financeira teve impactos orçamentais e macroeconómicos enormes e conduziu aos níveis de dívida pública que se verificaram aquando das crises, assim como aos consequentes resgates internacionais. Para além disso, os erros políticos e macroeconómicos impossibilitaram a sustentabilidade das contas públicas e o crescimento do país e levaram a uma incerteza financeira que se traduziu num aumento substancial na perceção da aversão ao risco (Garcia e Gimeno, 2014). Os investidores mostraram um comportamento de fuga para a segurança e liquidez, o que representou, entre outras consequências, um aumento dos prémios de risco de crédito exigidos.

A 11 de março de 2011, o governo anunciou o reforço das medidas de consolidação orçamental, como meio de precaução (PEC IV – Plano de Estabilidade e Crescimento IV). No entanto, o Partido Social Democrata (PSD) anunciou que não validava as medidas de austeridade, obrigando o Primeiro-Ministro, José Sócrates, a convocar um Conselho de Ministros extraordinário. José Sócrates fez então uma comunicação a Portugal em que alertou para o facto de que uma crise política só agravaria a situação do país. No dia seguinte a estes acontecimentos a agência Moody's baixou a notação de *rating* da dívida portuguesa de A1 para A3 (Marques, 2011).

O governo português viu-se obrigado a ajustes fiscais repetidos, que se tornavam cada vez mais difíceis, devido à forte oposição política (Sandoval *et al.*, 2011). De facto, a 23 de março de 2011, a oposição *chumbou* o que era o quarto pacote de austeridade num ano (PEC IV) e o Primeiro-Ministro de então, José Sócrates, apresentou a sua demissão (Marques, 2011 e Sandoval *et al.*, 2011). Ao anunciar a sua demissão ao país, criticou os partidos da oposição, dizendo que estes rejeitaram todas as medidas que o governo propôs para evitar que Portugal tivesse de recorrer a uma ajuda externa, sem apresentar nenhuma negociação ou espaço para o debate político (Marques, 2011).

Nos dias que se seguiram as agências Fitch e Standard & Poor's baixaram os *ratings* da dívida soberana portuguesa na mesma dimensão (dois níveis), devido à queda do governo, ainda que a primeira agência tenha afirmado que a crise política não teria implicações para o país (Marques, 2011). A 29 de março, um novo corte de *rating* por parte da S&P (de BBB para BBB-) era reflexo de que os mercados entendiam a classificação de crédito como “próxima de lixo” e as *yields* aumentaram acima dos 8% (Sandoval *et al.*, 2011). No primeiro de abril, a Fitch atribuiu também à dívida portuguesa a notação de próxima de “lixo” (de A- para BBB-). A 5 de abril, a Moody's ameaçou reduzir ainda mais o *rating* aquando da descida que fez de A3 para Baa1 (Marques, 2011). Hofmann *et al.* (2017) apontam que os cortes de *rating* da dívida soberana portuguesa estiveram associados ao alto endividamento do setor público e privado, ao baixo crescimento económico e à debilidade do setor bancário. A 6 de abril de 2011, apenas um dia depois, Portugal confrontou-se com a necessidade de pedir um resgate à UE de imediato. Ainda que apresentasse níveis de dívida pública bastante inferiores aos da Grécia e um setor bancário mais estável que o da Irlanda, juntava-se à crise de dívida pública, à semelhança daqueles dois países (Sandoval *et al.*, 2011). Os fundos de resgate mostravam-se suficientes para lidar com a situação de Portugal, mas crescia a especulação e o medo de que Espanha fosse também abalada, precisando de um resgate similar ao da Irlanda, Grécia e Portugal. Consequentemente, isso levou ao reavaliar das estratégias de resgate da UE e FMI e ao surgir



de pedidos alternativos para reestruturação (Marques, 2011 e Sandoval *et al.*, 2011). Alguns analistas sugeriam que os resgates forneciam apenas uma solução de curto prazo, uma vez que não abordam os problemas fundamentais das economias dos *GIIPS* e as falhas inerentes ao Euro. Estes assinalavam que os países não têm controlo sobre a moeda única, que é uma ferramenta vital necessária para a recuperação económica pós-crise financeira e questionavam se os cidadãos estariam dispostos a continuar a sofrer a austeridade e mudanças institucionais enquanto preço da defesa do Euro (Sandoval *et al.*, 2011).

A 11 de abril, a missão da Comissão Europeia chegou a Lisboa e o funcionário do FMI, Poul Thomsen, assumiu a liderança da equipa do Fundo Monetário Internacional nas negociações com Portugal. Antes do mês terminar, o Instituto Nacional de Estatística (INE) reviu o défice de 2010 para 9,1% do PIB (Marques, 2011).

Foi a 3 de maio que Portugal soube que o valor total do plano de ajuda se apresentaria inferior ao mencionado na reunião do *Ecofin* (78 mil milhões ao invés de 80 mil milhões de Euros) e o Primeiro-Ministro anunciou o acordo com a *Troika*. A 16 de maio o Ministro das Finanças do *Eurogrupo* e o da UE aprovaram o plano de ajuda a Portugal, anunciando que a primeira parcela deveria chegar ainda antes das eleições de 5 de junho e seria no valor de 18 mil milhões de Euros (Marques, 2011).

Atualmente, Portugal parece recuperar do resgate de 2011, e estar à beira da expansão económica mais rápida das últimas duas décadas. A agência S&P atribuiu um *rating* de investimento a Portugal, sendo a primeira a retirar a notação de crédito de Portugal de “lixo” (Caetano, 2017). O governo do Primeiro-Ministro António Costa justifica o sucesso económico ocorrido fruto do abandono da austeridade imposta pela UE e FMI, em 2011-2014. Os salários e as pensões do setor público foram restabelecidos aos níveis anteriores à crise; todavia, é espetável que o governo venha a enfrentar discórdias com a UE, uma vez que Bruxelas pretende reduzir as dívidas de Portugal (Rankin, 2017).

## **Espanha**

A economia espanhola viveu um forte crescimento liderado pelo *boom* da habitação. No entanto, esse período, de cerca de 15 anos, terminou aquando do contágio fortíssimo que sofreu da crise financeira global; o plano de recuperação económica europeia de cortes nas despesas públicas fez com que Espanha sofresse uma maior agitação social. Espanha passava então por uma quebra drástica da produção, fruto da queda das exportações e consumo privado; uma queda das importações e um disparar da taxa de desemprego (atingiu os 20%). No espaço de

apenas dois anos (2007-2009) o *superavit* de 2% foi substituído por um déficit de 11,2% (Sandoval *et al.*, 2011).

Este país partilhou das fraquezas das três economias anteriores e perdeu a sua competitividade, passando a apresentar, tal como Grécia e Portugal, um grande déficit da conta corrente e um estreitamento das *yields* (Sandoval *et al.*, 2011).

O Primeiro-Ministro, José Luis Zapatero, em 2011, não buscou a reeleição, aumentando a incerteza do futuro fiscal (Sandoval *et al.*, 2011).

Os bancos espanhóis, em 2010, apresentavam uma grande exposição à dívida soberana espanhola, pelo que um possível *haircut* teria neles um grande impacto, nomeadamente nos dois maiores nacionais (Blundell-Wignall e Slovik, 2011). O impacto não seria apenas nos bancos nacionais, mas também em bancos como os alemães que se encontravam expostos à dívida espanhola. Isto reforçava a convicção do mercado de que a dívida soberana não seria alvo de uma reestruturação.

A 9 de junho de 2010, o ministro da economia espanhol anunciou que Espanha havia pedido ajuda europeia para refinarçar o sistema financeiro. O setor bancário apresentava dificuldades fruto do processo de consolidação imposto pelo Banco de Espanha de 2010. O setor bancário recebeu assim um resgate em 2012 que envolveu um empréstimo internacional de cerca de 40 mil milhões de Euros, valor que correspondeu à estimativa feita pelo FMI, a 9 de junho (DN Economia, 2012 e Suspiro, 2016).

Atualmente, Espanha apresenta-se como um dos casos de maior sucesso da Zona Euro, fazendo com que alguns economistas a apontem como modelo. Em julho de 2017, a quarta maior economia da Zona voltou ao tamanho que mostrava no período pré-crise. A taxa de desemprego reduziu aceleradamente embora permaneça alta e se mostre a segunda maior na Europa (a primeira é a Grécia). A desigualdade aumentou e o crescimento dos salários continua baixo (Rankin, 2017).

## **Itália**

A confiança no mercado italiano foi abalada aquando da crise financeira global, com repercussões nomeadamente no seu comércio. Itália, uma das maiores economias do continente, sofreu uma queda global da procura (queda das exportações e diminuição do consumo privado) e uma diminuição da produção (Sandoval *et al.*, 2011 e Russell Investments, 2011). O país sentiu ainda medo de reações desfavoráveis do mercado, que limitariam a sua capacidade de estimular a economia, nomeadamente via política fiscal (Sandoval *et al.*, 2011).

Itália, durante a crise, apresentou níveis de dívida soberana muito altos, mas taxas de desemprego e níveis de défices dos mais baixos dos *GIIPS*, sendo por isso tida como o país mais seguro entre os restantes do grupo dos *HYPES*, no período (Russell Investments, 2011 e Sandoval *et al.*, 2011).

A dívida pública geral aumentou para 122,14% do PIB em 2010. Em 2010 sofreu uma queda na procura dos seus títulos, sendo que os *spreads* aumentaram cerca de 6% (Sandoval *et al.*, 2011 e Russell Investments, 2011). Neste período, mais de metade dos títulos foram detidos domesticamente (Russell Investments, 2011).

No dia 25 de junho de 2017 o governo italiano anunciou, em conselho de ministros, a criação de um pacote financeiro de, no máximo, 17 mil milhões de Euros (o gasto imediato do governo seria de cerca de 5 mil milhões) de resgate à banca (Banca Popolare di Vicenza e Venero Banca). O Mecanismo Único de Resolução concluiu que as entidades não cumpriam as condições para serem alvo de uma medida de resolução ao abrigo das regras europeias (Negócios, 2017).

Recentemente, Itália, a terceira maior economia da Zona Euro, beneficia do crescimento da Europa, ainda que mantendo algumas preocupações. O desemprego está a cair; as fábricas intensificam a produção, fruto do aumento da procura; o resgate do banco mais antigo da Itália e o resgate de dois credores aumentaram a confiança de mercado. No entanto, as dívidas incobráveis constituem um peso para a economia. Surgem assim, a nível político, com as eleições de 2018, dúvidas, quanto à possibilidade de realizar reformas que têm vindo a ser muito procuradas - aumentar a produtividade, reduzir as dívidas e aumentar os fundos para as universidades (Rankin, 2017).

#### 4. Base de Dados e Metodologia

A informação das variáveis foi extraída de diferentes bases de dados: a relativa ao crescimento do PIB e à balança de pagamentos foi retirada da base de dados do Eurostat; a correspondente às intervenções do BCE foi obtida das conferências de imprensa que se encontram no *site* do BCE; a referente ao Euro Stoxx 50 foi extraída do Yahoo Finance; a restante foi retirada da Bloomberg. As variáveis encontram-se numa base trimestral e são referentes ao período compreendido de 30 de junho de 2002 a 31 de dezembro de 2016 (59 trimestres).

O período foi escolhido com o objetivo de oferecer uma amostra significativa e compreender fases que sofreram choques significativos na economia global e europeia e consequentemente se traduziram em grandes impactos no *spread* das *yields* e das variáveis explicativas do modelo. Entre elas destacamos: (i) o período pós-entrada do Euro, (ii) a Crise Global Financeira (janeiro 2007 – outubro 2009) e (iii) o período de maior intensidade da Crise de Dívida Europeia (novembro 2009 – julho 2012). O período termina em 2016 com o objetivo de oferecer uma análise atual da conjuntura económica europeia e suas necessidades e, consequentemente, abrir espaço a uma reflexão sobre as medidas de longo prazo que poderão permitir a estabilidade europeia e do Euro (quais as mais viáveis dadas as necessidades e condições para o mercado).

O modelo pretende analisar as cinco *performances* económicas mais débeis da União Europeia – Portugal, Itália, Espanha, Grécia, Irlanda - em comparação com a mais forte, a Alemanha, que servirá como *benchmark*.

A escolha destes países permite, por um lado, garantir um painel de heterogeneidade, no contexto dos países periféricos da Zona Euro; por outro lado, a revisão de literatura aponta para que a variável dependente e as independentes, ao longo do período analisado, apresentaram evoluções semelhantes, assim como as variáveis independentes exibiram impactos equivalentes na variável dependente.

Os cinco países foram em larga medida afetados pela crise e apresentaram dívidas soberanas dificilmente sustentáveis. Em contrapartida, a Alemanha apresenta a dívida com maior sustentabilidade da Zona Euro, as *yields* mais baixas e o *rating* mais elevado. As suas obrigações são em muitos estudos consideradas como de risco zero e os seus títulos atingiram um estatuto de referência durante a crise de dívida soberana da Zona Euro, servindo até de instrumentos de *hedging* (Barbosa e Costa, 2010 e Lipp, 2015).

Como apontado na revisão de literatura, antes dos primeiros sinais da crise financeira global, os *spreads* foram principalmente impulsionados por um modelo de convergência (Afonso *et al.*, 2015), isto é, o MUE, numa primeira fase conseguiu produzir os efeitos pretendidos de eliminação de flutuações e rácios de diferenciação de riscos, até ao romper da crise em 2007.

O presente modelo pretende capturar os fatores que influenciam o preço das obrigações a 10 anos<sup>18</sup> de alguns países periféricos<sup>19</sup> da Zona Euro. Para tal, compara as *yields* destes países com as da Alemanha (*benchmark*), no período compreendido entre junho de 2002 e dezembro de 2016.

O modelo toma como variável dependente a variação percentual dos *spreads* das dívidas soberanas, isto é, a variação percentual das diferenças das *yields* das obrigações de dívida soberanas dos cinco países selecionados face à Alemanha, para a maturidade de 10 anos. Os fatores que usamos como variáveis explicativas do modelo podem ser divididos em dois grupos: as variáveis associadas ao risco sistemático e as que se ligam ao risco específico (ou não sistemático). Estes conjuntos de variáveis agregam os tipos de risco considerados pelos investidores quando atuam neste tipo de mercado. A base de dados usa os valores de fim do trimestre ou, na ausência de valores para o último dia do trimestre, o valor mais próximo desta data, se pertencente a esse mesmo trimestre.

O primeiro grupo, o das variáveis associadas ao risco sistemático, corresponde a variáveis de mercado (fatores comuns aos vários países), que afetam todos os agentes de mercado tais como o ZEW, o *Climate Indicator* e a Euribor a 6 Meses. Este fator de risco não é diversificável e surge a partir do ambiente de mercado externo, fruto de mudanças na política monetária ou risco internacional - incerteza global e/ou aversão ao risco (Silva, 2015). Por sua vez, o segundo grupo corresponde a variáveis específicas dos países em análise, apontando este grupo para variáveis macroeconómicas, tais como o Saldo Orçamental, Dívida Pública Soberana, entre outros. Este último grupo aponta para o risco de liquidez.

A Tabela 1 apresenta a descrição das variáveis incorporadas no nosso modelo.

---

<sup>18</sup> Os impactos das variáveis explicativas são particularmente influentes para maturidades de 10 anos (Oliveira *et al.*, 2012).

<sup>19</sup> Entenda-se o critério de país periférico da Zona Euro não apenas como critério geográfico, mas também económico.

**Tabela 1: Descrição das variáveis explicativas incluídas na regressão e respetivo sinal esperado**

O painel A e B apresentam as variáveis de mercado e as variáveis macroeconómicas incluídas no modelo. As informações relativas à Balança de Pagamentos, Dívida Soberana, Saldo Orçamental e Crescimento do PIB foram retiradas da base de dados do Eurostat. A informação correspondente às intervenções do BCE foi obtida no *site* do BCE. Os dados referentes ao Euro Stoxx 50 foram extraídos do Yahoo Finance. Os restantes dados foram retirados da Bloomberg. Todas as variáveis encontram-se numa base trimestral.

Nome	Descrição	Sinal
<b>Painel A: Variáveis de Mercado</b>		
$\Delta$ EUR6M	Variação percentual trimestral da Euribor a 6 Meses, retirada da Bloomberg.	+
$\Delta$ ZEW	Variação percentual trimestral do ZEW, retirado da Bloomberg.	+
$\Delta$ CLIND	Variação percentual trimestral do indicador <i>Climate Indicator</i> , retirado da Bloomberg.	-
$\Delta$ EURSTOXX50	Variação percentual do retorno trimestral baseado no EURO STOXX 50, retirado do Yahoo Finance.	-
$\Delta$ VIX	Mudanças percentuais trimestrais implícitas na volatilidade das opções do EURO STOXX 50 negociadas na Eurex e refletidas pelo Dow Jones EURO STOXX 50 <i>Volatility Index</i> (VSTOXX). Valores retirados da Bloomberg.	+
BCE	A variável <i>dummy</i> assume o valor 1 se o BCE anunciar alguma medida de <i>quantitative easing</i> durante o trimestre e zero caso contrário. Informação extraída do <i>site</i> do BCE.	-
<b>Painel B: Variáveis Específicas do País</b>		
$\Delta$ BLCPGM	Variação percentual da Balança de Pagamentos trimestral. Dados retirados do Eurostat.	-
$\Delta$ DIV	Variação percentual da Dívida absoluta trimestral. Informação retirada do Eurostat.	+
$\Delta$ SLORC	Variação percentual do saldo orçamental trimestral do governo. Informação extraída da Eurostat.	-
$\Delta$ DESEMP	Variação percentual da taxa de desemprego trimestral, retirada da Bloomberg.	+
$\Delta$ INFL	Variação percentual da taxa de inflação trimestral, extraída da Bloomberg.	+
$\Delta$ DESPCORR	Variação percentual das despesas correntes trimestrais. Informação extraída da Bloomberg.	+
PIB	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 quando o PIB, no trimestre, apresenta um valor superior ao valor de PIB do ano homólogo e zero caso contrário. Dados extraídos da Eurostat.	-
AUMRATING	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 quando, no trimestre, o efeito prelevante das agências de <i>rating</i> (Fitch, S&P e Moody's) foi de aumento da notação de <i>rating</i> . E zero caso contrário. Dados recolhidos da Bloomberg.	-
DIMRATING	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 quando, no trimestre, o efeito prelevante das agências de <i>rating</i> (Fitch, S&P e Moody's) foi de descida da notação de <i>rating</i> . E zero caso contrário. Dados recolhidos da Bloomberg.	+

## 4.1. Variáveis de Mercado

### 4.1.1. Risco Internacional

O fator de risco internacional pretende capturar a incerteza global e o nível de aversão ao risco presente no mercado (Barbosa e Costa, 2010). Ao incluirmos variáveis que reflitam este risco esperamos encontrar uma relação entre os níveis de aversão ao risco prevalecentes e as mudanças no preço do risco dos investidores. Os resultados de Silva (2015) provaram que o fator risco internacional assume um papel importante na explicação dos *spreads*, na medida em que permite aferir do nível de apetite pelo risco pelos investidores.

De modo a incluir este fator de risco na nossa regressão selecionámos o índice de Volatilidade do Dow Jones Euro Stoxx 50 - VIX (volatilidade implícita nas opções do Euro Stoxx 50, negociadas no Eurex)<sup>20</sup>.

### $\Delta$ VIX

O VIX (Europa) é o índice de volatilidade mais utilizado a nível de índices de volatilidade europeus (*benchmark*). Este índice de volatilidade de ações mede a volatilidade média implícita no preço das opções de curto prazo ATM (*At the Money*), em tempo real, negociadas na Eurex com o ativo subjacente Dow Jones Euro Stoxx 50. Esta projeção é feita para refletir as expectativas do mercado de curto prazo até à volatilidade de longo prazo, medindo a raiz quadrada da variância implícita em todas as opções de um determinado momento até à maturidade.

Em períodos de maior instabilidade de mercado prevê-se um aumento significativo do VIX (Silva, 2015). Isto conduz-nos logo à partida a uma expectativa de relação positiva entre a variação do VIX e o nível das *yields*. Por outro lado, Oliveira *et al.* (2012) referem que o valor de mercado da dívida tem características semelhantes a uma posição curta numa *put option*. Uma vez que o valor das opções aumenta na presença da volatilidade é mais provável que esta seja exercida e consequentemente o *spread* aumente. Com base nesta última análise, também se espera uma relação positiva entre a volatilidade dos ativos e a variação do *spread* das obrigações. Por outras palavras, um aumento da volatilidade aumenta o nível de risco de mercado e portanto a probabilidade de *default*, aumentando o nível dos *spreads*.

---

<sup>20</sup> Silva (2015), Mody (2009), Beber *et al.* (2009) e Gerlach, Schulz e Wolff (2010) consideraram o VIX uma variável que traduz bem o factor de risco internacional.

#### 4.1.2. Sentimento económico

Para incluir o sentimento económico na regressão seleccionámos as seguintes variáveis:  $\Delta$  *Climate Indicator*,  $\Delta$  ZEW.

##### $\Delta$ *Climate Indicator*

O *Climate Indicator* pretende fornecer uma avaliação clara e atempada da situação da Zona Euro e está relacionado com a respetiva produção industrial (Jesus, 2010 e Silva, 2015). Para isso baseia-se em questionários de gestão mensais. Esperamos que uma variação negativa deste indicador se traduza num aumento da variável dependente – relação negativa. Jesus (2010) alerta para a possibilidade desta variável estar correlacionada com o PIB. Como veremos mais à frente iremos separar estas variáveis de modo a que a variável  $\Delta$  *Climate Indicator* não roube poder explicativo à variável  $\Delta$  PIB e vice-versa.

##### $\Delta$ ZEW (*Economic Sentiment*)

O ZEW é um indicador que traduz o parecer de cerca de 350 economistas e analistas de mercado sobre o futuro económico da Alemanha nos seis meses seguintes à realização de um questionário realizado com base mensal. O indicador vai ponderar, portanto, opiniões de analistas e economistas que se encontram mais optimistas e de outros que se encontram mais pessimistas e, dessa forma, chegar a um valor que poderá ser positivo ou negativo consoante a expectativa prevalecente for de melhoria ou de degradação da situação económica da Alemanha, respetivamente (Jesus, 2010).

A uma variação positiva do ZEW poderá associar-se, por um lado, um aumento dos *spreads* na medida em que o otimismo económico associado à Alemanha poderá levar os investidores a uma maior procura das obrigações deste emissor e a uma menor exigência a nível das *yields* deste, o que fará com que, assumindo *yields* constantes para os países periféricos, os *spreads* aumentem; por outro lado, uma diminuição dos *spreads*, na medida em que um decréscimo de confiança nas obrigações da Alemanha poderá conduzir também a uma descida de confiança nas obrigações dos países periféricos. Esperamos que o efeito prevalecente da relação entre a variável dependente e independente seja o positivo, isto é, que o efeito de uma variação positiva do ZEW seja o aumento das *yields*.



### 4.1.3. Variáveis de Mercado

Incluimos um grupo de risco que pretende refletir no modelo o risco sistemático, isto é, os fatores de risco comuns aos cinco países em análise. Para incluir este risco na regressão optámos por introduzir as variáveis  $\Delta$  Euro Stoxx 50,  $\Delta$  Euribor 6 M e variável *dummy* anúncios BCE.

#### $\Delta$ (Dow Jones) EURO STOXX 50

O Euro Stoxx 50<sup>21</sup> é um índice de bolsa que cobre os 50 líderes dos grandes setores da Zona Euro através de 50 ações da Área Euro. O valor do índice corresponde ao retorno médio mensal (calculado em Euros) do mercado acionista e, como tal, pode ser analisado como indicador de *performance* das ações da Área Euro. Este indicador reflete fundamentos empresariais e está relacionado com a riqueza geral da economia.

Uma vez que o valor dos ativos de mercado não é observável o Euro Stoxx 50 pode ser usado como representativo da liquidez dos *stocks* das empresas que operam na Área Euro (Oliveira *et al.*, 2012).

Este indicador é considerado o *benchmark* no cálculo dos retornos do mercado acionista europeu, por essa razão e pelas informações que podemos extrair deste indicador atrás apontadas incluímo-lo na regressão.

Esperamos que uma variação positiva do índice se traduza numa diminuição dos *spreads* das *yields*. É de notar que esta variação terá impacto quer nas *yields* dos países em análise quer nas *yields* da Alemanha; no entanto, esperamos que o impacto seja superior nos níveis das *yields* dos países periféricos. Em breves palavras, esperamos uma relação negativa entre a variável em estudo e os níveis de *spreads*.

A inclusão desta variável no modelo pretende integrar o risco internacional, uma vez que este traduz um risco externo aos países, em análise, mas que afeta os diferentes países selecionados.

#### $\Delta$ Taxa Euribor 6M

A Euribor (*Euro InterBank Offered Rate*) introduzida aquando da introdução do Euro, em 1999, é considerada o *benchmark* no universo de empréstimos a curto prazo em Euros.

Esperamos uma relação positiva entre a variação da taxa Euribor a seis meses e o nível das *yields*.

---

<sup>21</sup> Oliveira *et al.* (2012) referem que os modelos estruturais consideram os valores de ativos como uma das mais importantes variáveis para os *spreads* de crédito.

### Variável *dummy* Anúncios BCE

A *dummy* anúncios BCE assume o valor de 0 quando o BCE, durante o trimestre, não anunciou nenhuma intervenção de *quantitative easing* e 1 quando o BCE durante o trimestre fez algum anúncio.

Com a criação do MUE, em 1998, o BCE assumiu a Política Monetária a ser seguida pelos Estados-Membros. O principal objetivo do Banco Central Europeu é manter a estabilidade de preços do Sistema Euro e a Política Única Monetária, como tal busca garantir que a estabilidade de preços (política monetária) contribui para o crescimento económico e para criação de emprego. Para atingir estes objetivos o BCE recorre a medidas convencionais e não convencionais. As medidas não convencionais ganharam relevância na sequência da crise da dívida soberana da Zona Euro, depois de 2009, com o intuito de evitar subidas drásticas das *yields* soberanas dos países periféricos. Estas complementam as medidas convencionais através de programas de compra de ativos, são exemplo programas de compra em mercado secundário de obrigações soberanas, tais como o OMT. As medidas não convencionais têm sido alvo de muitos debates e críticas (Silva, 2015). Valiante (2011) apresenta as duas objeções feitas ao *quantitative easing*: (i) risco de *moral hazard* e (ii) risco de violar o estatuto do BCE e do Tratado Europeu de missão de estabilidade de preços. Zingales (2011) defende que se o BCE não provar ao mercado que está a tomar todas as medidas ao seu alcance para evitar o *default* a situação não estabilizará.

Concluindo, de modo a capturar o impacto dos anúncios das medidas de política monetária do BCE, incluímos na regressão a variável *dummy* anúncios do BCE. A compra de títulos europeus por parte do BCE, no mercado secundário, tem como objetivo suportar os preços e dar liquidez, isto é, corresponde a uma medida de esterilização, na medida em que corresponde a uma forma de injetar dinheiro na economia (Blundell-Wignall e Slovik, 2011). Esta medida corresponde a uma medida não convencional. O efeito esperado das medidas de *quantitative easing* é de que conduzam a uma diminuição das *yields* (quando a *dummy* assume o valor 1 esperamos uma variação negativa das *yields*).

Selecionámos seis anúncios do BCE, após a análise das conferências de imprensa do BCE (*ECB Press Release* 2009, 2010, 2011, 2014, 2015, 2016).

### 4.2. Variáveis Específicas do País: Risco de Crédito Soberano

Entre os fatores que afetam os *spreads* das *yields* das obrigações soberanas encontramos a perceção que os investidores têm da qualidade creditícia de um país, que se irá traduzir no prémio do risco de crédito (Silva, 2015). Para analisar esta componente de risco selecionámos as seguintes variáveis macroeconómicas e financeiras: variável *dummy* crescimento do PIB,  $\Delta$

balança de pagamentos,  $\Delta$  dívida,  $\Delta$  saldo orçamental,  $\Delta$  taxa de desemprego, variável *dummy* aumento da notação de *rating*, variável *dummy* diminuição de notação de *rating*,  $\Delta$  despesas correntes e  $\Delta$  taxa de inflação. Para capturar os sentimentos dos investidores sobre a probabilidade de *default* dos países emissores selecionámos dados históricos e, posteriormente, com as regressões calculadas estimámos o impacto de variações nas realidades macroeconómicas selecionadas nas decisões de investimento.

Durante períodos de desaceleração (aceleração) económica num país a qualidade creditícia do país em questão tenderá a deteriorar-se (melhorar) e, conseqüentemente, as *yields* das obrigações do país tenderão a aumentar (diminuir) (Bernoth *et al.*, 2012). As variáveis incluídas neste grupo refletirão a *performance* económica, sendo que uma deterioração (apreciação) da mesma se traduzirá num aumento (diminuição) das *yields*.

### **Variável *dummy* crescimento Homólogo PIB (preços correntes)**

O PIB reflete a riqueza que um país consegue gerar e, como tal, foi incorporado no modelo com vista a integrar a *performance* das economias. Poderá ser ainda uma ferramenta útil para estabelecer comparações entre os países e servir de referência a políticas económicas, nomeadamente a nível da sustentabilidade orçamental.

Espera-se que uma evolução positiva do PIB se traduza numa variação negativa das *yields* de dívida pública. Conseqüentemente, no presente modelo, esperamos que um aumento do PIB dos países selecionados se reflita numa diminuição dos *spreads* (relação negativa entre PIB e *spreads*).

A *dummy* crescimento do PIB assume o valor de 0 quando o PIB não cresceu face ao período homólogo (decreceu ou manteve-se constante) e 1 quando o PIB cresceu face a esse período.

### **$\Delta$ Balança de Pagamentos**

A balança de pagamentos é um indicador da contabilidade nacional que traduz todas as relações comerciais de um país com o resto do mundo. Os países em análise são economias abertas pelo que a balança de pagamentos poderá apresentar-se deficitária ou excedentária, consoante o que entra num país (pelas exportações de produtos, serviços, capitais financeiros e transferências comerciais) seja inferior ou superior, respetivamente, a tudo o que sai desse mesmo país (pelas importações de produtos, serviços, capitais financeiros e transferências comerciais).

Espera-se que uma variação positiva da balança de pagamentos se traduza numa diminuição das *yields* e, conseqüentemente, numa diminuição dos *spreads* (variação negativa entre balança de pagamentos e *spreads*).

### **Δ Dívida Pública Soberana**

A dívida pública corresponde aos montantes em dívida das administrações públicas em termos acumulados, isto é, à soma dos sucessivos défices públicos anuais acumulados ao longo do tempo até esse ano. A dívida pública abrange os empréstimos contraídos pelo Estado junto a instituições financeiras, empresas, organismos nacionais e internacionais, pessoas ou governos. A dívida pode ser formalizada por meio de contratos celebrados entre as partes, ou por meio da oferta de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional.

Em modelos estruturais para se medir a distância face a uma situação de *default* recorre-se ao rácio de alavancagem (valor de mercado da dívida/ valor de mercado dos ativos). Uma situação de *default* ocorre, portanto, quando o valor de mercado da dívida iguala o valor de mercado dos ativos (Oliveira *et al.*, 2012).

Bernoth *et al.* (2012) indica que o prémio de risco de *default* é positivamente influenciado pelos rácios da dívida e serviço da dívida do país emissor.

A disciplina orçamental imposta pelo mercado irá traduzir-se nos *spreads*. Isto é, até um certo nível crítico, as *yields* aumentam a uma taxa progressiva, mas suave. No entanto, quando esse mesmo nível crítico é ultrapassado, os mercados de crédito irão impor um prémio de risco de *default* progressivo, mas mais acentuado, penalizando o crescente endividamento dos mutuários, podendo no limite negar-se a dar acesso a crédito adicional. Estes incentivos a comportamentos fiscais, tidos como irresponsáveis pelo mercado, ganham relevância no contexto do Mercado Único Europeu uma vez que os seus estados-membros se encontram privados de recorrer à política monetária para fazer face às suas dívidas (Goldstein e Woglom, 1991).

Concluindo, um aumento do *stock* da dívida conduz a um decréscimo da flexibilidade do governo (facto mais acentuado se o país apresentar défice orçamental) em endividar-se, nomeadamente para investimento, pois o país, ao apresentar maiores encargos fixos, poderá ter maior dificuldade em fazer face à sua dívida. A flexibilidade diminui, portanto, na medida em que os investidores irão exigir rendimentos superiores e, no limite, poderão não procurar comprar as obrigações. É ainda de salientar que ao aumento dos *spreads* resultante do aumento da dívida soberana se poderá suceder um novo aumento da dívida, fruto da subida dos juros pagos (Silva, 2015). Esperamos, portanto, uma relação positiva entre a variação da dívida pública e os

*spreads* das *yields*, isto é, quanto maior o endividamento maior o prêmio de risco e *yield* exigida pelos investidores.

### **Δ Saldo Orçamental**

O saldo das contas das administrações públicas resulta da diferença entre as receitas e as despesas públicas, apresentando-se, portanto, deficitário ou excedentário consoante as despesas excedam as receitas ou vice-versa. Se a necessidade líquida de financiamento aumentar, o país apresentará uma maior dificuldade em cumprir as suas obrigações e poderá ter necessidade de contrair mais empréstimos. Esta maior incerteza para os investidores traduzir-se-á numa maior exigência de rendimentos das obrigações.

Um aumento do défice orçamental é entendido pelo mercado como um aumento da probabilidade de *default*, nomeadamente por poder sinalizar uma deterioração das contas públicas. Para além disso, um aumento do défice diminui a capacidade de o governo usar a política fiscal para estimular a economia (Silva, 2015).

Deste modo, esperamos que uma variação negativa do saldo orçamental se traduza num aumento dos *spreads*.

### **Δ Taxa de Desemprego**

A taxa de desemprego é, por um lado, indicadora da situação económica de um país e, por outro, uma variável de estímulo da economia. Esta variável reflete a *performance* da economia, uma vez que um aumento da taxa de desemprego aponta para uma deterioração daquela, e poderá antecipar um decréscimo do PIB, pois um aumento da taxa implica uma diminuição do rendimento disponível e, conseqüentemente, do consumo (daí ser uma variável de estímulo da economia).

Deste modo, esperamos uma variação positiva entre a variação da taxa de desemprego e a variação dos *spreads*, pois esperamos que um aumento da taxa de desemprego se traduza num aumento das *yields* e conseqüentemente dos *spreads*.

### **Variáveis *dummy* associadas à notação de *rating***

Teoricamente, um mercado eficiente de preços incorpora de forma automática toda a informação relevante de mercado, pelo que, assumindo estarmos na presença de um mercado eficiente de preços, os *ratings* deveriam ser apenas um reflexo formal dos dados de mercado. Se assim fosse, os *ratings* teriam uma importância limitada; no entanto, existem evidências de que variações de *rating* têm um impacto relevante na explicação dos rendimentos dos títulos

(Silva, 2015). A autora sugeriu que estudos futuros avaliassem o impacto das avaliações das agências de *rating* nos *spreads*.

A evidência empírica do impacto de mudanças no *rating* é de forte evidência de descida do preço da obrigação no caso de aumento de *rating* - melhor qualidade creditícia - e de evidências fracas de subida de preço quando da descida de *rating* - pior qualidade creditícia (Afonso, Furceri e Gomes, 2012). Arghyrou e Kantonikas (2012) encontraram evidências estatísticas significativas do papel dos *ratings* nos preços, ainda que a sua importância fosse inferior aos fundamentos macroeconómicos e fiscais.

### **Variável *dummy* aumento da notação de *rating***

A variável *dummy* aumento da notação de *rating* assume o valor zero caso no fim do trimestre corrente a notação de *rating* não tenha sofrido um *upgrade* face à notação em vigor no final do trimestre imediatamente anterior (decreceu ou manteve-se constante) em nenhuma das avaliações de três agências de *rating* (Fitch, S&P e Moody's)<sup>22</sup>. Assumirá o valor 1 se pelo menos uma das agências no final do período apresentar uma notação superior à do trimestre imediatamente anterior, nessa mesma agência.

Uma vez que a notação de *rating* de um país corresponde à probabilidade que uma agência de *rating* atribui à capacidade de o país pagar o empréstimo contraído e os juros a ele associados, esperamos que um aumento da notação de *rating* (*dummy* assume o valor 1) se traduza numa diminuição da *yield* do país – relação negativa entre o aumento do *rating* e o rendimento da obrigação.

### **Variável *dummy* diminuição da notação de *rating***

A variável *dummy* diminuição da notação de *rating* apresentará o valor 0 caso no final do trimestre a notação de *rating* do país seja igual ou superior à apresentada no final do trimestre imediatamente anterior, para as três agências selecionadas. Apresentará o valor 1 caso a notação de *rating* no final do trimestre seja inferior à do trimestre anterior, pelo menos para uma das agências<sup>23</sup>.

Esperamos uma relação positiva entre esta variável explicativa e a variável explicada. Uma diminuição da notação de *rating* (variável *dummy* assume o valor 1) tem um impacto negativo na

---

<sup>22</sup> Seleccionámos estas agências de *rating* para ter uma amostra significativa das principais agências de *rating*, sendo que excluímos a DBRS uma vez que é tida como uma agência indulgente, no caso de Portugal (Hofmann *et al.*, 2017).

<sup>23</sup> Com base nos mesmos critérios previamente descritos.

confiança dos investidores, pois traduz-se numa maior desconfiança por parte da agência de *rating* de que o país cumpra os encargos da dívida (pagamento de juros e capital); assim, os investidores irão exigir um maior prémio de risco, o que se traduz num aumento das *yields* das obrigações.

### **Δ Despesas Correntes**

A variável despesas correntes poderá ter um comportamento dúbio na medida em que este indicador incorpora despesas não rentáveis e investimentos do governo. As despesas não produtivas poderão, por um lado, implicar penalizações do mercado a nível dos prémios exigidos e uma maior dificuldade futura de pagar a dívida soberana; por outro lado, como consequência de um aumento dos gastos (excluindo investimentos) o governo poderá ter necessidade de aumentar os impostos, o que se refletirá numa diminuição do rendimento disponível e consequentemente do consumo e PIB. Os investimentos do governo poderão ser garante de maior qualidade económica futura, nomeadamente pela criação de postos de trabalho e pela aposta na formação e qualidade do ensino.

Oliveira *et al.* (2012) referem que, por um lado, o consumo do governo tenderá a diminuir o crescimento futuro, o que se repercutirá no aumento dos *spreads*; por outro, os gastos produtivos (investimentos do Estado) terão um impacto na produtividade e crescimento de longo prazo. Sendo que o investimento diminuirá o risco de crédito soberano<sup>24</sup>.

Concluindo, a relação entre a variação das despesas correntes do governo e a variação dos *spreads* das obrigações poderia ser dúbio. No entanto, consideramos que uma variação dos gastos do governo estará mais associada a despesas não produtivas do que a investimentos do mesmo, pelo que esperamos uma relação positiva entre a variável explicativa e a explicada.

### **Δ Taxa de Inflação**

Com vista a capturar a evolução dos preços em cada um dos países periféricos utilizámos as variações percentuais trimestrais do Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor.

Silva (2015) aponta três informações que se poderão extrair das variações das taxas de inflação. Em primeiro lugar, a taxa de inflação é um bom indicador das decisões futuras da política monetária dos bancos centrais; em segundo lugar, um aumento da taxa de inflação traduz-se na exigência por parte dos investidores de um aumento do prémio associado ao risco de taxa de inflação, na medida em que um aumento da inflação implica uma diminuição do poder de compra, que por sua vez faz com que o valor dos *cash flows* seja inferior; por último,

---

<sup>24</sup> Os autores dividem as despesas entre despesas não produtivas, investimentos e gastos com Segurança Social.

a inflação é também indicadora da *performance* económica, isto é, uma diminuição do consumo, associada a uma desaceleração económica tende a conduzir a uma diminuição da inflação. Oliveira *et al.* (2012) acrescentam ainda que uma taxa de inflação alta aponta para problemas estruturais nas finanças do governo.

O aumento do nível de preços, geralmente, é indicador de expansão da economia. A criação de riqueza é visível no aumento no consumo e num aumento da rentabilidade das empresas - pelo menos inicialmente esperamos uma relação negativa (Jesus, 2010).

Lemmen e Goodhart (1999) encontram uma correlação positiva significativa entre a variação da taxa de inflação e as mudanças nos *spreads* soberanos.

Assim, esperamos uma relação positiva entre a variação da taxa de inflação e a variação dos *spreads*. Ou seja, esperamos que um aumento da taxa de inflação se traduza num aumento das *yields* e consequentemente dos *spreads*.

#### 4.3. Estrutura Temporal das Taxas de Juro

De forma a obter a estrutura das taxas de juro dos países analisados retirámos os valores das *yields* diretamente da Bloomberg. Com base nestes valores, calculámos os *spreads* dos títulos dos créditos soberanos dos países periféricos face a Alemanha, para a maturidade de dez anos, para posteriormente calcularmos as variações apresentadas por estes no período de estudo.

No período de 2002 a 2009, quer a estrutura das *yields* quer a estrutura dos CDS dos países em análise se mostrava bastante homogénea, resultante da confiança instaurada no mercado e da crença de que as obrigações de dívida soberana se tornariam substitutos perfeitos com a introdução do Euro. A partir de 2009 verifica-se que todos os países sofreram um aumento dos níveis das *yields* e CDS, com destaque para a Grécia. No período de 2011/2012 verificou-se o período mais crítico. Durante o período das crises os valores níveis das *yields* voltaram a diferenciar-se entre si. Após o romper das crises os indicadores macroeconómicos de cada país ganharam a atenção dos investidores (Barbosa e Costa, 2010). O fator liquidez ganhou relevância neste período e os Estados-Membros mais débeis estavam focados em melhorar as finanças públicas e sem condições de fornecer liquidez, nomeadamente para estes produtos de maturidades longas (Oliveira *et al.*, 2012). Findo este período, os níveis dos produtos voltaram a estagnar, exceção feita à Grécia em 2015. Os níveis das *yields* e CDS não voltaram a atingir a homogeneidade entre os países verificada anteriormente, mas os valores mostraram-se inferiores aos pré-crise (à exceção da Grécia).

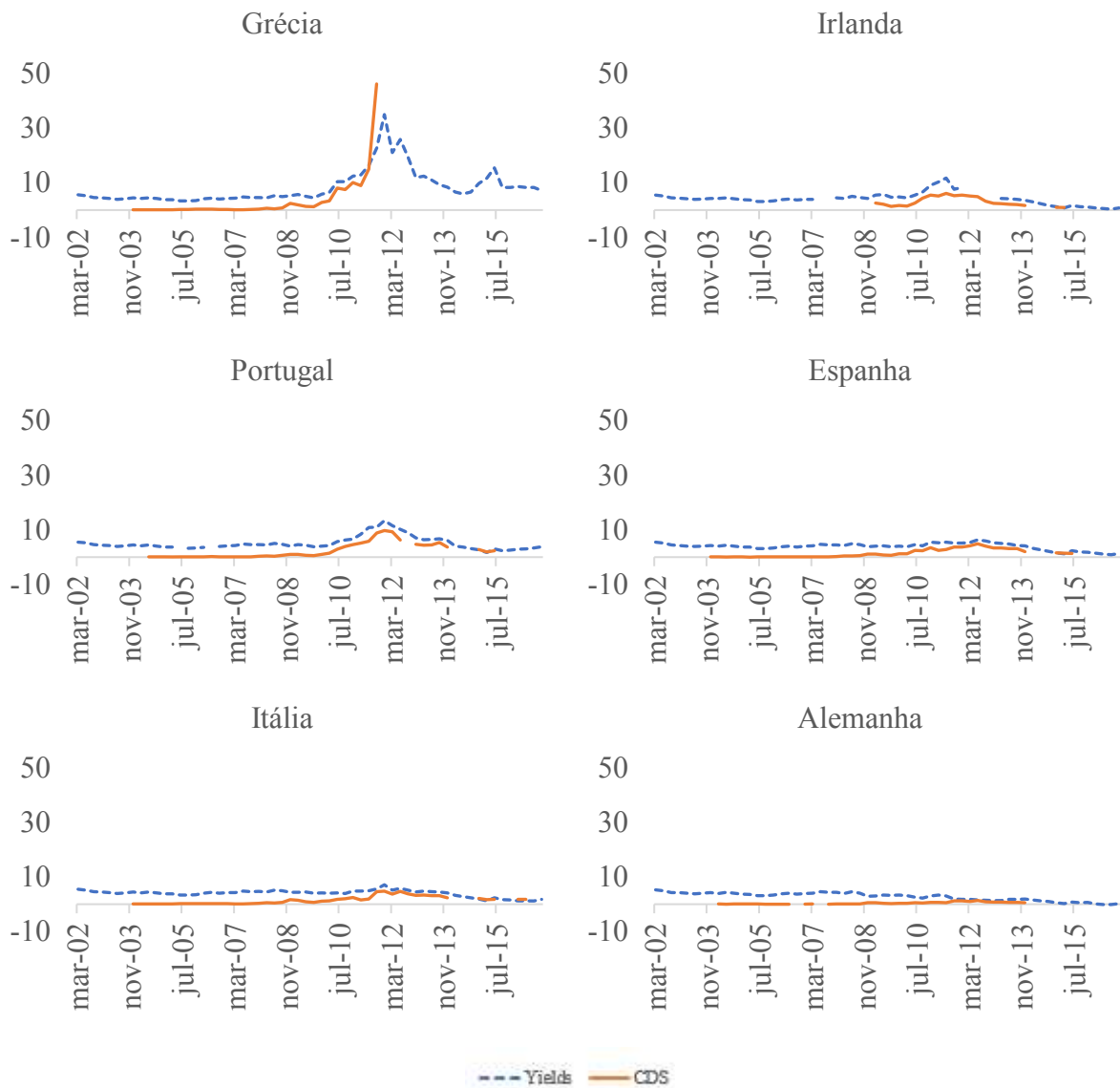
Através da análise gráfica conseguimos ainda verificar que os valores dos CDS e das *yields* a 10 anos, apresentam, regra geral, evoluções idênticas. Daí podermos prever que as variáveis



explicativas do modelo estudado, apresentariam a mesma relevância estatística e económica se o modelo considerasse as variações no valor dos *spreads* dos CDS a 10 anos ao invés dos valores dos *spreads* das *yields* para a mesma maturidade. Pela Tabela 2 e Figura 1 podemos ainda verificar que os países que apresentaram maiores oscilações de *spreads* foram a Grécia, a Irlanda e Portugal. Para além disso verificamos que as maiores oscilações ocorreram entre 2009 e 2014, o que aponta para os efeitos da crise financeira.

**Figura 1: Análise Gráfica da Evolução dos CDS e *Spreads* a 10 anos, para os GIIPS e Alemanha, no período de junho de 2002 a dezembro de 2016**

A Figura 1 apresenta a evolução do valor das *yields* e CDS, para a maturidade de dez anos, dos GIIPS e Alemanha. Nos períodos em que as obrigações foram retiradas do mercado e que, consequentemente, não conseguimos obter os valores das *yields* e CDS, os gráficos não apresentam valores, daí as suas linhas serem interrompidas.



## 5. Resultados Empíricos dos Determinantes das Variações dos *Spreads* de Dívida Soberana

Com os *spreads* calculados após a extração das bases de dados das *yields*, para a maturidade de 10 anos, e dos dados dos determinantes identificados com base na análise teórica dos determinantes dos *spreads* (apresentado no capítulo 4) podemos agora analisar o impacto que cada fator tem na estrutura dos *spreads* soberanos, dos cinco países em análise. A Tabela 2 reporta as estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, mínimo, máximo, n.º observações) para cada variável usada no modelo de estimação.

**Tabela 2: Estatísticas Descritivas das variáveis independentes e dependentes do Modelo, para os GIIPS e Alemanha, para o período de junho de 2002 a dezembro de 2016, numa base trimestral.**

A Tabela 2 apresenta as variáveis descritivas (média, desvio-padrão, mínimo, máximo e n.º de observações) das variáveis dependente e independentes que serviram de base aos cálculos (variações/ *dummy's*) para determinação das variáveis incluídas no modelo. O Painel A apresenta as estatísticas das variáveis de mercado. VIX é o valor do índice de volatilidade do Euro Stoxx 50, verificado no trimestre. EUR6M é o valor da taxa Euribor a 6 meses verificada no trimestre. ZEW é o valor do indicador ZEW, no trimestre. CLIND é o valor do indicador *Climate Indicator*, no trimestre. EURSTOXX50 é o valor do índice Euro Stoxx 50, no período. O Painel B apresenta o valor das estatísticas das variáveis macroeconómicas. *YIELD* corresponde ao valor, em percentagem, das *yields* das obrigações de dívida soberanas, para a maturidade de dez anos, verificadas pelo país, no trimestre. INFL é a variação percentual do índice HIPC, no país, no trimestre. DESPCORR corresponde ao valor das despesas correntes do país, em milhares de Euros, no trimestre. PIB corresponde ao valor, em milhares de Euros, do valor do Produto Interno Bruto, apresentado pelo país, no trimestre. DESEMP corresponde à taxa de desemprego, apresentado no período, pelo país. SLORC é o saldo orçamental do país, no trimestre, em milhares de Euros. BLCPGM é o valor da Balança de Pagamentos, do país, no trimestre. DIV é o valor da Dívida Soberana do país, no trimestre.

	Painel A: Variáveis de Mercado				
	VIX	EUR6M	ZEW	CLIND	EURSTOXX50
Média	24,86	1,83	22,77	-0,06	3 035,85
Desvio-padrão	10,27	1,54	34,57	0,99	592,99
Mínimo	12,38	-0,22	-54,10	-3,49	2 036,86
Máximo	61,34	5,38	78,20	1,52	4 489,77
N.º Observações	60	60	60	60	60

Tabela 2: continuação

		Painel B: Variáveis Macroeconómicas			
		<i>YIELD</i> (%)	INFL (%)	DESPCORR (M€)	PIB (M€)
Grécia	Média	8,24	1,97	25 406,24	49 997,48
	Desvio-padrão	6,14	2,21	4 867,84	6 748,66
	Mínimo	3,36	-2,61	16 883,00	37 497,10
	Máximo	34,96	5,57	37 975,00	63 078,30
	N.º de Observações	60	60	59	60
Irlanda	Média	4,13	1,65	40 892,89	45 976,33
	Desvio-padrão	2,27	2,63	18 523,24	8 837,40
	Mínimo	0,33	-6,50	9 175,00	32 513,00
	Máximo	11,70	5,10	67 675,00	72 095,90
	N.º de Observações	54	60	18	60
Portugal	Média	5,06	1,86	28 325,92	42 135,49
	Desvio-padrão	2,41	1,50	13 757,27	3 409,21
	Mínimo	1,69	-1,66	9 015,70	34 066,70
	Máximo	13,36	4,02	50 555,60	47 334,70
	N.º de Observações	58	60	47	60
Espanha	Média	3,89	2,06	90 929,61	251 200,02
	Desvio-padrão	1,26	1,68	45 996,48	29 312,03
	Mínimo	0,88	-1,00	24 314,84	178 035,00
	Máximo	6,33	5,00	157 187,45	290 986,00
	N.º de Observações	60	60	18	60
Itália	Média	3,97	1,89	189 977,98	390 619,85
	Desvio-padrão	1,24	1,22	27 444,70	29 063,58
	Mínimo	1,19	-0,20	146 147,00	317 031,00
	Máximo	7,11	4,00	245 784,00	437 551,50
	N.º de Observações	60	60	56	60

Tabela 2: continuação

		Painel B: Variáveis Macroeconómicas (continuação)			
		DESEMP (%)	SLORC (M€)	BLCPGM (M€)	DIV (M€)
Grécia	Média	15,42	-4 090,52	-4107,216667	156212,93
	Desvio-padrão	7,47	2 953,07	3861,186961	69859,55
	Mínimo	7,53	-13 931,00	-11855	57164,00
	Máximo	27,83	2 433,00	5634	274792,00
	N.º de Observações	59	60	60	60
Irlanda	Média	8,71	-2 348,40	-276,22	74665,28
	Desvio-padrão	4,17	4 094,20	3453,07	37248,68
	Mínimo	4,23	-17 276,20	-11132,00	30111,80
	Máximo	15,10	4 172,20	10078,00	131235,00
	N.º de Observações	59	60	60	60
Portugal	Média	10,05	-2 362,28	-2552,68	99501,90
	Desvio-padrão	3,48	1 624,29	2190,50	25712,70
	Mínimo	4,40	-8 581,10	-6161,00	54262,90
	Máximo	17,50	83,60	1912,00	135567,90
	Contagem	59	60	60	60
Espanha	Média	16,45	-11 213,18	-8948,22	516338,23
	Desvio-padrão	6,45	15 718,54	10920,28	216780,96
	Mínimo	7,97	-48 350,00	-31210,00	307331,00
	Máximo	26,27	20 913,00	8786,00	919611,00
	N.º de Observações	59	60	60	60
Itália	Média	9,01	-12 777,29	-2484,10	1492240,89
	Desvio-padrão	2,11	9 073,01	8498,16	240308,35
	Mínimo	5,93	-35 260,50	-22582,00	1147415,10
	Máximo	12,77	9 030,10	15629,00	1908055,30
	N.º de Observações	59	60	60	60

Ao analisar a Tabela 2 parece existir uma relação entre os níveis de *spreads* e os indicadores macroeconómicos, por ex. os países com dívidas/ PIB mais elevadas e défices/PIB superiores experienciam *spreads* superiores.

### 5.1. Especificações do modelo e resultados estimados

Os dados da nossa amostra constituem um modelo de dados em painel, não balanceado, com 5 unidades seccionais (correspondentes aos 5 países analisados). Os nossos dados apresentam 60 trimestres de observações.

Inicialmente experimentámos criar um painel balanceado e um não balanceado; no entanto, uma vez que a amostra inclui países intervencionados ou quase intervencionados existem vários períodos sem informação de *yields* ou de outras variáveis explicativas, fazendo com que o painel balanceado apresentasse apenas 20 observações<sup>25</sup>. Optámos então por um painel não balanceado, pois incluía um maior número de observações, contribuindo para aumentar a eficiência dos resultados estatísticos.

No sentido de escolher o modelo mais adequado para descrever a relação entre as variações nos *spreads* e as variáveis explicativas incluídas na regressão foram estimadas três regressões: dados agrupados (*pooled*), efeitos fixos e efeitos aleatórios e foram realizados vários testes para concluir qual deles é estatisticamente mais apropriado. Para decidir por que modelo optar, recorremos aos testes F, de Breusch-Pagan e de Hausman tendo-se revelado o modelo de efeitos aleatórios estatisticamente mais adequado. Os resultados do teste de Hausman para cada equação são apresentados na última linha da Tabela 3 e em todos os casos não se rejeitou  $H_0$  de que estamos a trabalhar efeitos aleatórios.

As equações que estiveram na base dos testes foram: Equação (1) onde incluímos todas as variáveis selecionadas da nossa base de dados, Equação (2) que incluiu maioritariamente variáveis macroeconómicas (específicas a cada país) e Equação (3) que incluiu maioritariamente variáveis de mercado. A equação (1) e (2) incluem a variável *dummy* PIB que assume o valor 1 caso o PIB tenha aumentado face ao período homólogo. As três equações incluem três variáveis *dummy*: AUMRATING, DIMRATING e BCE. A variável *dummy* aumento do *rating* assume o valor de 1 caso a notação de *rating* tenha aumentado no trimestre face ao trimestre anterior, a *dummy* diminuição do *rating* assume o valor 1 caso o *rating* tenha diminuído face ao trimestre anterior e a *dummy* BCE assume o valor 1 caso o BCE tenha anunciado alguma medida de *quantitative easing*, durante o trimestre.

Os resultados da regressão podem ser analisados na Tabela 3 onde se apresentam os *p-values* calculados. Como veremos mais à frente nem todos os sinais esperados para as variáveis

---

<sup>25</sup> A pressão e subida dos níveis de dívida soberana foi tão grande e o entendimento por parte dos mercados que os bancos locais dos países periféricos eram contrapartes arriscadas que fez com que as suas obrigações fossem, em alguns períodos excluídas dos mercados europeus de financiamento (Russell Investments, 2011).

explicativas foram confirmados pelos resultados da regressão, nem todas as estimativas para os coeficientes são estatisticamente significativas.

Para verificar se o nosso modelo é adequado, ao caso de estudo, recorreremos ao teste de Hausman. A hipótese nula, ausência de correlação entre os regressores e o termo de erro, não foi rejeitada para as três equações, para o nível de significância de 1%, pelo que podemos concluir como estando perante um modelo de efeitos aleatórios. Para estudarmos a capacidade das variáveis independentes em explicar a evolução dos *spreads*, calculou-se o teste de Wald. Ao testarmos a hipótese nula (variáveis independentes não explicam a variável dependente, pois admite-se que os coeficientes associados são todos iguais a zero) rejeitámo-la para a equação (1) e (2), para o nível de significância de 1%, e não a rejeitámos para a equação (3), para o nível de significância de 10%. Assim concluímos que a variação das variáveis independentes das equações (1) e (2) explica a variável variação dos *spreads*, enquanto que a variação das variáveis explicativas da equação (3) não explica a variável dependente.

O nosso modelo apresenta como variáveis independentes os determinantes apresentados no capítulo 4. Assumindo que *spot yield curve* do governo alemão é *default free*, as variações dos *spreads* no país  $j$  no período  $t$  podem ser escritas da seguinte forma:

$$\Delta Spreads_{j,t} = \alpha + \beta x_{j,t} \quad (1)$$

onde  $\Delta Spreads_{j,t}$  é a variação dos *spreads* soberanos,  $x_{j,t}$  é a matriz das variáveis explicativas e  $\beta = (\beta_1, \dots, \beta_k)'$  são os coeficientes associados às variáveis explicativas. A constante  $\alpha$  representa o nível de risco de *default* comum aos vários países periféricos. Assume-se que as variáveis independentes influenciam o risco de *default* do país de forma semelhante e, portanto, que as reações dos coeficientes são iguais em todos os países analisados.

A Tabela 3 sumariza os resultados gerados pela regressão quando aplicados ao nosso painel de dados não balanceados dos *GIIPS*, no período de junho de 2002 a dezembro de 2016.

**Tabela 3: Efeitos aleatórios estimados para modelo de dados em painel, não balanceado, para cinco países do MUE, entre junho de 2002 e dezembro de 2016**

A tabela apresenta os resultados gerados pela regressão de efeitos aleatórios, quando aplicado ao painel de dados não balanceados dos 5 países do Mercado Único Europeu, no período compreendido entre junho de 2002 e dezembro de 2016. Foram criados 3 painéis - (1), (2), e (3) - que usam como variável dependente, a variação de *spread* soberano. A primeira regressão (1) considera como variáveis independentes todas as variáveis da Tabela 1; a segunda (2) inclui variáveis de caráter fundamentalmente macroeconómico e a terceira (3) foca-se nas variáveis de mercado. A variável dependente é o diferencial entre a *yield* da obrigação da dívida soberana de um dos cinco países e a *yield* da dívida soberana da Alemanha para obrigações com a mesma maturidade, isto é, a variável dependente corresponde ao *spread* da *yield* do país em questão face ao *benchmark*, a Alemanha. A constante  $\alpha$  representa o nível de risco de *default* comum aos vários países periféricos.  $\Delta$  EUR6M corresponde à variação percentual trimestral da Euribor a 6 meses,  $\Delta$  ZEW representa a variação percentual trimestral no indicador ZEW *Economic Sentiment*,  $\Delta$  CLIND diz respeito à variação percentual trimestral do inquérito *Climate Indicator*,  $\Delta$  INFL diz respeito à variação percentual trimestral da taxa de inflação do país em análise, PIB é uma variável *dummy* que assume os valores 0 caso o PIB se tenha mantido ou diminuído face ao período homólogo e um, caso o PIB face ao período homólogo tenha crescido, BCE é uma variável *dummy* que assume os valores 0 caso o BCE não tenha feito nenhum anúncio de *quantitative easing* e 1 caso tenha feito algum anúncio,  $\Delta$  BLCPGM corresponde à variação percentual trimestral da balança de pagamentos do país em causa,  $\Delta$  DIV diz respeito à variação percentual trimestral da Dívida Soberana do país em análise,  $\Delta$  SLORC corresponde à variação percentual trimestral do saldo orçamental do país em análise,  $\Delta$  DESEMP traduz-se na variação percentual trimestral da taxa de desemprego do país em análise, AUMRATING é uma variável *dummy* que assume o valor 0 caso no final do trimestre em causa nenhuma das três agências de *rating* (FITCH, S&P e Moody's) tenha aumentado, isto é, tenha diminuído ou mantido, o nível de *rating* face ao fim do trimestre anterior e 1 caso pelo menos uma das três agências tenha aumentado o *rating* face ao período anterior, DIMRATING é uma variável *dummy* que assume o valor 0 caso no final do trimestre em causa nenhuma das três agências de *rating* (FITCH, S&P e Moody's) tenha diminuído, isto é, tenha aumentado ou mantido, o nível de *rating* do país *j* face ao fim do trimestre anterior e 1 caso pelo menos uma das três agências tenha diminuído o *rating* do país *j* face ao período anterior,  $\Delta$  VIX corresponde à variação percentual trimestral do índice de volatilidade europeu (VSTOXX),  $\Delta$  EURSTOXX50 corresponde à variação percentual trimestral do Euro Stoxx 50,  $\Delta$  DESPCORR respeita a variação percentual trimestral das despesas correntes do país *j*. Os *p-value* são relatados entre parênteses.

	Regressões					
	(1)		(2)		(3)	
Constante	-0,129	(0,1540)	-0,16004	(0,0990)	-0,49904	(0,2450)
$\Delta$ EUR6M	-0,60478	(0,0950)	-0,73016	(0,0930)	0,53725	(0,8130)
$\Delta$ ZEW	0,00118	(0,9470)				
$\Delta$ CLIND	0,00622	(0,4980)			-0,02271	(0,6340)
$\Delta$ INFL	-1,22373	(0,6410)	-0,61219	(0,8280)		
PIB	0,21027	(0,0200)	0,21888	(0,0250)		
BCE	0,09764	(0,3010)	0,08117	(0,3850)	0,31794	(0,5350)
$\Delta$ BLCPGM	-0,00009	(0,9860)				
$\Delta$ DIV	0,66170	(0,2480)	0,89840	(0,0147)		
$\Delta$ SLORC	0,00242	(0,6420)				
$\Delta$ DESEMP	2,35630	(0,0030)	2,05522	(0,0170)		
AUMRATING	-0,05800	(0,0453)	-0,05215	(0,0615)	-0,04957	(0,4340)
DIMRATING	0,14269	(0,0126)	0,21215	(0,0310)	0,29004	(0,5680)
$\Delta$ VIX	0,47116	(0,0100)			-1,00940	(0,2630)
$\Delta$ EURSTOXX50	-0,60416	(0,2190)			-1,74788	(0,4670)
$\Delta$ DESPCORR	0,09514	(0,0360)	0,10136	(0,0370)		
R-squared (Ajustado)	0,3102		0,1355		0,0064	
Nº Observações	185		185		284	
Wald test	66,31	(0,0000)	24,92	(0,0031)	2,17	(0,9501)
Hausman test	4,86000	(0,6770)	4,85000	(0,6785)	3,64000	(0,8197)

Os  $R^2$  das regressões (1) e (2) mostram que variáveis explicativas nelas incluídas apresentam uma explicação razoável para os riscos de *default* dos governos, sendo que a regressão que inclui todas as variáveis selecionadas apresenta uma explicação mais completa ( $R^2$  de 31,02%). Os coeficientes estimados para as variáveis incluídas na terceira regressão não se apresentam estatisticamente significativas, conduzindo a que o  $R^2$  seja muito baixo.

Uma grande parte dos coeficientes estimados associados às variáveis independentes presentes na regressão 1 (EUR6M, PIB, DESEMP, AUMRATING, DIMRATING, VIX, DESPCORR) apresenta significância estatística. De facto, a variável DESEMP apresenta o sinal esperado e é estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%. As variáveis AUMRATING, DIMRATING, VIX e DESPCORR apresentam o sinal esperado, mas apenas se mostram estatisticamente significativas a um nível de significância de 5%. A variável PIB, que se mostra estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%, ao contrário do esperado apresentou um sinal positivo. Jesus (2010), ao estudar os determinantes dos *spreads* de crédito da Zona Euro, incluiu na sua regressão a variável crescimento do PIB e, à nossa semelhança, esperava uma relação negativa entre a variação desta variável independente e a variação dos *spreads*. No entanto, o valor do coeficiente da variável do crescimento PIB do seu modelo também apresentou um valor positivo. A explicação apresentada pelo autor foi de que o crescimento dos PIBs da Zona Euro está altamente dependente do crescimento do PIB da Alemanha e de que a sensibilidade das *yields* da Alemanha poderá ser maior a esse crescimento do que os impactos que isso traz para os restantes países da Zona Euro, ou seja, a variação das *yields* da Alemanha foi superior à variação das *yields* dos outros países, fazendo com que o diferencial entre as *yields* do *benchmark* e os países periféricos tenha aumentado. Finalmente, a EUR6M apenas se mostra estatisticamente significativa a um nível de significância de 10% e também não apresentou o sinal esperado. Uma explicação possível será de que a variável tem um impacto superior no aumento das *yields* da Alemanha do que nas *yields* dos países periféricos, fazendo com que o diferencial das *yields* dos países periféricos e das *yields* da Alemanha diminua.

O resultado da variável DIV, na primeira equação, não está de acordo com os apresentados por Alesina, De Broeck, Prati, Tabellini, Obstfeld e Rebelo (1992), Lemmen e Goodhart (1999) e Van Landschoot (2004) que mostram que esta variável é estatisticamente significativa na explicação dos *spreads* de crédito. No entanto, estão de acordo com os apresentados por Oliveira *et al.* (2012).



Ao analisarmos esta regressão ficámos surpreendidos com a ausência de poder explicativo por parte da maioria das variáveis de mercado e de algumas variáveis macroeconómicas (INFL, BLCPGM, DIV, SLORC, com destaque para as duas últimas).

Das variáveis que não apresentaram relevância estatística o ZEW, BLCPGM, DIV, EURSTOXX50 apresentaram o sinal esperado, enquanto que o CMTIND, INFL, SLDORC e BCE não apresentaram. Uma possível explicação para estes valores baixos de relevância estatística é o facto da amostra ser reduzida. Dado que as variáveis não se apresentaram estatisticamente significativas não iremos apresentar razões para os sinais esperados serem diferentes dos estimados pelo modelo.

A Equação (1), apesar de ter o maior  $R^2$ , apresenta algumas variáveis não significativas. Deste modo, concluímos que parte destas variáveis poderiam estar a mostrar-se não estatisticamente significativas, fruto de uma possível correlação entre as variáveis, que estaria a retirar poder explicativo entre elas e a conduzir a um enviesamento. Calculámos, então, as correlações entre as variáveis, obtendo a Tabela 4.

**Tabela 4: Matriz de Correlação para todas as variáveis explicativas**

A Tabela 4 apresenta as correlações entre variáveis para a equação que inclui todas as variáveis independentes.

	SPREAD	EUR6M	ZEW	CLMIND	INF	BLCPGM	DIV	SLDORC	DESEMP	VIX	STOXX50	DESPCORR
SPREAD	1											
EUR6M	-0,045	1										
ZEW	0,071	0,169	1									
CLMIND	0,037	-0,317	-0,138	1								
INF	-0,056	0,244	0,127	-0,069	1							
BLCPGM	-0,009	0,019	0,119	-0,001	-0,015	1						
DIV	-0,011	-0,052	0,016	0,011	0,02	0,34	1					
SLDORC	-0,008	-0,189	0,025	-0,005	-0,021	0,006	0,072	1				
DESEMP	0,005	-0,349	-0,079	0,077	0,088	-0,062	0,105	0,204	1			
VIX	-0,043	0,107	0,253	0,015	0,132	-0,004	0,07	0,009	-0,003	1		
STOXX50	-0,023	0,199	-0,178	-0,14	-0,192	0,004	-0,103	-0,09	-0,155	-0,743	1	
DESPCORR	0,083	0,035	-0,095	-0,033	0,03	-0,157	-0,109	0,022	-0,159	0,035	0,008	1

Pela análise da Tabela 4 podemos concluir que a correlação entre a variável STOXX50 e VIX é bastante elevada (-0,743).

Para evitar a possível correlação entre as variáveis específicas do país e as variáveis de mercado criamos as regressões (2) e (3), a primeira baseada em variáveis macroeconómicas e a segunda em variáveis de mercado.

Da análise da Tabela 3 concluímos que as variáveis macroeconómicas apresentam um maior poder explicativo do que as variáveis de mercado. De facto, na sequência da revisão da literatura, esperávamos esse resultado; no entanto, ficámos surpreendidos com a ausência de poder explicativo por parte das variáveis incluídas na regressão (3).

A segunda regressão é a que melhor descreve a evolução dos *spreads* de crédito soberano entre os Estados-Membros do MUE. EUR6M, DIV e DESEMP mostram uma forte influência nas variações dos *spreads* de crédito. O  $R^2$  desta regressão, de 14%, mostra que este modelo é mais apropriado para explicar mudanças nos *spreads* entre os *GIIPS* no período de junho de 2002 a dezembro de 2016 do que a regressão (3). Os sinais esperados foram verificados à exceção das variáveis: EUR6M, INFL (variável não foi estatisticamente significativa) e *dummy* crescimento do PIB.

Na regressão (2) as variáveis mostraram-se estatisticamente significativas, à exceção da variável INFL e da variável *dummy* anúncios BCE. Ainda assim, pensamos que os anúncios do BCE tenham impacto nas variações dos *spreads* das *yields*, pelo que consideramos que foi a escolha da variável que poderá não ter sido a mais adequada. A variável  $\beta_0$ , EUR6M e AUMRATING mostram relevância estatística para o nível de significância de 10%. Finalmente a variável PIB, DIV, DESEMP, DIMRATING e DESPCORR mostram-se estatisticamente significativas para os níveis de significância de 5%. Não há nenhuma variável que se mostre estatisticamente significativa para um intervalo de significância de 1%.

A terceira regressão apresenta um  $R^2$  bastante inferior ao da regressão (2) e nenhuma das variáveis independentes se mostra estatisticamente significativa para o nível de significância de 10%. Assim concluímos que o  $R^2$  de 0,64% indica que as variáveis incluídas na regressão têm pouco conteúdo informativo. Os resultados contrariam os alcançados por Collin-Dufresne *et al.* (2001) e Jesus (2010) de que as variáveis de mercado constituem os principais determinantes dos *spreads* de crédito soberanos. Uma possível explicação para este reduzido poder explicativo e para a fraca influência dos indicadores de mercado é a reduzida amostra de observações que poderá não ter produzido resultados estatísticos consistentes. Os resultados alcançados por Huang e Kong (2003) apontam para evidências de que as variações dos *spreads* para títulos com *yields* mais altas estão mais relacionadas com fatores de mercado. Uma vez que a nossa

amostra se prende com países fiscalmente mais débeis, isso poderá conduzir a que os investidores se foquem primordialmente nas *performances* dos países.

Concluindo, a equação que melhor explica os *spreads* é a Equação 2. Desta forma concluímos que os fatores que melhor explicam a variação dos *spreads* das *yields* são os fatores idiossincráticos, isto é, aquando da escolha das obrigações soberanas os investidores têm em consideração fatores de carácter maioritariamente macroeconómico, como o valor da dívida soberana, a taxa de inflação, ocorrência de crescimento do PIB, taxa de desemprego, despesas correntes do Estado e variações da notação de *rating*, sendo que a taxa de desemprego foi a variável que se mostrou económica e estatisticamente mais significativa. Para além dos fatores macroeconómicos a variação dos *spreads* mostrou-se sensível às variações da taxa Euribor a 6 meses. As análises deste modelo apontam para uma baixa significância estatística das variáveis de mercado na explicação da variação dos *spreads* soberanos, apontando para uma maior capacidade das variáveis macroeconómicas em justificar a variações dos *spreads*. Daqui podíamos concluir que a variação dos *spreads* é muito pouco sensível às variáveis de mercado e que as variáveis macroeconómicas têm uma influência muito maior na explicação das variações dos *spreads*, como já esperávamos da revisão de literatura.

## 5.2. Avaliação Individual das Variáveis Explicativas

No subcapítulo anterior apresentámos os resultados gerais obtidos para as variáveis explicativas. Considerando apenas a regressão (2), discutimos agora cada uma das variáveis explicativas. No caso da variável ser estatisticamente significativa, analisamos o impacto de uma variação na variável, assumindo que as restantes se mantêm constantes; no caso da variável não apresentar significância estatística, apresentamos possíveis razões para essa ausência.

### Constante

A constante apresenta um valor de -0,16 (2.c.d.). Este valor significa que na ausência de variação das restantes variáveis esperamos que o *spread* varie negativamente em 0,16% (2.c.d.). Isto é, que a diferença entre a *yield* do país em estudo face à *yield* da Alemanha sofra uma evolução de -0,16% (2.c.d.) face ao trimestre anterior.

### $\Delta$ EUR6M

Ao contrário do esperado a variável  $\Delta$  EUR6M apresenta um valor negativo. Uma explicação possível será de que o impacto da variação da Euribor a 6 meses tem um impacto

superior no aumento das *yields* da Alemanha do que nas *yields* dos países periféricos, fazendo com que o diferencial entre as *yields* dos países periféricos e das *yields* da Alemanha diminua.

O valor do coeficiente é de -0,73 (2.c.d.). Isto significa que perante uma variação de 1% da Euribor a 6 Meses face ao trimestre anterior se espere uma variação negativa de 0,73% (2.c.d.) do *spread* das *yields*. Esta variável mostra, portanto, ter um impacto significativo na variação das *yields*.

## **PIB**

Ao contrário do esperado a variável apresenta um valor positivo. Jesus (2010) inclui na sua regressão a variável crescimento do PIB e à nossa semelhança esperava uma relação negativa entre a variação desta variável independente e a variação dos *spreads*. No entanto, o valor do coeficiente da variável do crescimento PIB do seu modelo também apresentou um valor positivo. O autor explica que o crescimento dos PIBs da Zona Euro está altamente dependente do crescimento do PIB da Alemanha e, como tal, é provável, que a sensibilidade das *yields* da Alemanha ao crescimento do próprio PIB seja superior à sensibilidade das *yields* dos restantes países relativamente ao impacto provocado nos PIBs pelo crescimento do PIB da Alemanha.

O valor do coeficiente é de 0,22 (2.c.d.). Este valor traduz-se numa expectativa de que perante um crescimento do PIB face ao ano homólogo o *spread* das *yields* do modelo apresente uma variação percentual de 0,22 (2.c.d.) face ao trimestre anterior. Concluimos, portanto, que a variável *dummy* apresenta um grande impacto para o modelo.

## **$\Delta$ DIV**

Como seria de esperar a variável  $\Delta$  DIV é uma das variáveis com maior impacto na variação dos *spreads*. O sinal esperado da relação entre a variável independente e a dependente equivale ao calculado pelo modelo.

Aßmann e Boysen-Hogrefe (2012) categorizam a variável Dívida/ PIB como sendo a principal influenciadora das crenças dos investidores no que respeita a probabilidade de risco de *default*. Os resultados de Lemmen e Goodhart (1999) parecem confirmar os nossos, na medida em que apontam para uma forte significância entre os *spreads* e o rácio dívida/PIB. Também Alexander e Anker (1997), Lemmen e Goodhart (1999), Lonning (2000), Copeland e Jones (2001) e Codogno *et al.* (2003) encontraram evidências de uma relação positiva entre a dívida pública e as taxas de juros.

O valor do coeficiente é de 0,90 (2.c.d.), o que se significa que, perante uma variação de 1% do *stock* da dívida, se espera uma variação de 0,90% (2.c.d.) do *spread* das *yields*.

**$\Delta$  DESEMP**

A variável  $\Delta$  DESEMP é a que apresenta um maior coeficiente, de 2,06 (2.c.d.), apresentando-se assim como a variável com maior impacto na variação dos *spreads*. O sinal entre a variável dependente e independente é o esperado, significando que perante uma evolução positiva da taxa de desemprego os *spreads* das *yields* irão aumentar. O valor de 2,06 (2.c.d.) significa que perante uma variação de 1% da taxa de desemprego face ao trimestre anterior o *spread* irá aumentar em 2,06% (2.c.d.).

***Rating***

As variáveis *dummy* apresentam os valores de -0,05 (2.c.d.), no caso de aumento do *rating* face ao trimestre anterior, e de 0,21 (2 c.d.), no caso de diminuição do *rating* face ao trimestre anterior. Os sinais dos coeficientes vão ao encontro dos esperados. Estes valores significam que caso ocorra um aumento ou diminuição do *rating* se espera uma variação de -0,05% (2.c.d.) ou 0,21% (2.c.d.) do *spread*, respetivamente. Assim podemos concluir que uma descida do *rating* tem um impacto superior a nível de variação percentual do *spread* do que um aumento do *rating*. O maior impacto de uma descida de *rating* do que de uma subida não vai ao encontro dos resultados apresentados por Afonso *et al.* (2012).

 **$\Delta$  DESPCORR**

A variável apresenta o sinal esperado. O seu valor de 0,10 (2 c.d.) significa que perante a variação de 1% das despesas correntes o *spread* varia 0,10% (2.c.d.). Ainda que se mostre um dos coeficientes mais baixos, se a variação das despesas correntes for um pouco superior a variação poderá ter impactos significativos.

 **$\Delta$  INFL**

A ausência de poder explicativo da variável INFL é contrária aos resultados de Goldstein e Woglom (1991), Alesina *et al.* (1992), Cantor e Packer (1996), Lemmen e Goodhart (1999), Van Landschoot (2004) e Bernoth *et al.* (2012) e aos pressupostos teóricos de que uma inflação mais alta é um indicador de problemas estruturais das finanças do governo, conduzindo a um aumento do prémio do risco de *default* (Oliveira *et al.*, 2012). No entanto, os resultados de Jesus (2010) mostraram-se inconclusivos no que se refere à inflação e os de Oliveira *et al.* (2012), para a maturidade de 10 anos, não se apresentavam económica e estatisticamente significativos. A não significância da inflação poderá prender-se com o facto da amostra de países pertencer à UEM. Antes da implementação da União Monetária, os governos nacionais recorriam à inflação

como mecanismo monetário de financiamento das despesas e dívida soberana, como tal, a inflação era entendida como um indicador da credibilidade dos governos nacionais; no entanto, com a introdução da UEM, o BCE assumiu a responsabilidade de garantir a estabilidade dos preços e manutenção das taxas de juro e, dessa forma, o indicador deixou de refletir diferenças entre os Estados-Membros.

## **BCE**

A variável *dummy* não apresenta relevância estatística; no entanto, pensamos que isso pode ter acontecido fruto do número limitado de observações ou da escolha da variável não ter sido a mais adequada.

## 6. CONCLUSÃO

Nesta dissertação estudámos os determinantes das variações dos *spreads* de crédito soberanos nos países periféricos da Zona Euro, analisando em que medida as variações nos *spreads* de crédito soberano são influenciadas por variações nas variáveis idiossincráticas e nas variáveis de mercado, durante o período de junho de 2002 e dezembro de 2016.

Através de um painel não balanceado para cinco países – Portugal, Itália, Espanha, Grécia e Irlanda - não encontramos evidências de que as variáveis explicativas influenciassem as medidas de risco dos países de forma diferente, como tal assumimos coeficientes semelhantes para todos os países.

Numa primeira fase criámos uma equação que incluía todas as variáveis. Numa segunda fase dividimos as variáveis por duas equações de forma a que uma incluísse variáveis de âmbito macroeconómico (específicas a cada país) e outras variáveis de mercado (comuns a todos os países). Com isto pretendíamos compreender, por um lado, qual dos grupos de variáveis (idiossincráticas ou de mercado) oferecia uma melhor explicação nas variações dos *spreads*; por outro, encontrar uma equação que atingisse resultados mais confiáveis, em que as variáveis não se encontrassem correlacionadas entre si, retirando peso explicativo entre si. Os resultados apontam para que a equação que inclui variáveis macroeconómicas e financeiras explica melhor a variável dependente do que a equação de mercado<sup>26</sup>. Silva (2015) apresenta a mesma conclusão na explicação dos *spreads* de longo prazo de Portugal face à Alemanha<sup>27</sup>. No entanto, os resultados não vão ao encontro dos encontrados pelos autores Collin-Dufresne *et al.* (2001) e Jesus (2010)<sup>28</sup>.

Apesar de algumas das variáveis identificadas na literatura e incluídas no modelo apresentarem um poder explicativo limitado conseguimos atingir o objetivo de compreender qual o grupo de variáveis com maior poder explicativo. A regressão das variáveis macroeconómicas ( $R^2$  mais elevado) mostra-se a mais apropriada para explicar as mudanças dos *spreads* dos países periféricos face à Alemanha para o período em análise, indo, regra geral, ao encontro da teoria económica e de risco de crédito. Entre as variáveis explicativas selecionadas, a variação das despesas correntes, da dívida soberana, da taxa de desemprego e

---

<sup>26</sup> Lemmen e Goodhart (1999) encontraram uma forte correlação entre os *spreads* de crédito e o rácio Dívida/PIB, inflação, despesas do governo e impostos. Ainda que não sejam exatamente as mesmas variáveis usadas nesta dissertação, são também variáveis macroeconómicas.

<sup>27</sup> Silva (2015) argumenta que os *spreads* no longo prazo de Portugal são explicados principalmente por duas categorias de risco: (i) fatores dinâmicos específicos do país e (ii) sentimentos e perceção dos investidores da *performance* económica futura dos países. A autora encontra ainda uma relação entre o comportamento de preços dos investidores e mudanças estruturais que ocorrem no contexto social e económico.

<sup>28</sup> Há que referir que os períodos e países de estudo diferem dos do nosso estudo.



a diminuição da notação de *rating* foram as que se apresentaram estatística (menores *p-values*) e economicamente mais significativas (sinal dos coeficientes corresponde ao sinal esperado). Entre os coeficientes destas variáveis destacam-se o da variação da dívida soberana e o da taxa de desemprego, como sendo os que mais impactam as variações dos *spreads* de crédito soberanos nos países periféricos da Zona Euro. Estes resultados apontam para a importância destas variáveis e vão ao encontro dos apresentados por Leal (2016). Também Alexander e Anker (1997), Lemmen e Goodhart (1999), Lonning (2000), Copeland e Jones (2001) e Codogno *et al.* (2003) encontraram evidências de uma relação positiva entre a dívida pública e as taxas de juro.

Este trabalho permitiu-nos perceber melhor o mercado de obrigações de dívida destes países. No entanto, é importante reconhecer algumas limitações ao modelo criado. Ao longo do trabalho debruçámo-nos com algumas dificuldades. Primeiro, o nosso painel de países incluía países intervencionados, apresentando períodos sem observações, tais como o valor das *yields* para a Grécia e Irlanda. Isso fez com que, por um lado, não tenhamos conseguido criar um painel balanceado, uma vez que perdemos muitas observações e não queríamos perder significância estatística; por outro, pensamos que a equação de mercado não tenha tido tanto impacto devido à dimensão da amostra. Sugerimos, portanto, que estudos futuros apresentem uma frequência de observações mais pequena, por exemplo, mensal. Uma vez que algumas das variáveis não são medidas numa base mensal, poderão ter que recorrer à interpolação e ao alisamento de séries, alertamos então para o risco de enviesamento, em que poderão incorrer, fruto da sazonalidade das variáveis.

A segunda sugestão que deixamos prende-se com incluir no modelo variáveis macroeconómicas desfasadas. Ao incluí-las será mais provável elas serem estatisticamente significativas. Neste estudo, não incluímos variáveis desfasadas, uma vez que isso reduziria o número de observações. Para contornar esta questão incluímos a *dummy* crescimento do PIB face ao período homólogo. O facto dos valores do PIB serem publicados com atraso também diminui a necessidade de incluir uma variável desfasada, na medida em que o período da sua publicação é aquele em que provoca consequências nos *spreads* e na escolha dos investidores, não correspondendo ao período em que se verificou. Deste modo, esperávamos que ainda que sem variáveis desfasadas esta variável refletisse a tendência e cobrisse em parte a ausência das variáveis desfasadas.

A terceira sugestão prende-se com incluir, no modelo, uma outra variável (que não os anúncios do BCE) que traduza o impacto das medidas convencionais ou não convencionais do BCE. A variável que utilizámos para o modelo não se mostrou estatisticamente significativa;

no entanto, consideramos que isso pode ter ocorrido não porque as medidas não tenham influência nos *spreads*, mas sim porque a variável escolhida não foi a mais indicada.

A quarta, e principal sugestão, é de que um estudo futuro, partindo dos resultados deste, averigue a viabilidade de uma mutualização das dívidas europeias e de emissão de *Eurobonds*<sup>29</sup> como medidas de estabilização da União Monetária da UE, fazendo face à instabilidade dos mercados financeiros e à descredibilização da moeda única, por outras palavras, que analise estas medidas enquanto soluções de reestruturação orçamental, fiscal e financeira. Muitos autores apontam estas medidas como capacitadas para permitir a solidificação da estrutura fiscal dos sistemas financeiros, através do aumento da atratividade do mercado de capitais (credibilização da moeda única, aumento do crescimento e competitividade), aumento do equilíbrio orçamental (incentivo à supervisão multilateral das políticas macroeconómicas) e diminuição dos riscos soberanos isolados e de empréstimo.

---

<sup>29</sup> Testar, para isso, a possibilidade das obrigações soberanas serem tidas como substitutos perfeitos pelo mercado. Atualmente, estas são vistas como substitutos imperfeitos, entre outras razões, dadas as discrepâncias dos rácios de dívida.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- A question and answer guide to the Eurozone crisis*. 2011. Russell Investments.
- Acharya, V., Drechsler, I., & Schnabl, P. 2014. A Pyrrhic victory? - Bank bailouts and sovereign credit risk. *The Journal of Finance*, 69: 2343-2952.
- Acharya, V., Eisert, T., Eufinger, C., & Hirsch, C. 2016. *Real effects of the sovereign debt crisis in Europe: Evidence from syndicated loans*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2612855>
- Afonso, A., & Jalles, J. T. 2015. *Economic volatility and sovereign yields determinants: A time-varying approach*. Working Paper no. 04/2016, ISEG.
- Afonso, A., Arghyrou, M. G., & Kontonikas, A. 2015. *The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU*. Working Paper no. 1781, ECB.
- Afonso, A., Arghyrou, M., Gadea, M., & Kontonikas, A. 2017. *Whatever it takes to resolve the European sovereign debt crisis? Bond pricing regime switches and monetary policy effects*. Working Paper no. E2017/12, Cardiff Economics Working Papers Working.
- Afonso, A., Furceri, D., & Gomes P. 2012, Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data. *Journal of International Money and Finance*, 31(3): 606-638.
- Alesina, A., De Broeck, M., Prati, A., Tabellini, G., Obstfeld, M., & Rebelo, S. 1992. Default Risk on government debt in OECD countries. *Economic Policy*, 7(15): 427-463.
- Alexander, V., & Anker, P. 1997. Discipline and the Question of Convergence of National Interest Rates in the European Union. *Open Economies Review*, 8: 335-352.
- Alter, A., & Schüler, Y.S. 2012. Credit spread interdependencies of European states and banks during the financial crisis. *Journal of Banking and Finance*, 36: 3444-3468.
- Arghyrou, M.G., & Kontonikas, A. 2012. The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22: 658-677.
- Arghyrou, M.G., & Tsoukalas, J. 2011. The Greek debt crisis: Likely causes, mechanics and outcomes. *The World Economy*, 34: 173-191.
- Aßmann, C., & Boysen-Hogrefe, J. 2012. Determinants of government bond spreads in the Euro area: in good times as in bad. *Empirica*, 39: 341-356.
- Barbosa, L., & Costa, S. 2010. Determinantes dos *spreads* soberanos na área do Euro no contexto da crise económica e financeira. *Boletim Económico, Banco de Portugal*, 143-162.
- Barnett, N. 2012. Learning from history: Examining yield spreads as a predictor of real economic activity. *The Michingan Journal of Business*, 5:11-45.

- Barrios, S., Iversen, P., Lewyowska, M., & Setze, R. 2009. Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis. *European Economy*, 388: 1-26.
- Bassanini, F., & Reviglio, E. 2011. Financial stability, fiscal consolidation and long-term investment after the crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011 (1): 31-75.
- Beber, A., Brandt, M., & Kavajecz, K. 2009. Flight-to-quality or flight-to-quality? Evidence from the euro-area bond market. *The Review of Financial Studies*, 22 (3): 925-957.
- Bernoth, K., & Erdogan, B. 2012. Sovereign bond yield spreads: A time varying coefficient approach. *Journal of International Money and Finance*, 31: 639-656.
- Bernoth, K., Von Hagen, J., & Schuknecht, L. 2012. Sovereign risk premiums in the European government bond market. *Journal of International Money and Finance*, 31(5): 975-995.
- Bianchi, B. 2016. Sovereign risk premia and the international balance sheet: Lessons from the European Crisis. *Open Economic Review*, 27: 471-493.
- Blot, C., Ducoudré, B., & Timbeau, X. 2016. Sovereign debt spread and default in a model with self-fulfilling prophecies and asymmetric information. *Journal of Macroeconomics*, 47: 281-299.
- Blundell-Wignall, A., & Slovik, P. 2011. A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis. *OCDE Journal: Financial Market Trends*, 2010(2): 9-36.
- Blundell-Wignall, A. 2012. Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011 (2): 1-21.
- Caetano, E. 2017. Agência S&P tira “rating” de Portugal de “lixo”. *Observador*. Disponível em: <http://observador.pt/2017/09/15/sp-tira-rating-de-portugal-de-lixo/>
- Cantor, R., & Packer, F. 1996. Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic Policy Review*, 53: 37-54.
- Claessens, S., Mody A., & Vallee, S. 2012. Paths to eurobonds. *Bruegel Working Paper*, 12(172): 1-40.
- Codogno, L., Favero, C., & Missale, A. 2003. Yield spreads on EMU government bonds. *Economic Policy*, 18(37): 503-532.
- Collin-Dufresne, P., Goldstein, R., & Martin, J. 2001. The determinants of credit spread changes. *Journal of Finance*, 56(6): 2177-2207.
- Copeland, L., & Jones, S.-A. 2001. Default probabilities of European sovereign debt: Market-based estimates. *Applied Economic Letters*, 8: 321-324.
- Cunha, P. 2011. O Euro e a crise de dívidas soberana, <https://portal.oa.pt/upl/%7B8f3aeb48-2544-4239-baea-f166d8b85a55%7D.pdf>, abril 2011.

De Bruyckere, V., Gerhardt, M., Schepens, G., & Vennet, R. 2013. *Journal of Banking and Finance*, 37: 4793-4809.

De Grauwe, P., & Ji, Y. 2013. Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test. *Journal of International Money and Finance*, 34: 15-36.

De Santis, R. 2012. *The Euro Area sovereign debt crisis and safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal*. ECB Working Paper Series No. 1419:1-59. European Central Bank, Frankfurt.

DN Economia, Espanha pede resgate financeiro para a banca, <https://www.dn.pt/economia/interior/espanha-pede-resgate-financeiro-para-a-banca-2600278.html>, 09-06-2012.

Düllman, K., Marliese U., & Windfuhr, M. 2000. *Risk structure of interest rates: An empirical analysis for Deutschemark-denominated bonds*, European Financial Management, 367-388.

ECB Press Release, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>, 10-05-2010.

ECB Press Release, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html>, 10-03-2016.

ECB Press Release, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122.en.html>, 22-01-2015.

ECB Press Release, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140904.en.html>, 04-09-2014.

ECB Press Release, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006\\_3.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006_3.en.html), 06-10-2011.

ECB Press Release, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090507.en.html>, 07-05-2009.

Esposito, M. 2015. A model for public debt sustainability and sovereign credit risk in the Eurozone. *Economic Notes*, 44(3): 511-530.

Eurocid. União Económica e Monetária, [http://www.eurocid.pt/pls/wsd/wsdwcot0.detalhe?p\\_cot\\_id=4808](http://www.eurocid.pt/pls/wsd/wsdwcot0.detalhe?p_cot_id=4808), 20-11-2012.

Faini, R. 2006. Fiscal policy and interest rates in Europe. *Economic Policy*, 21(47): 444-489.

Favero C., & Missale, A. 2010. *EU Public Debt Management and Eurobonds, in Euro Area Governance – Ideas from Crisis Management Reform*, DG Internal Policies, Brussels.

Favero, C., Pagano, M., & Von Thadden, E. 2010. How does liquidity affect government bond yields. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45: 107-134.

- Kaplan Schweser. 2014. *FRM 2015 Part 1 book 4: Valuation and risk models*. United States of America.
- Gabbi, G., & Sironi, A. 2012. *Which factors affect corporate bonds pricing? Empirical evidence from eurobonds primary market spreads*. Newfin Research Center, Bocconi University.
- Gande, A., & Parsley, D. 2005. News spillovers in the sovereign debt market. *Journal of Financial Economics*, 75: 691-734.
- Garcia, J., & Gimeno, R. 2014. Flight to Liquidity in the Sovereign Debt Crisis of the euro area. *Review of Financial Studies*, 22:925-957.
- Gerlach, S., Schulz, A., & Wolff, G. 2010. *Banking and sovereign risk in the euroarea*. CEPR Discussion Paper 7833.
- Geyer, A., Kossmeier, S., & Pichler, S. 2004. Measuring systematic risk in EMU spreads, *Review of Finance*, 8 (2): 171-197.
- Goldstein, M., & Woglom, G. 1991. *Market-based fiscal discipline in monetary unions: evidence from the U.S. municipal bond market*. IMF Working Paper No. 91/89.
- Grammatikos, T., & Vermeulen, R. 2011. Transmission of the financial sovereign debt crises to the EMU: Stock Prices, CDS spreads and Exchange Rates. *Journal of International Money and Finance*, 31 (3): 517-533.
- Hofmann, A., Ferreira, M., & Lampreia, J. 2017. *Case study: DBRS sovereign rating of Portugal. Analysis of rating methodology and rating decisions*. no. 73. GEE Papers, 1-3.
- Huang, J., & Kong, W. 2003. Explaining Credit Spread Changes: New Evidence from Option-Adjusted Bond Indexes. *Journal of Derivatives*, 11: 30-44.
- Jankowitsch, R., Mösenbacher, H., & Pichler, S. 2006. Measuring the Liquidity Impact on EMU Government Bond Prices. *The European Journal of Finance*, 12(2): 153-169.
- Jesus, C. 2010. *The determinants of Euro Zone government credit spreads*. Dissertation submitted as partial requirement to obtain the degree of Master in Finance. ISCTE.
- Klepsch, C., & Wollmershäuser, T. 2011. Yield spreads on EMU government bonds. How the financial crisis has helped investors to rediscover risk. *Intereconomics*, 46(3): 169-176.
- Krugman, P. 1998. What's New about the New Economic Geography. *Oxford Review of Economic Policy*, 14(2): 7-17.
- Lachman, D. 2011. *A gathering European economic storm*. Presentation to Congressional Joint Economic Committee Staff.
- Leal, F. 2016. *Impacto da crise nos determinantes políticos e económicos dos spreads soberanos – Uma aplicação à UEM*. Dissertação de Mestrado em Economia, Faculdade de Economia, Universidade do Porto.

Lemmen, J., & Goodhart, C. 1999. Credit Risks and European Government Bond Markets: A Panel Data Econometric Analysis. *Eastern Economic Journal*, 25: 77-107.

Lipp, J. 2015. *Default Risk contagion in the Eurozone and how to deal with it*. Seminar paper Macroeconomic Imbalance in the Euro Area, SS 2015.

Lonning, I. 2000. Default Premia on European Government Debt. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 136: 259-283.

Manganelli, S., & Wolswijk, G. 2009. *What drives spreads in the Euro area government bond market?* *Economic Policy*, 193-240.

Marques, A. A cronologia dos resgates de Portugal, Irlanda e Grécia (act.). *Negócios*, [http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/a\\_cronologia\\_dos\\_resgates\\_de\\_portugal\\_irlanda\\_e\\_greacutecia\\_act](http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/a_cronologia_dos_resgates_de_portugal_irlanda_e_greacutecia_act), 04-05-2011.

Martinez, L., Teruel, M., & Terceño, A. 2016. Determinantes de *spreads* soberanos durante la reciente crisis financiera: el caso Europeo. *Revistas Científicas Pontifica Universidad Javeriana*, 29(53): 77-100.

Miguel, L. 2013. *Basileia III no sistema bancário português*. Mestrado em Finanças, ISCTE.

Mody, A. 2009. From Bear Sterns to Anglo Irish: *How Eurozone sovereign spreads related to financial sector vulnerability*. Working Paper Series no. 09/108. IMF.

Monti, M. 2010. *A New Strategy for the Single Market: At the Service of Europe's Economy and Society*, Report to the President of the European Commission, 9 Maio.

Negócios. Itália aprova pacote de 17 mil milhões para resgatar bancos, <http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/italia-aprova-pacote-de-17-mil-milhoes-para-resgatar-a-banca>, 25-06-2017.

Oliveira, L., Curto, J., & Nunes, J. 2012. The determinants of sovereign credit spread changes in the Euro-Zone. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 22: 278-304.

Parlamento Europeu. 2016. *O mercado interno: Princípios gerais*, [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pt/FTU\\_3.1.1.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pt/FTU_3.1.1.pdf)

Pereira, P., & Wemans, L. 2012. *Portugal and the Global Financial Crisis – short sighted politics, deteriorating public finances and the bailout imperative*. ISEG Working Paper Series 26/2012, ISEG/UTL, Lisboa.

Pinto, M. 2014. *A crise de dívida soberana na Área do Euro*. Dissertação de Mestrado em Economia, Faculdade de Economia e Gestão, Porto.

Rankin, J. Weakest eurozone economies on long road to recovery, *The Guardian*, <https://www.theguardian.com/business/2017/sep/16/weakest-eurozone-portugal-ireland-spain-italy>, 16-09-2017.

- Reis, D. 2013. *Principais determinantes da yield da dívida pública impacto do rating na yield da dívida pública espanhola*. Dissertação de Mestrado em Economia e Administração de Empresas, Faculdade de Economia, Universidade do Porto.
- Sandoval, L., Beltran, E., Ulziikhutag, S., & Zorigt, T. 2011. *The European Sovereign Debt Crisis: Responses to the Financial Crisis*. *New voices in Public Policy*, 5 (2), 1-25.
- Schuknecht, L., von Hagen, J., & Wolswijk, G. 2010. *Government bond risk premiums in the EU revisited: The impact of the financial crisis*. *European Central Bank*. Working paper, 1152, 1-27.
- Schwarz, K. 2017. *Mind the gap: Disentangling credit and liquidity in risk spreads*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1486240>.
- Sgherri S., & Zoli E. 2009. *Euro area sovereign risk during the crisis*, IMF Working Paper /09/222, 1-22.
- Silva, A. 2015. *The determinants of the Portuguese sovereign debt spread*. Project submitted as partial requirement for the conferral of Master in Finance. ISCTE. Lisboa.
- Soros, G. 2008. The worst market crisis in 60 years. *Financial Times*, <https://www.ft.com/content/24f73610-c91e-11dc-9807-000077b07658>, 22-01-2008.
- Suspiro, A. Espanha dá como perdidas ajudas públicas de 26,3 mil milhões aos bancos. *Observador*, <http://observador.pt/2016/09/12/espanha-da-como-perdidas-ajudas-publicas-de-263-mil-milhoes-aos-bancos/>, 12-09-2016.
- Terceño-Gómez, A., Martínez, L.B., Sorrosal-Forradas, M., & Guercio, M.B. 2015. Sovereign bond spreads and economic variables of European Countries under the analysis of self-organizing maps. *Scientific Methods for the Treatment of Uncertainty in Social Sciences 377 of the series Advances in Intelligent Systems and Computing*, 377: 347-358.
- Thompson, G. 2012. The euro zone crisis: action taken by the European Central Bank (ECB). *House of Commons Library*. Economic Policy and Statistics section, 6448: 1-14.
- Valiante, D. 2011. The Eurozone Debt Crisis: From its origins to a way forward. *CEPS Policy Brief*, 251: 1-12.
- Van Landschoot, A. 2004. *Determinants of Euro Term Structure of Credit Spreads*. ECB Working Paper Series 397. Frankfurt.
- Vayanos D. 2004. *Flight to quality, flight to liquidity, and the pricing of risk*. NBER- Working Papers no. 10327, 1-54.
- Zingales, L. *The Perverse Politics of Financial Crisis*. Project Syndicate: The World's Opinion Page, <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-perverse-politics-of-financial-crisis?barrier=accessreg>, 25-07-2011.