

Condições de mercado

1 Ao longo do mês de dezembro, a perspetiva de subida das taxas de juro pela Reserva Federal dos EUA, que se veio a concretizar, e a descida acentuada dos preços do petróleo induziram o aumento da aversão ao risco. Adicionalmente, os fluxos de refúgio foram ampliados pela redução habitual da liquidez com a aproximação do final do ano, assistindo-se ao fecho de posições em dólares e em ativos de maior risco, como ações e títulos de mercados emergentes.

2 Neste contexto, verificou-se, em dezembro, uma descida dos principais índices acionistas, mais significativa na área do euro e no Japão. As descidas foram em grande medida provocadas pelo fecho de posições e procura de ativos de refúgio, sendo ainda de destacar quedas acentuadas nos mercados ligados ao petróleo.

3 Note-se, porém, que estes movimentos não foram representativos do ano de 2015. De facto, em 2015, o índice Eurostoxx 50 registou uma apreciação de 4,5% e o índice Nikkei de 9,1%. Já os índices norte-americanos, S&P500 e DJ Industrials registaram quedas em dezembro e no ano, reagindo às expectativas de subida da taxa de juro dos Fed funds, que se veio a concretizar no final do ano (Tabela 1).

Tabela 1 – Principais índices acionistas

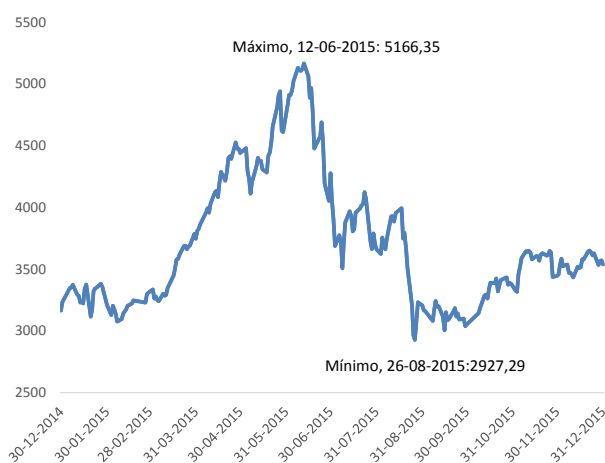
	Nível			Variação percentual (%)	
	31-dez-14 (1)	30-nov-15 (2)	31-dez-15 (3)	2015 (3) vs (1)	dez-2015 (3) vs (2)
Mercado accionista					
<i>Fim de período</i>					
Euro Stoxx 50	3146,4	3489,0	3286,7	4,5	-5,8
Dow Jones Industrial	17823,0	17719,9	17425,0	-2,2	-1,7
S&P500	2058,9	2080,4	2043,9	-0,7	-1,8
Nikkei	17450,8	19747,5	19033,7	9,1	-3,6
Grécia: ASE	826,2	634,8	631,4	-23,6	-0,5
Portugal: PSI 20	4799,0	5350,4	5313,2	10,7	-0,7
Rússia: MICEX	1396,6	1771,1	1761,4	26,1	-0,5

Fonte: Bloomberg.

4 Na China, o índice acionista Compósito de Shangai registou uma volatilidade expressiva durante o ano de 2015. Face ao final do ano anterior, o índice de Shangai aumentou 9% e em dezembro aumentou 3% face ao final do mês anterior (Gráfico 1). Em 2015, o índice atingiu um valor máximo em junho e mínimo em agosto, sendo que face ao valor de junho os investidores perderam 31% no final do ano e face ao valor mínimo de agosto já recuperaram 21%. Apesar deste desempenho positivo do índice acionista, sobretudo nos últimos meses do ano, o mercado cambial registou alguma volatilidade e perda de valor do yuan face ao dólar norte-americano (Gráfico 2).¹ Segundo algumas análises o desempenho da moeda chinesa em dezembro reflete ainda a introdução da moeda no cabaz do direito de saque especial (DSE, ou SDR na sigla inglesa) do FMI e também a percepção de que as autoridades chinesas poderão estar a procurar dar algum estímulo à economia pela via cambial.

¹ Até ao dia 12 de janeiro, face ao final de dezembro, o índice registou uma queda de 15%. Apesar desta acentuada descida, ainda não foi atingido o nível mínimo observado em agosto de 2015.

Gráfico 1 – Índice Compósito de Shangai



Fonte: Google Finance | Nota: Índice base 100 a 19 de dezembro 1990.

Gráfico 2 – Cotação do dólar-yuan em 2015
(1 dólar = x yuan)



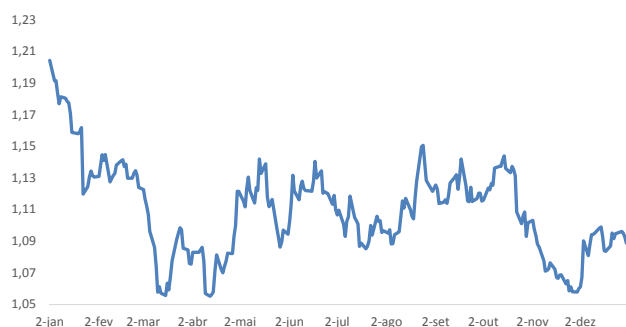
Fonte: Google Finance.

5 No mercado cambial destaca-se a apreciação do euro face às principais moedas, contrariando o movimento generalizado de depreciação ao longo de 2015. Em dezembro, a apreciação do euro, franco suíço e iene surge associada a fluxos de refúgio e fecho de posições com a aproximação do final do ano. Adicionalmente, as decisões de política monetária contribuíram para estes movimentos de apreciação. Na área do euro, apesar do BCE ter descido a taxa de juro de depósito (ver mais à frente) existiam expectativas no mercado de que essa descida pudesse ser mais acentuada. O franco suíço foi adicionalmente suportado pela perspetiva de que o banco central não iria seguir o BCE no reforço da descida de taxas de juro oficiais, o que se confirmou. No Japão, o banco central manteve o programa de *quantitative easing*, tendo ainda estendido a maturidade média das obrigações do Tesouro e aumentado os montantes de compra de *exchange-traded funds* (ETF) e de *real estate investment trust* (REIT).²

² Note-se que os ETF são um sub-setor de fundos de investimento com crescimento muito acentuado, em parte devido aos investimentos por parte das autoridades. Atualmente, de acordo com o BCE os fundos de investimento investem a 4,6% do total dos seus ativos em ETF (dados do Boletim Económico do BCE, divulgado a 17 de dezembro de 2015).

6 Em 2015, o euro depreciou-se significativamente face ao dólar, reagindo às expectativas sobre a evolução divergente das políticas monetárias (Gráfico 3). Ao longo do ano as expectativas de intensificação do caráter acomodaticio da política monetária do BCE contribuíram para a depreciação do euro, sobretudo face ao dólar norte-americano. Nos EUA, a divulgação de dados económicos positivos contribuiu para a formação de expectativas de subida da taxa de juro de referência dos *Fed funds*. Estas expectativas vieram a concretizar-se a meados de dezembro, de acordo com o esperado.

Gráfico 3 – Cotação do euro-dólar em 2015
(1 euro = x dólares)



Fonte: BCE.

7 Em dezembro, o BCE reduziu a taxa da facilidade de depósito, mas surpreendeu alguns participantes de mercado que esperavam uma descida mais acentuada ou um reforço das medidas não convencionais de política monetária. Na reunião de dezembro, o Conselho do BCE decidiu reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito em 10 pontos base, passando para -0,30%. A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de cedência de liquidez permaneceram inalteradas em 0,05% e 0,30%, respetivamente. **No que se refere às medidas de política monetária não convencionais, o BCE decidiu:** i) prosseguir o programa de compra de ativos, prolongando no tempo as aquisições mensais de ativos (no montante de 60 mil M€) até ao final de março de 2017, ou até mais tarde se necessário; ii) reinvestir os pagamentos do valor nominal dos títulos adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos, à medida que esses títulos atinjam o prazo de vencimento, enquanto for necessário; iii) incluir instrumentos de dívida transacionáveis denominados em euros emitidos por administrações regionais e locais situadas na área do euro na lista de ativos elegíveis para compras regulares pelos respetivos bancos centrais nacionais; iv) continuar a conduzir as operações principais de refinanciamento e as operações de refinanciamento de prazo alargado com prazo de três meses sob a forma de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total, pelo menos, até ao final do último período de manutenção de reservas de 2017.

8 O BCE reviu em baixa as expectativas para a inflação da área do euro e em alta a perspetiva para o crescimento económico em 2017. Para 2016 as expectativas de inflação média anual foram revistas de 1,1% para 1,0% e, para 2017, de 1,7% para 1,6%. O crescimento para 2015 foi ligeiramente revisto em alta, assim como para 2017 (Tabela 2). Foi divulgada a primeira estimativa para as componentes do PIB do 3.º trimestre de 2015, que confirmou o crescimento de 0,3%, igual à estimativa preliminar mas com ligeira desaceleração face ao trimestre anterior. O consumo privado e a variação das existências contribuíram com 0,2

p.p. cada para esse crescimento, tendo as contas externas tido um contributo negativo. Em relação à inflação de novembro, o IHPC aumentou 0,1%, em termos homólogos.

Tabela 2 – Projeções para a área do euro
(taxa de variação anual)

	Projeção do Eurosistema (Dez. 2015)			Projeção do BCE (Set. 2015)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8
Inflação	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7

Fonte: BCE.

9 Nos EUA, tal como era aguardado, o Comité de Política Monetária da Reserva Federal dos EUA (FOMC) aumentou o intervalo de referência para a taxa de juro dos *Fed funds* em 25 p.b. para entre 0,25% e 0,50%, tendo sido uma votação unânime entre os membros do Comité. Esta decisão foi motivada pela melhoria assinalada nas condições do mercado de trabalho e, relativamente à inflação, os membros do Comité consideraram que irá aumentar no médio prazo para o objetivo de 2%. Apesar de um tom favorável em relação às condições macroeconómicas continuou a ser mencionado que o percurso das taxas de juro no futuro irá depender das perspetivas para a economia de acordo com os dados económicos que vão sendo divulgados. Relativamente às projeções económicas, destaca-se a revisão ligeira em alta para o crescimento do PIB em 2016 (mediana passou de 2,3% para 2,4%) e a revisão em baixa da taxa de desemprego, de 4,8% para 4,7%. Quanto à inflação, espera-se um crescimento de 1,6% em 2016, o que compara com 1,7% nas projeções de setembro.

10 Perante um contexto de maior aversão ao risco e subida das taxas de juro nos EUA, as taxas de rentabilidade dos mercados obrigacionistas de dívida soberana nos EUA e na Alemanha subiram em dezembro, ao longo de todas as maturidades. Em dezembro observou-se uma subida generalizada das taxas de rentabilidade, sendo que no caso dos EUA essa subida foi mais acentuada nos títulos com maturidade a 10 anos, enquanto na Alemanha a subida foi mais expressiva nos títulos com 2 anos de maturidade. Note-se que ambas as curvas de rendimento apresentam inclinações positivas.³ Ao longo de 2015 observou-se um aumento significativo dessa inclinação na curva de rendimentos da Alemanha e uma diminuição nos EUA. No caso dos EUA, a subida mais acentuada dos *yields* de 2 anos resulta da decisão de política monetária.

11 Em relação à evolução das taxas de rentabilidade dos países da área do euro face ao final do mês anterior, verificou-se a subida generalizada nos prazos mais longos e a descida nos prazos a 2 anos para Portugal, Itália e Irlanda. Nos prazos mais longos verificou-se o aumento generalizado das taxas de rentabilidade, num contexto em que o BCE não anunciou o aumento do montante mensal do programa de compra de ativos (Tabela 3). Esta evolução foi mais penalizadora dos mercados periféricos, observando-se um aumento do diferencial das taxas de rentabilidade face à Alemanha (Tabela 4). Em relação aos prazos dos 2 anos, sobretudo no caso de Portugal, verificou-se uma descida do *yield* e uma descida do diferencial face à Alemanha.

³ A inclinação refere-se à diferença entre a taxa de rentabilidade do título *benchmark* com 10 anos de maturidade face ao título com 2 anos de maturidade. Em geral, a uma inclinação positiva estão associadas expectativas positivas para o crescimento económico.

Tabela 3 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos
(em percentagem e em pontos percentuais)

	31-dez-13	30-dez-14	30-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	6,0	2,7	2,4	2,5	2,3	2,5	0,2	-0,2
Itália	4,1	1,9	1,7	1,5	1,4	1,6	0,2	-0,3
Espanha	4,1	1,6	1,9	1,7	1,5	1,8	0,2	0,2
Irlanda	3,4	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1	0,2	-0,1
França	2,6	0,8	1,0	0,9	0,8	1,0	0,2	0,2
Bélgica	2,5	0,8	0,9	0,8	0,8	1,0	0,2	0,1
Alemanha	1,9	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,2	0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

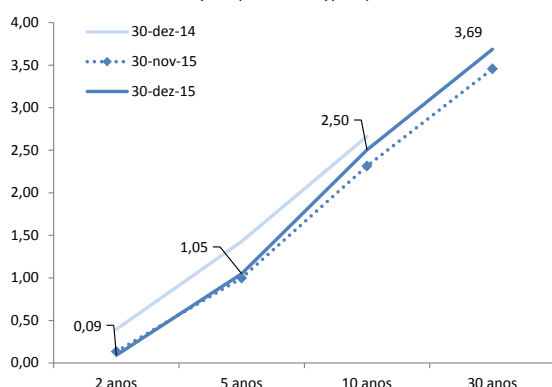
Tabela 4 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos base)

	31-dez-13	30-dez-14	30-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	408	212	180	201	184	188	3,3	-24,7
Irlanda	152	70	64	59	52	52	0,3	-18,2
França	63	28	40	35	32	36	4,2	7,7
Bélgica	62	28	32	29	31	34	3,0	5,4
Itália	216	134	114	96	95	97	2,0	-37,7
Espanha	220	106	130	115	105	114	9,2	7,6

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

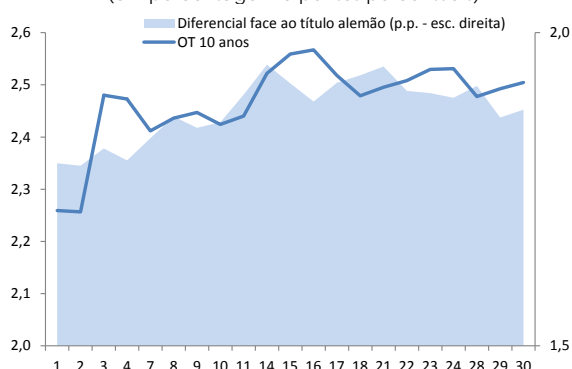
12 Em Portugal, as taxas de juro a 10 anos subiram, observando-se simultaneamente uma diminuição a 2 anos (Gráfico 4). A evolução dos prazos mais longos acompanhou os movimentos dos principais mercados obrigacionistas e foi progressiva ao longo de todo o mês de dezembro (Gráfico 5). Em resultado, a curva de rendimentos registou um aumento da sua inclinação, o que se verifica desde o início do ano (Gráfico 6). Relativamente aos leilões de Bilhetes de Tesouro, a República Portuguesa emitiu a 3 e a 11 meses às taxas médias ponderadas de -0,023% (mínimo histórico) e a 0,03%, respetivamente.

Gráfico 4 – Curva de rendimentos da dívida pública (em percentagem)



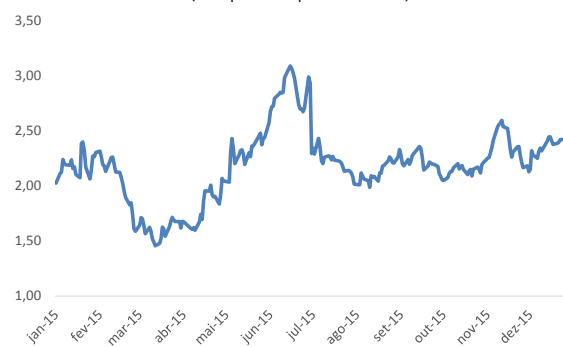
Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rendibilidade dos títulos de dívida *benchmark*.

Gráfico 5 – Evolução diária em dezembro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

Gráfico 6 – Inclinação da curva de rendimentos da República Portuguesa (em pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

13 A evolução dos mercados financeiros em Portugal foi ainda marcada pelos desenvolvimentos relativamente ao setor financeiro, originando a resolução bancária do Banif e a aprovação de um orçamento rectificativo pela Assembleia da República. Apesar do anúncio de um resultado líquido positivo nos primeiros 9 meses (de 6,2 M€, face a um prejuízo de 154,9 M€ registado no período homólogo), as ações do Banif desceram acentuadamente perante notícias de negociações com investidores internacionais no sentido de evitar um cenário de resolução bancária. No dia 17, a CMVM anunciou a suspensão da negociação de ações do Banif por se estar a aguardar factos relevantes no processo de venda, nomeadamente a apresentação de propostas de compra da posição detida pelo Estado. A decisão de venda da atividade do Banif e da maior parte dos seus ativos e passivos ao Banco Santander Totta por 150 M€ foi anunciada no domingo dia 20 de dezembro. De acordo com o comunicado do Banco de Portugal, esta alienação foi feita num contexto de uma medida de resolução, decorrente das imposições das instituições europeias e da inviabilização da venda voluntária do Banif, tendo sido considerada a solução que melhor protege a estabilidade do sistema financeiro e as poupanças das famílias e empresas. A operação envolve um apoio público estimado em 2255 M€ que visa cobrir contingências futuras, dos quais 489 M€ disponibilizados pelo Fundo de Resolução e 1766 M€ diretamente pelo Estado. A generalidade da atividade do Banif é transferida para o Banco Santander Totta, enquanto os ativos problemáticos serão transferidos para um veículo de gestão de ativos (Naviget). No Banif, irá permanecer ainda um conjunto muito restrito de ativos que será alvo de futura liquidação, bem como as posições acionistas, dos créditos subordinados e de partes relacionadas.

14 Recorde-se que, em Janeiro de 2013, o Banif foi recapitalizado pelo Estado Português no montante de 1100 M€ (700 M€ sob a forma de ações especiais e 400 M€ em instrumentos híbridos), passando a deter a maioria do capital. Este plano incluía adicionalmente um aumento de capital por investidores privados de 450 M€, o qual foi concluído em junho de 2014. O Banif reembolsou 275 M€ de obrigações de capital contingente (CoCo's), não tendo tido capacidade para reembolsar o remanescente montante de 125 M€ vencido em dezembro de 2014. A recapitalização pública de 2013 foi aprovada temporariamente pela Comissão Europeia, tendo a aprovação final ficado sujeita à apresentação de um plano de reestruturação do banco. Foram feitas várias versões, mas não nenhuma foi aprovada pela Comissão Europeia. Neste contexto de ausência de um plano de reestruturação aprovado e uma evolução menos

favorável da economia, o Banif foi apresentando consideráveis desvios negativos face ao previsto.

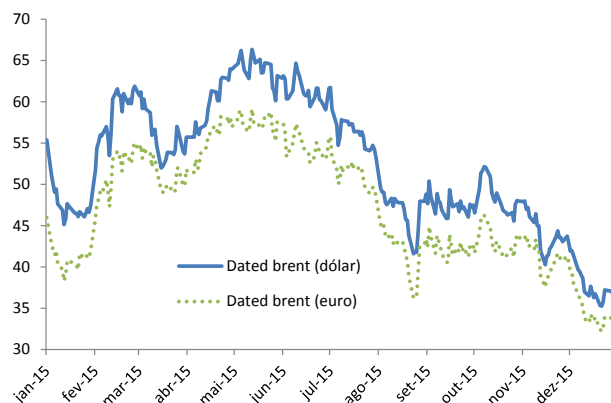
15 Outras decisões relativamente ao setor financeiro ocorreram igualmente em dezembro. O Banco de Portugal decidiu, no âmbito da resolução aplicada ao BES, retransmitir para o BES a responsabilidade pelas obrigações não subordinadas emitidas pelo banco e que foram destinadas a investidores institucionais. Esta transferência envolveu um lote de obrigações no valor de 1985 M€, permitindo o reforço de capital do Novo Banco neste montante e o aumento do seu rácio de capital (tier I).⁴ Adicionalmente o Banco de Portugal anunciou a imposição de uma reserva de fundos próprios às instituições identificadas como de importância sistémica. De notar que, antes das decisões do banco central, a 16 de dezembro, a agência de notação de risco de crédito Fitch anunciou uma avaliação favorável aos bancos portugueses, mantendo o *outlook* para o risco de crédito em estável.

16 A Fitch reduziu o rating do Brasil de BBB- para BB+ (nível considerado especulativo) e manteve o outlook negativo, mencionando como razões a recessão económica e a incerteza política. Na sequência desta decisão, o real brasileiro registou perdas. Também a Moody's anunciou que considera baixar o *rating* (atualmente em Baa3, último nível de investimento), com base na rápida deterioração do contexto macroeconómico e orçamental e deterioração das condições de governação.

17 O preço do petróleo desceu acentuadamente em dezembro, estando o *dated brent* a cotar-se em torno dos 37 dólares/barril (Gráfico 7). A descida do preço do petróleo foi reforçada na sequência da reunião de 4 de dezembro, onde os membros da OPEP adiaram para a reunião de junho de 2016 uma alteração do seu objetivo da produção, que continuou a fixar-se em 30 milhões de barris por dia. No entanto, um pouco paradoxalmente, acordaram manter os níveis de produção aos atuais níveis, ou seja, nos 31,5 milhões de barris por dia, de forma a incorporar o expectável aumento da produção por parte do Irão. Esta decisão sugere o abandono efetivo do controlo da produção, ou pelo menos a aceitação oficial de que o objetivo oficial pode ser ultrapassado, o que já vinha a acontecer, na prática, nos últimos 18 meses.

18 Em termos anuais, o preço do *dated brent* diminuiu 34%, em dólares e 26% em euros. Ao longo de 2015, a cotação do petróleo desceu acentuadamente, o que se verificou de forma mais consistente a partir de maio. A descida acentuada dos preços do petróleo condicionou as expectativas para a evolução das políticas monetárias nos principais países, num contexto em que as taxas de inflação se situam em níveis significativamente abaixo dos objetivos dos bancos centrais.

Gráfico 7 – Preço do petróleo (*dated brent*)
(preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

Divida direta do Estado

19 As necessidades líquidas de financiamento para 2015 fixaram-se em 13,9 mil M€, um aumento de 2,9 mil M€ face à última previsão efetuada pelo IGCP. De acordo com dados divulgados pelo IGCP em janeiro de 2016 no âmbito de uma apresentação aos investidores, as necessidades líquidas de financiamento em 2015 situaram-se em 13,9 mil M€, o que compara com a previsão de outubro, no mesmo âmbito acima referido, de 11,2 mil M€ (Tabela 5).⁵ Para este aumento contribuiu o desvio do défice orçamental do Estado, de 6 mil M€ para 6,5 mil M€, bem como da despesa com ativos financeiros, de 5,2 mil M€ para 7,5 mil M€. Este último foi resultado da intervenção do Estado no âmbito da resolução do BANIF, no valor de 2255 M€, dos quais 489 M€ através do Fundo de Resolução. Por último, de salientar que a reserva de liquidez do Estado, i.e. os depósitos do subsector, fixaram-se em 6,6 mil M€ no final do ano, o que representa um diferencial de 2 mil M€ face à anterior previsão.⁶ A previsão das necessidades de financiamento para 2016 foi igualmente revista (ver Caixa 1).

Tabela 5 – Necessidades líquidas de financiamento
(em milhões de euros)

	IGCP Set-15		IGCP Jan-16	
	2015	2016	2015	2016
Necessidades de Financiamento do Estado	27,6 ¹	17,5 ¹	30,7 ¹	17,0 ¹
Necessidades Líquidas de Financiamento	11,2 ¹	0,5 ¹	13,9 ¹	7,2 ¹
Défice orçamental (sub-setor Estado)	6,0 ¹	3,2 ¹	6,5 ¹	5,2 ¹
Outras aquisições líquidas de ativos financeiros	5,2 ¹	-2,7 ¹	7,5 ¹	2,1 ¹
Privatizações	-	-	-	-0,2 ¹
Amortizações títulos de médio e longo prazo	16,4 ¹	17,0 ¹	16,8 ¹	9,9 ¹
OT+MTN	8,0 ¹	7,0 ¹	8,4 ¹	6,6 ¹
FMI	8,4 ¹	10,0 ¹	8,4 ¹	3,3 ¹
Fontes de financiamento do Estado	27,6 ¹	17,5 ¹	30,7 ¹	17,0 ¹
Uso de depósitos	3,8 ¹	-0,4 ¹	5,8 ¹	-2,9 ¹
Financiamento do ano	23,8 ¹	17,9 ¹	24,9 ¹	19,9 ¹
Posição de liquidez do estado no final do ano	8,6 ¹	9,0 ¹	6,6 ¹	9,5 ¹

Fontes: IGCP (Apresentação aos investidores)

20 As necessidades líquidas de financiamento do Estado até novembro registaram um acréscimo face ao mês anterior. As necessidades líquidas de financiamento do Estado no período janeiro-novembro atingiram cerca de 9,5 mil M€, o que representa um decréscimo de 4 mil M€ face ao

⁴ Numa nota emitida 11 janeiro, a Fitch assinalou o risco legal que o Novo Banco ainda apresenta, pelo facto de estar suscetível a estas decisões do supervisor. Também a Moody's se pronunciou sobre o Novo Banco na sequência da decisão do Banco de Portugal, descendo o *rating* de crédito da dívida *senior*, incluindo os títulos de dívida retransmitidas ao BES, e depósitos de longo prazo de B2 para Caa1.

⁵ Relativamente ao OE/2015, as necessidades líquidas de financiamento excederam o valor previsto em 6,5 mil M€.

⁶ No âmbito do OE/2015, a estimativa para os depósitos no final de 2015 foi de 10,6 mil M€.

registado no período homólogo e um aumento de 198 M€ face a outubro (Tabela 6). A diminuição em termos homólogos decorre, quer do menor défice do subsector Estado (6,1 mil M€ em 2015 face a 7,4 mil M€ em 2014), quer da menor despesa líquida com ativos financeiros (3,4 mil M€ em 2015 face a 6,2 mil M€ em 2014). Face aos dados provisórios, o grau de execução em 2015 foi de 68,1%, encontrando-se abaixo do respetivo duodécimo. Foram efetuados empréstimos de médio e longo prazo no valor de 941 M€, destinados sobretudo ao Metro do Porto e à Região Autónoma da Madeira. Este montante de empréstimos enquadra-se na estimativa anual de 3,2 mil M€, pelo que o grau de execução até novembro foi de apenas 29%. Relativamente às injeções de capital, estas cifraram-se em 2873 M€, valor inferior ao previsto para o conjunto do ano (4661 M€), efetuadas, em parte, nas empresas Estradas de Portugal, REFER e na CP – Comboios de Portugal. O défice orçamental do subsector Estado atingiu 6115 M€ nos primeiros onze meses do ano, o que representa um valor inferior ao estimado para o conjunto do ano (6,5 mil M€).

Tabela 6 – Necessidades líquidas de financiamento
(em milhões de euros)

	nov 2014 (ex. acum.)	Set	Out	Nov	Total (acum.)	OE1R 2015
Necessidades líquidas de financiamento	13580	-706	2186	198	9507	13961
Défice orçamental (sub-sector Estado)	7416	-978	1858	2	6115	6500
Despesa com ativos financeiros	9689	273	330	403	3876	7980
Empréstimos de médio e longo prazo	8090	39	67	300	941	3218
Dotações de Capital	1539	217	261	100	2873	4661
Outros	61	17	2	3	59	100
Receita com ativos financeiros	3524	1	2	207	484	519
Despesa líquida com ativos financeiros	6165	272	328	196	3392	7461

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

21 Registou-se um aumento da dívida direta do Estado em novembro. No final de novembro, a dívida direta do Estado fixou-se em 224,7 mil M€, o que representa um acréscimo de 1,5 mil M€ face ao mês anterior e um aumento de 6,4 mil M€ face ao mês homólogo (Tabela 7). Por instrumento, o aumento da dívida direta do Estado repartiu-se, sobretudo, pela emissão de OT no valor de 995 M€ e de BT a 6 meses (400 M€) e a 12 meses (1,1 mil M€). Por outro lado, observou-se a recompra parcial das OT com maturidades em fevereiro e outubro de 2016, num montante de 78 M€, a redução de obrigações *Medium Term Notes* no valor de 104 M€ e a redução de CEDIC (366 M€). Os saldos de Certificados de Aforo e do Tesouro contribuíram para o aumento da dívida em 160 M€. Por último assistiu-se ao acréscimo da dívida em 652 M€ via flutuações cambiais.⁷

Tabela 7 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

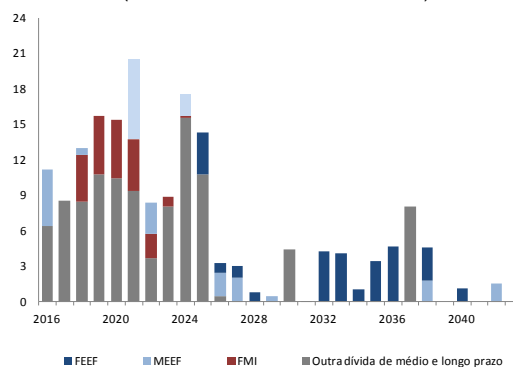
	Nov-14	Out-15	Nov-15	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	121 933	129 314	130 217	0,7	6,8	58,0	904	8 284
Curto prazo	23 432	21 107	20 848	-1,2	-11,0	9,3	-258	-2 583
Médio e longo prazo	98 502	108 207	109 369	1,1	11,0	48,7	1 162	10 867
Não titulada	17 799	21 437	21 597	0,7	21,3	9,6	160	3 798
Cert. Aforo	11 972	12 768	12 775	0,0	6,7	5,7	6	802
Cert. do Tesouro	4 693	7 547	7 701	2,0	64,1	3,4	154	3 008
Outra	1 134	1 122	1 122	0,0	-1,1	0,5	0	-12
Assist. Financeira	78 539	72 375	72 852	0,7	-7,2	32,4	477	-5 687
Total	218 272	223 126	224 667	0,7	2,9	100,0	1 541	6 395
Por memória:								
Transaccionável	115 326	123 100	124 370	1,0	7,8	55,4	1 269	9 044
Não Transaccionável	102 946	100 026	100 297	0,3	-2,6	44,6	271	-2 649
Euro	186 653	198 026	198 930	0,5	6,6	88,5	904	12 277
Não euro	31 619	25 100	25 736	2,5	-18,6	11,5	637	-5 882

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período.

⁷ Em termos acumulados, nos primeiros onze meses do ano, verificou-se uma emissão bruta de 3,6 mil M€ de Certificados de Aforo e de Certificados do Tesouro.

22 Para 2016 está prevista a amortização de dívida pública num valor aproximado a vinte e oito mil M€. Em 2016 está projetada a amortização de dívida direta do Estado no valor de 28,3 mil M€, dos quais 6,7 mil M€ de Obrigações, destacando-se OT com maturidade em fevereiro (2,1 mil M€) e OT com maturidade em outubro (4,4 mil M€) (Gráfico 8). Adicionalmente está prevista a amortização de BT no valor aproximado de 14 mil M€. Adicionalmente, encontra-se planeado o pagamento antecipado do empréstimo do FMI em 3,3 mil M€ (Tabela 5).⁸ Por último, para além destas amortizações encontra-se projetado a amortização de parte do empréstimo do MEEF no montante de 4,75 mil M€. No entanto, no *Ecofin* de 21 de junho de 2013 ficou acordado que a maturidade média dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de sete anos, passando de 12,5 para 19,5 anos. A extensão de cada empréstimo (nomeadamente o empréstimo de 4,75 mil M€ que vence em maio de 2016) será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização, não se esperando que Portugal venha a ter de refinanciar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

Gráfico 8 – Perfil de amortização
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

23 A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta registou um ligeiro acréscimo em termos homólogos. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado acumulada até novembro fixou-se em 6985 M€ (dos quais 374 M€ foram pagos no mês de novembro), o que representou uma desaceleração do acréscimo que se verificava até outubro em termos de taxa de variação homóloga. Para esta desaceleração contribuiu o padrão intra-anual não linear cujos maiores pagamentos se concentram em fevereiro, junho e outubro em consequência dos pagamentos de juros de OT. Adicionalmente, em março e maio os juros estão influenciados pelo primeiro pagamento de juros associado à 10.^a tranche do empréstimo do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira no âmbito do PAEF e ao empréstimo efetuado pelo FMI, respetivamente. Em sentido oposto, encontram-se os juros pagos no instrumento BT.

⁸ Em entrevista à Lusa no dia 30 de dezembro de 2015, a presidente do IGCP afirmou que a não alienação do Novo Banco em 2015 contribuiu para o adiamento de antecipação do pagamento do empréstimo ao FMI, tendo na mesma entrevista sido avançado que o pagamento antecipado do empréstimo do FMI está dependente do comportamento da receita com ativos financeiros, nomeadamente os associados à venda do Novo Banco e à alienação dos ativos do BANIF que transitaram para a Naviget. De acordo com a apresentação aos investidores, atualizada em janeiro de 2016, a estimativa de pagamento antecipado do empréstimo do FMI passou de 10 mil M€ para 3,3 mil M€, face à projeção de outubro de 2015.

Tabela 8 – Despesa com juros e outros encargos da dívida
(em milhões de euros)

	2015			jan-nov		Objectivo OE-2015	Grau de Execução (%)
	set	out	nov	2 014	2 015		
Juros da dívida pública	219	1 530	369	6 928	6 939	7 440	93,3
Bilhetes do Tesouro	3	0	3	349	96	99	97,6
Obrigações do Tesouro	0	1 315	2	3 962	4 088	4 257	96,0
Empréstimos PAEF	157	50	316	1 996	2 043	2 212	92,4
Certif. de Aforro e do Tesouro	40	58	55	342	485	560	86,5
CEDIC / CEDIM	0	13	0	43	31	62	50,1
Outros	19	95	-7	236	196	250	78,7
Comissões	7	2	6	79	65	60	108,9
Empréstimos PAEF	0	0	0	19	2	2	100,5
Outros	7	2	6	60	63	58	109,2
Juros e outros encargos pagos	226	1 533	375	7 006	7 004	7 500	93,4
Tvh (%)	-9,8	-7,9	-27,4				5,7
Por memória:							
Juros recebidos de aplicações	-2,5	-1,6	-0,7	-118,5	-18,9	-36,3	
Juros e outros encargos líquidos	223	1 531	374	6 888	6 985	7 464	93,6%
Tvh (%)	-6,8	-7,9	-22,9				1,4

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

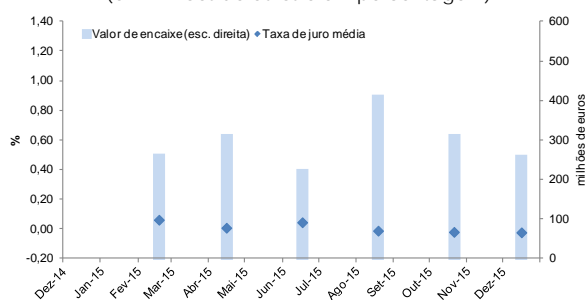
24 Em dezembro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a três e a doze meses. No dia 16 de dezembro, a República Portuguesa colocou duas BT via leilão. A primeira no valor de 248 M€ com maturidade a 3 meses, cuja procura superou os 800 M€, a uma taxa de -0,023%, e a segunda a 12 meses no valor de 750 M€, cuja procura se situou nos 1,4 mil M€, a uma taxa de 0,03%. De salientar que na BT a 12 meses a taxa de juro de colocação foi superior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 9, Gráfico 9 e Gráfico 10).

Tabela 9 – Emissão de Bilhetes de Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Mai-16	Nov-16
Maturidade		
Data da Transacção	16-Dez	16-Dez
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	248	750
Montante de Procura (M€)	838	1 405
Taxa média (%)	-0,023	0,030
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)		
	Out-15	Nov-15
	-0,021	-0,006

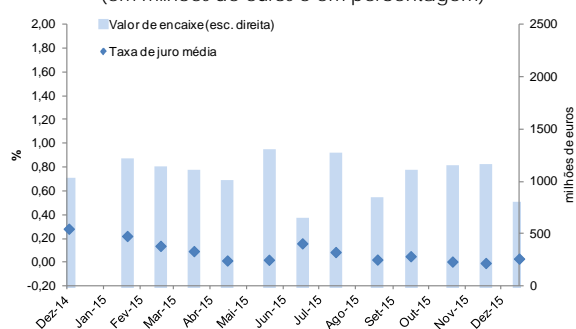
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 9 – Bilhetes do Tesouro a três meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 10 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Caixa 1 – Necessidades líquidas de financiamento 2016 - 2019⁹

Sob proposta do IGCP foi aprovado no dia 7 de janeiro o **programa de financiamento para 2016**. A estratégia delineada para fazer face às necessidades líquidas de financiamento de 2016 consiste, em parte, na realização regular de leilões Obrigações de Tesouro. Estão previstas, combinando leilões e sindicatos, emissões de OT com montantes entre 18 a 20 mil M€ (assegurando um leilão por trimestre). Adicionalmente, prevê-se que o financiamento através de Bilhetes do Tesouro tenha um impacto nulo no stock da dívida, cobrindo as amortizações que se encontram calendarizadas (14 mil M€).¹⁰ Adicionalmente, estima-se um contributo positivo dos produtos de retalho no valor de 1,7 mil M€.

De acordo com a apresentação do GCP aos investidores, atualizada em janeiro de 2016, as **necessidades de financiamento líquidas do Estado para o período 2016/ 2019 foram revistas em alta** excluindo para o ano de em 2017, tendo no caso de 2016 aumentado significativamente face à última projeção oficial (Tabela 1).

Relativamente ao ano de 2016, registou-se um **revisão em alta significativa das necessidades líquidas de financiamento no valor de 6,7 mil M€,** de 500 M€, divulgada em outubro, para 7,2 mil M€ divulgada em janeiro de 2016. A estimativa de outubro previa para 2016 um défice orçamental do Estado de 3,2 mil M€ e uma receita líquida de ativos financeiros de 2,7 mil M€. A revisão em alta resultou da **alteração da previsão para o défice orçamental do Estado de 3,2 mil M€ para 5,2 mil M€** e da previsão para a variação dos ativos financeiros, que passa de uma receita de 2,7 mil M€ para uma despesa de 2,1 mil M€. Não se conhecendo totalmente os motivos subjacentes, para a revisão ao nível dos ativos financeiros terá contribuído a alteração das expectativas quanto ao momento de reembolso dos empréstimos do Fundo de Resolução. Por seu turno, o reembolso antecipado ao FMI foi revisto em baixa, de 10 mil M€ para 3,3 mil M€, correspondendo este diferencial ao aumento das necessidades líquidas de financiamento, que recorde-se, passaram de 0,5 para 7,2 mil M€.

Tabela 1. Necessidades líquidas de financiamento: 2015- 2016
(em milhões de euros)

	IGCP Set-15		IGCP Jan-16	
	2015	2016	2015	2016
Necessidades de Financiamento do Estado	27,6¹	17,5¹	30,7¹	17,0¹
Necessidades Líquidas de Financiamento	11,2¹	0,5¹	13,9¹	7,2¹
Défice orçamental (sub-setor Estado)	6,0 ¹	3,2 ¹	6,5 ¹	5,2 ¹
Outras aquisições líquidas de ativos financeiros	5,2 ¹	-2,7 ¹	7,5 ¹	2,1 ¹
Privatizações	-	-	-	-0,2 ¹
Amortizações títulos de médio e longo prazo	16,4¹	17,0¹	16,8¹	9,9¹
OT+MTN	8,0 ¹	7,0 ¹	8,4 ¹	6,6 ¹
FMI	8,4 ¹	10,0 ¹	8,4 ¹	3,3 ¹
Fontes de financiamento do Estado	27,6¹	17,5¹	30,7¹	17,0¹
Uso de depósitos	3,8 ¹	-0,4 ¹	5,8 ¹	-2,9 ¹
Financiamento do ano	23,8¹	17,9¹	24,9¹	19,9¹
Posição de liquidez do estado no final do ano	8,6¹	9,0¹	6,6¹	9,5¹

Fontes: IGCP.

Adicionalmente, foi alterada a previsão para a **reserva de liquidez do Estado em 2016**, projetando-se um montante de 9,5 mil M€ no final do ano. Este valor representa um acréscimo face a 2015 (em 2,9 mil M€), e uma revisão em alta face à última previsão (em 0,5 mil M€). Para esta revisão em alta contribuiu o facto de se pretender pré-financiar as necessidades de financiamento do ano seguinte em 50%.

⁹ Segundo os dados apresentados na apresentação aos investidores de janeiro de 2016 do IGCP.

¹⁰ A este respeito, para o primeiro trimestre de 2016, é esperada a emissão de seis BT, designadamente as seguintes: no dia 20 de janeiro, com maturidades a 6 e a 12 meses e com um montante indicativo entre 1000 e 1250 M€; no dia 17 de fevereiro, a 3 e a 11 meses, com um montante indicativo entre 1000 e 1250 M€; e no dia 16 de março, a 6 e a 12 meses, com um montante indicativo entre 1000 e 1250 M€.

Relativamente aos **anos subsequentes**, de acordo com o IGCP, o **défi ce orçamental do Estado** fixar-se-á em 5 mil M€, 3,8 mil M€ e 3,1 mil M€ em 2017, 2018 e 2019, respetivamente (Tabela 2).¹¹ Estes configuram uma **revisão em alta** face à última previsão, a qual projetava um défi ce de 2,2 mil M€, 1,1 mil M€ e um superavit de 0,3 mil M€, respetivamente. Em termos acumulados, entre 2017 e 2019, será necessário financiar cerca de mais 9 mil M€ do que o previsto em outubro de 2015.

No que se refere às **privatizações**, passam a projetar-se para 2016 receitas de 0,2 mil M€, cuja descrição não é divulgada.

Ainda quanto a estes anos, a previsão para a **aquisição líquida com ativos financeiros** (a qual inclui o refinanciamento a entidades públicas, a participação no MEE e a amortizações de CoCos) também foi revista em alta no ano de 2017 (de 2 para 2,6 mil M€), permanecendo constante em 2018 (2 mil M€) e 2019 (3,5 mil M€).

Adicionalmente, está projetado um **decréscimo contínuo da reserva de liquidez do Estado** ao longo do período em análise, de 7 mil M€ em 2017, para 6 mil M€ em 2018, terminando em 5 mil M€ em 2019. Em todo o caso, face à anterior estimativa, a reserva de liquidez foi revista em alta em mil M€ por ano.

Por último, também **foi alterado o perfil de pagamento do empréstimo ao FMI**. Se anteriormente estava projetado o pagamento de 10 mil M€ em 2016 e de 6,9 mil M€ em 2017, neste momento esse pagamento encontra-se atenuado no tempo, 3,3 mil M€ em 2016, 2,5 mil M€ em 2017, 4 mil M€ em 2018 e 0,5 mil M€ em 2019.

Tabela 2. Necessidades líquidas de financiamento: 2017-2019
(em milhões de euros)

	IGCP Set-15			IGCP Jan-16		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Necessidades de Financiamento do Estado	19,9	12,0	14,2	19,0	18,6	18,1
Necessidades Líquidas de Financiamento	4,2	3,2	3,2	7,7	5,9	6,6
Défi ce orçamental (sub-setor Estado)	2,2	1,1	-0,3	5,0	3,8	3,1
Outras aquisições líquidas de ativos financeiros	2,0	2,0	3,5	2,6	2,0	3,5
Privatizações						
Amortizações títulos de médio e longo prazo	15,7	8,8	11,0	11,4	12,8	11,5
OT+MTN	8,9	8,8	11,0	8,9	8,8	11,0
FMI	6,9			2,5	4,0	0,5
Fontes de financiamento do Estado	19,9	12,0	14,2	19,0	18,6	18,1
Uso de depósitos	2,0	2,0	1,0	2,5	1,0	1,0
Financiamento do ano	17,9	10,0	13,2	16,5	17,6	17,1
Posição de liquidez do estado no final do ano	7,0	5,0	4,0	7,0	6,0	5,0

Fontes: IGCP.

Divida pública na ótica de Maastricht ¹²

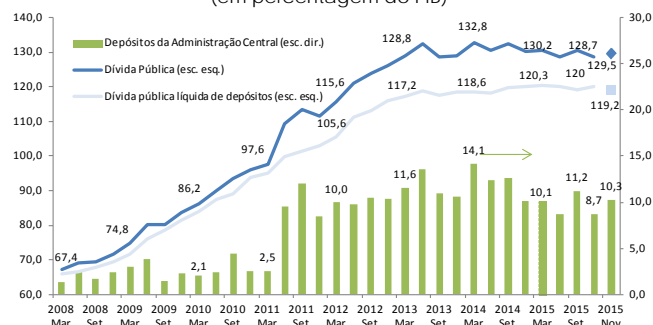
25 Registou-se, até novembro, um acréscimo da dívida pública. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de *Maastricht* no final de novembro ascendeu a 231,3 mil M€, encontrando-se acima do previsto na 2.^a notificação do Procedimento dos Défi ces Excessivos para o final de 2015 (223 mil M€). A confirmar-se o valor provisório, este representa um aumento de 5,5 mil M€ em termos nominais face ao final de 2014. Em termos de instrumento de dívida o aumento repartiu-se pela emissão de Obrigações do Tesouro e de Certificados do Tesouro e de Aforro, bem como a utilização pouco significativa da liquidez acumulada em depósitos da administração central, que se mantiveram em aproximadamente 18,3 mil M€. No que se refere à dívida

¹¹ As projeções do IGCP baseiam-se no programa de governo de 2016-2019.

¹² A dívida na ótica de *Maastricht* difere do conceito dívida direta do Estado devido, aos seguintes aspetos: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto a dívida de *Maastricht* inclui todas as entidades classificadas para fins estatísticos no setor institucional das administrações públicas; ii. efeitos de consolidação - a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de *Maastricht* é consolidada, isto é, excluem-se os ativos de entidades das administrações públicas que correspondem a passivos de outras entidades das administrações públicas; iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de *Maastricht*.

líquida de depósitos da administração central, esta diminuiu para 212,9 mil M€, o que representa um acréscimo de 4,8 mil M€ face ao registado no final de 2014. No entanto, a dívida direta do Estado registou um acréscimo de 7,5 mil M€ durante o mesmo período. A diferença entre ambas decorrerá, em parte, da consolidação da dívida das administrações públicas em resultado de empréstimos e injeções de capital efetuados pelo Tesouro a empresas públicas dentro do perímetro, as quais se traduziram em amortização de dívida bancária.¹³

Gráfico 11 – Dívida pública
(em percentagem do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: Os valores apresentados para setembro de 2015 correspondem à estimativa do Banco de Portugal, sendo os valores de outubro relativos à estimativa da UTAO que se encontram na nota da dívida de novembro (Informação Técnica da UTAO n.º 38/2015).

26 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB no final de novembro de 2015 se tenha situado entre 129,3% e 129,8% do PIB.¹⁴ De acordo com a informação disponível, a estimativa realizada para a dívida pública em percentagem do PIB no final de novembro aponta para um **valor central de 129,5%** do PIB (Gráfico 11), sendo que esta estimativa está dependente da hipótese assumida quer para a taxa de crescimento do PIB real, quer para o deflador do mês de outubro e novembro.¹⁵ A confirmar-se, regista-se um decréscimo face ao valor da dívida pública no final do 3.º trimestre (130,5% do PIB) e um aumento face à estimativa produzida pela UTAO relativa ao mês de outubro (128,7% do PIB). Adicionalmente, a dívida pública terá excedido a previsão oficial para o final do ano, segundo a 2.^a notificação dos Procedimentos dos Défi ces Excessivos, a qual, recorde-se, é de 125,2% do PIB.¹⁶ Por outro lado, projeta-se para novembro um nível de dívida pública em percentagem do PIB excluindo os depósitos da administração central de aproximadamente 119,2% do PIB.

¹³ Para a redução da dívida pública poderá ter contribuído uma possível aquisição líquida de títulos de dívida pública portuguesa por parte do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) tal como se encontra previsto, mantendo a tendência verificada durante o ano de 2014. No entanto, não há informação disponível que esclareça se tal aconteceu ou não ao longo de 2015.

¹⁴ O rácio de dívida pública na ótica de Maastricht consiste no rácio entre a dívida pública na ótica de Maastricht e o PIB em termos não ajustados de sazonalidade nem de calendário.

¹⁵ No dia 23 de dezembro, o INE divulgou a taxa de crescimento do PIB nominal do 3.º trimestre não ajustado de efeitos de calendário e de sazonalidade e que se fixou em 2,6%. Na sua análise a UTAO tem em consideração estes dados, bem como a previsão do Banco de Portugal para o crescimento do PIB em 2015 em termos reais (1,6%), à qual acresce uma previsão do Ministério das Finanças de 1,3% para a variação do deflador do PIB. A UTAO também considerou a evolução de diversos indicadores económicos qualitativos e quantitativos relativos à atividade económica de novembro nas suas previsões.

¹⁶ O valor projetado no programa do XXI Governo Constitucional para final de 2015 é de 128,2% do PIB. Neste não se inclui o impacto da intervenção do Estado resultado da resolução do BANIF.

Caixa 2 – Tesouraria Central do Estado¹⁷

Nesta caixa apresenta-se uma análise à evolução da Tesouraria Central do Estado, dando-se particular destaque aos depósitos efetuados junto do Banco de Portugal (BdP), bem como dos fundos aplicados nas instituições de crédito (IC).

O Decreto-Lei que concretiza a reforma da gestão da tesouraria foi aprovado no Conselho de Ministros de 21 de junho de 2007, congregando no IGCP a gestão da totalidade da tesouraria central do Estado e da dívida pública, implementando-se uma gestão integrada dos ativos e passivos financeiros do Estado, com vista a um aumento de ganhos de eficiência. Com esta reforma, os saldos de tesouraria passaram a ser utilizados para compensar parcialmente os saldos da dívida, diminuindo a dívida em circulação e os consequentes encargos financeiros para o Estado.

Este modelo guia-se por um conjunto de **princípios** considerados fundamentais à **integridade da gestão**, designadamente: (i) o princípio da unidade e do equilíbrio da tesouraria; (ii) o princípio da gestão integrada dos ativos e passivos financeiros do Estado; (iii) o princípio da minimização do financiamento externo do Estado; e (iv) o princípio da redução dos saldos de tesouraria para níveis de segurança mínimos, tecnicamente aceitáveis.

No mesmo sentido, a gestão da tesouraria do Estado e das entidades que integram o subsector da administração central obedece ao **princípio da unidade de tesouraria**, que consiste na centralização e manutenção dos dinheiros públicos na Tesouraria Central do Estado. Os objetivos da unidade de tesouraria são: (i) a minimização do prazo de imobilização dos recebimentos; (ii) o maior eficiência e eficácia na execução dos pagamentos; (iii) a maior articulação entre recebimentos e pagamentos; e (iv) racionalizar a gestão global dos fundos públicos.

Tabela 1. Disponibilidades e Aplicações do Estado, por tipo
(posições em final de período, em milhões de euros)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Mar-15	Jun-15	Set-15
(1) Depósitos no Banco de Portugal	0	0	4 654	5 182	7 628	7 830	8 575	6 051	11 462
(2) Aplicações Financeiras	892	1 878	7 573	9 755	7 728	5 510	4 886	4 886	3 323
(3) Depósitos no estrangeiro	15	21	22	9	12	4	6	4	3
(4) Caixas	100	376	341	420	385	370	390	383	964
(5) Outros	585	346	444	180	318	173	107	305	628
(6) Disponibilidades e aplicações (1)+(2)+(3)+(4)+(5)	1 592	2 621	13 035	15 547	16 072	13 886	13 964	11 629	16 381
(7) Conta margem	0	0	643	858	99	926	2 499	2 072	1 980
Depósitos (6)-(4)-(5)-(7)	907	1 899	11 607	14 088	15 270	12 418	10 968	8 869	12 809

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: As margens são os montantes que as contrapartes depositam junto do IGCP para fazer face às perdas potenciais.

As disponibilidades e aplicações da Tesouraria Central do Estado incluem, entre outros, os depósitos junto do Banco de Portugal, as aplicações junto das instituições financeiras enquanto depósitos à ordem ou a prazo, os depósitos efetuados no estrangeiro e a tesouraria da autoridade aduaneira e da autoridade tributária (caixas).

Nos últimos anos, a evolução das disponibilidades e aplicações da Tesouraria Central do Estado foi, em muito, determinada pelo Programa de Auxílio Económico e Financeiro (PAEF). Pode dividir-se o comportamento da Tesouraria Central do Estado em dois períodos: o antes e o depois do PAEF. Designadamente, se antes do PAEF os valores médios na tesouraria eram inferiores a 3 mil M€ (em março de 2011 atingiu 1,4 mil M€), após o PAEF, estes passaram a ser em média, superiores a 13 mil M€ (Tabela 1 e Gráfico 1).

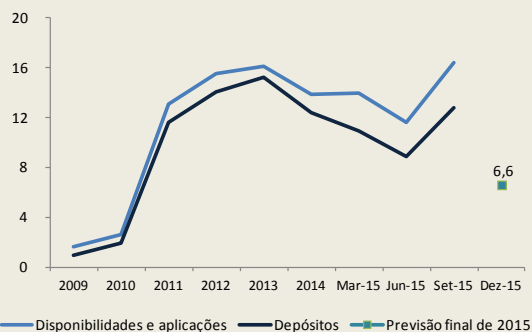
O PAEF garantiu a entrada de 76,5 mil M€ (em valor desembolsado) através de empréstimos do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF/EFM), do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF/EFM) e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Parte desses fundos foram depositados em contas do IGCP junto do Banco de Portugal, subdividindo-se em: (i) a conta EFSM; (ii) a conta EFSF; (iii)

¹⁷ Republica-se a caixa publicada na Nota Técnica da UTAO n.º 1/2016, atualizando-se o valor dos depósitos entretanto divulgados pelo IGCP na nota aos investidores de janeiro de 2016.

a facilidade de suporte aos bancos (linha de 12 mil M€ destinados ao mecanismo de apoio público à solvabilidade de bancos viáveis).¹⁸

Com o fim do PAEF (em maio de 2014), a gestão de liquidez de curto prazo por parte do IGCP deixou de se subdividir nas categorias anteriores. Adicionalmente, passaram a ser depositados os rendimentos obtidos com a emissão de Obrigações do Tesouro e foi dada a permissão formal do uso dos 2,5 mil M€ que constavam na conta de facilidade de suporte de liquidez (cuja finalidade era a recapitalização do setor financeiro) para outros fins.

Gráfico 1. Disponibilidades e Aplicações do Estado
(milhares de milhões de euros)



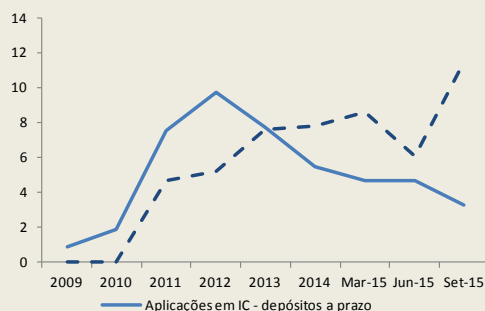
Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: A previsão dos depósitos do Estado no final de 2015 encontra-se identificada na apresentação do IGCP aos investidores de janeiro de 2016.

No que se refere aos depósitos a prazo que o Tesouro tem junto das instituições de crédito, estes têm vindo a diminuir, atingindo 3,3 mil M€ em setembro de 2015, tendo sido de 9,7 mil M€ no final de 2012 (Tabela 1 e Gráfico 2). Tal é resultado, em parte, de se ter passado a utilizar mais intensamente a conta junto do Banco de Portugal enquanto conta corrente do Estado.

Relativamente à conta junto Banco de Portugal, esta passou de 6,1 mil M€ em junho para 11,5 mil M€ em setembro (Tabela 1 e Gráfico 2). Para esta evolução contribuiu a liquidez gerada pelas emissões de Obrigações do Tesouro no valor de 4,7 mil M€ e pelo acréscimo da receita fiscal do Estado no terceiro trimestre face ao segundo trimestre. Adicionalmente, de referir que este valor terá diminuído em outubro ao se terem realizado nesse mês amortizações de Obrigação do Tesouro no montante de 5,4 mil M€

Gráfico 2. Disponibilidades e Aplicações do Estado: subdivisão entre aplicações em Instituições de Crédito e Depósitos no Banco de Portugal

(posições em final de período, em milhares de milhões de euros)



Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

A Tesouraria Central Estado contempla montantes que não estão depositadas nas contas do IGCP e encontram-se em contas caixas de diversas instituições nomeadamente, na tesouraria da Autoridade

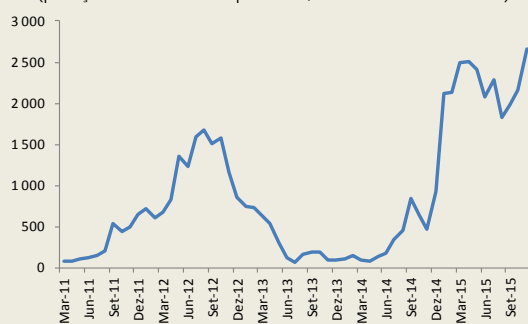
¹⁸ De salientar o uso da linha de facilidade de suporte aos bancos para recapitalização do BCP, BPI, CGD e BANIF através de CoCos (5,8 mil M€) e para fazer face ao empréstimo de 3,9 mil M€ ao Fundo de Resolução no âmbito do Novo Banco, totalizando 9,7 mil M€.

Alfandegária, na tesouraria dos serviços locais de Finanças e em outras contas receptoras de pagamentos (CTI, SIBS, IRN).

Em termos anuais, desde 2010, o valor detido na tesouraria da Autoridade Alfandegária e da Autoridade Tributária encontra-se entre 300 M€ e 400 M€, tendo no entanto passado, em setembro de 2015, para 964 M€ (Tabela 1). Também a conta recebedora do IGCP – DUC (documento único de cobrança) passou de 200 M€ para 556 M€ em setembro de 2015.¹⁹ Para tal contribuiu o padrão intra-anual de cobrança de receita fiscal, nomeadamente de IRC e derrama estadual.^{20, 21, 22}

No que se refere às contas margem, estas aumentaram significativamente desde finais de 2013, para um valor em torno de 2 mil M€ no final de setembro de 2015 (Gráfico 3). Nestas contas são contabilizadas as margens que resultam da evolução dos contratos dos derivados, em resultado da depreciação do euro.²³

Gráfico 3. Contas Margem
(posições em final de período, em milhões de euros)



Fonte: IGCP

Em termos globais, os depósitos do Estado fixaram-se em 12,8 mil M€ em setembro de 2015 (Tabela 1 e Gráfico 1). Pelas razões anteriormente referidas, este valor deverá reduzir-se no mês de outubro. Para o final do ano 2015, a previsão do Ministério das Finanças, efetuada em outubro, aponta para um stock de depósitos de 8,6 mil M€ (Gráfico 1). Este valor poderá alterar-se tendo em consideração a evolução das necessidades de financiamento decorrentes da despesa com ativos financeiros, nomeadamente devido à resolução do BANIF.

No que se refere aos montantes de depósitos efetivamente verificados no final de 2015 e previstos para o final de 2016, aguarda-se a informação a constar no relatório do Orçamento do Estado para 2016. No entanto, de acordo com a atualização da apresentação do IGCP aos investidores de janeiro de 2016, os depósitos do Estado fixaram-se em 6,6 mil M€ no final de 2015 e prevê-se que atinjam 9,5 mil M€ no final de 2016, representando um pré-financiamento de 50% das necessidades do ano seguinte.

¹⁹ A tesouraria do IGCP criou uma rede de cobranças própria sustentada pelo Documento Único – DUC, enquanto documento desmaterializado e por um sistema informático de controlo diário das cobranças, depósitos e fundos entrados na Tesouraria do Estado, o Sistema de Cobranças do Estado – SCE, com ligação direta aos sistemas próprios das entidades administradoras da receita. Com efeito, o uso do DUC permite a cobrança das receitas de qualquer entidade através da Rede de Cobranças do Estado, designadamente: Multibanco, Instituições de Crédito, Serviços Locais de Cobrança dos Impostos e das Alfândegas, CTT, entre outros.

²⁰ No caso do IRC verifica-se em setembro (com prazo a 30 de setembro) o segundo pagamento por conta do IRC, devido por entidades residentes que exercem, a título principal, atividade de natureza comercial/industrial/agrícola e por não residentes com estabelecimento estável, com período de tributação que coincida com o ano civil;

²¹ No caso da derrama estadual (com prazo a 30 de setembro) verifica-se o segundo pagamento adicional por conta, devido por entidades residentes que exercem, a título principal, atividade de natureza comercial/industrial/agrícola e por não residentes com estabelecimento estável que tenham no ano anterior um lucro tributável superior a 1,5 mil M€ com período de tributação que coincida com o ano civil.

²² O montante detido nas caixas irá ser posteriormente depositado na conta do IGCP junto do Banco de Portugal.

²³ Em concreto, as margens são os montantes ou outras garantias que as contrapartes devem depositar à ordem de uma instituição financeira para fazer face às perdas potenciais. No caso específico do IGCP, a existência de contas margem insere-se nos swaps efetuados entre contrapartes financeiras e o IGCP. Essas garantias podem ser constituídas sob a forma de títulos de dívida ou dinheiro. No entanto, após o pedido de auxílio económico e financeiro, as contrapartes deixaram de utilizar títulos de dívida pública enquanto garantia devido ao *rating* dos mesmos e o seu significado em termos de possibilidade de incumprimento, passando a ser efetuadas em dinheiro. Para o IGCP, as garantias recebidas referentes às perdas potenciais das contrapartes são consideradas um passivo. Note-se que como resultado da depreciação do euro o IGCP apresenta ganhos nos *swaps* cambiais, pelo que no final dos contratos, mantendo-se este ganho, os depósitos das contrapartes serão desfeitos.