

## Condições de mercado

**1 Em outubro, nos principais mercados financeiros registaram-se movimentos associados a um maior otimismo, apesar de alguma instabilidade causada pela situação política na Catalunha e pela incerteza quanto à concretização do Brexit.** Os índices bolsistas das principais economias valorizaram-se, tendo o índice EuroStoxx50 aumentado 2,2%, desde o final de setembro, e atingindo um máximo desde meados de 2015, o S&P500 aumentou 2,2% e o índice Nikkei 8,1%. No Reino Unido, o índice Footsie100 manteve-se no nível do final do mês anterior, num contexto em que persiste incerteza sobre a concretização da saída do país da UE.

**2 Os resultados do referendo na Catalunha e a posterior declaração unilateral de independência da região condicionaram os movimentos nos mercados cambiais e financeiros.** No dia 1 de outubro, votaram na Catalunha cerca de 42% dos eleitores atribuindo 90% a vitória ao sim no referendo. Este referendo foi considerado inconstitucional, tendo colocado a seguinte questão: "quer que a Catalunha seja um Estado independente na forma de uma República". Após alguns dias de instabilidade, o parlamento da Catalunha aprovou a declaração unilateral da independência da região. O Governo espanhol ativou o artigo 155º da Constituição e as medidas tomadas incluíram a suspensão dos poderes do Governo da Catalunha, passando para o governo central, a dissolução da Assembleia Regional catalã e a convocação de eleições antecipadas para o dia 21 de dezembro. Este contexto acabou por contribuir para o desagravamento das tensões políticas, revertendo alguns dos movimentos mais negativos nos mercados financeiros.

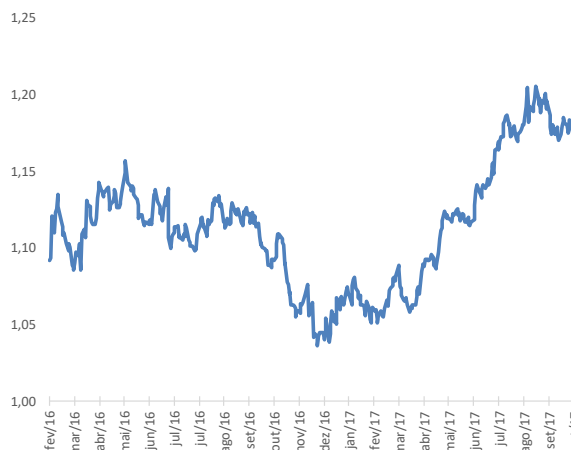
**3 O mercado acionista espanhol reagiu negativamente no início do mês aos anúncios de deslocalização dos principais bancos da Catalunha, face à incerteza política. Posteriormente, com o anúncio de eleições antecipadas, esse efeito foi revertido.** O índice acionista IBEX registou perdas significativas, sobretudo motivadas pelo setor financeiro. Os bancos CaixaBank e Sabadell, principais bancos na Catalunha, decidiram deslocar as suas sedes de Barcelona para Las Palmas e Alicante, respetivamente, de modo a garantirem a continuidade no Eurosistema. Surgiram também notícias de que algumas empresas ponderaram decisões semelhantes. No cômputo do mês, sobretudo após a marcação de eleições antecipadas, o índice IBEX corrigiu as perdas e a curva de rendimentos em Espanha, acabou por acompanhar os movimentos dos restantes países europeus, com descidas mais acentuadas nos prazos mais longos.

**4 Em termos de risco de crédito para Espanha, a agência de rating S&P's manteve o rating de Espanha em 'BBB+', com outlook positivo.** Contudo, colocou o rating da dívida da Catalunha de 'B+' em *Credit watch* negativo, alertando para possível *downgrade*, caso o escalar das tensões entre o Governo regional e o Governo de Espanha coloque em causa o financiamento de dívida da região. Também a DBRS reafirmou o *rating* da Espanha em A com perspetiva estável. A Moody's indicou que a independência da Catalunha terá um efeito de crédito negativo em Espanha.

**5 No Reino Unido, a libra esterlina acabou por ser condicionada pela continuação das negociações sobre as condições de saída da EU e pelas expectativas de subida da taxa de juro de referência.** A libra esterlina chegou a atingir um mínimo mensal face ao euro e ao dólar, tendo sido penalizada por notícias que referiam o aumento da pressão para a saída por parte da primeira-ministra T. May, assim como notícias que apontavam para a existência de um plano de contingência por parte do governo britânico para a saída da UE sem acordo. Com efeitos opostos, a moeda britânica beneficiou do reforço das expectativas para uma subida das taxas por parte do Banco de Inglaterra, num contexto em que foram divulgados dados económicos favoráveis, nomeadamente a aceleração inesperada do PIB no 3.º trimestre.<sup>1</sup>

**6 Nos EUA, o dólar prosseguiu em apreciação generalizada, num contexto de reforço de expectativas quanto a um posicionamento mais hawkish da Reserva Federal.** A especulação em torno da escolha do próximo presidente da Reserva Federal acabou por condicionar os participantes de mercado ao longo do mês de outubro, uma vez que qualquer das hipóteses consideradas indicaria um posicionamento mais agressivo (*hawkish*) do que o atual, isto é, um maior posicionamento no sentido de decisões que conduzam a uma subida das taxas de juro, apreciação da moeda e controlo das pressões inflacionistas.<sup>2</sup> Neste sentido contribuiu também a divulgação de dados económicos favoráveis.

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



Fonte: BCE.

**7 Na área do euro, os participantes de mercado aguardaram com expectativa os sinais sobre a estratégia de saída da política monetária ultra-acomodatória do BCE.** Na reunião de política monetária foram mantidas as taxas diretores e foi anunciada a extensão dos programas de compra de dívida. O BCE manteve, na reunião de outubro, as taxas diretoras, como esperado, tendo anunciado uma extensão do programa de compra de dívida até setembro de 2018, ou até posteriormente de acordo com a avaliação do Conselho de Governadores para garantir que a inflação se mantenha na trajetória do objetivo. Relativamente ao programa de compra de dívida foi ainda anunciada uma redução dos montantes de compras mensais para 30 mil M€, conforme antecipado pela maioria dos

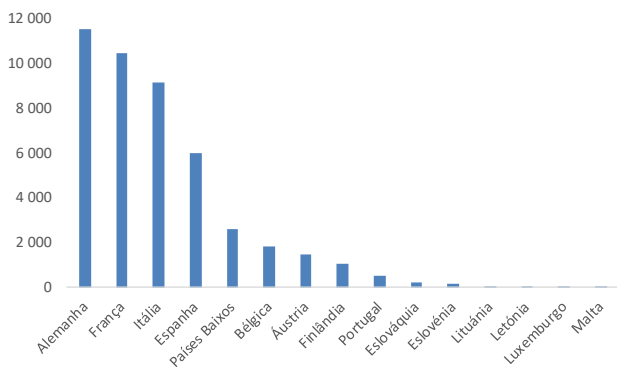
<sup>1</sup> Estas expectativas acabaram por se concretizar na subida de 25 p.b. da taxa repo no início de novembro.

<sup>2</sup> Já em novembro, o presidente dos EUA anunciou que será Jerome Powell a suceder a Janet Yellen.

analistas. Neste contexto, o euro, que se havia apreciado antes da decisão com expectativas de anúncio de maior redução do caráter ultra-acomodatório da política monetária, registou uma depreciação face ao dólar (Gráfico 1) e as taxas de rentabilidade da área do euro registaram uma descida. Contudo, as principais bolsas beneficiaram da extensão do programa de compras por parte do BCE, sobretudo nos países periféricos.

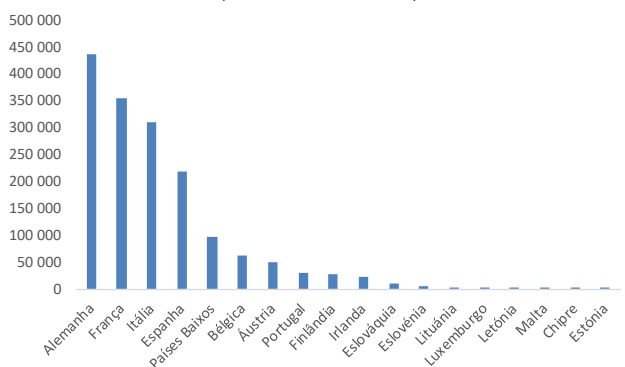
**8 Em outubro de 2017, as compras de títulos pelo BCE no âmbito do programa alargado de compras de ativos (Expanded Asset Purchase Programme) situaram-se em cerca de 50 mil M€.** Durante o mês de outubro, as compras líquidas do BCE no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) situaram-se em 50,2 mil M€ de títulos de dívida pública e de entidades supranacionais. Em termos mensais, as compras no âmbito do PSPP concentraram-se em obrigações de dívida pública da Alemanha, França e Itália (Gráfico 2 e Gráfico 3), em linha com o montante total acumulado desde o início do programa em março de 2015. Relativamente aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras efetuado pelo BCE em outubro foi de 489 M€. O montante acumulado de títulos de dívida soberana portuguesa comprados pelo BCE no âmbito do PSPP desde o início do programa situou-se em 30 059 M€, sendo a maturidade média desses títulos de 8,48 anos.

**Gráfico 2 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em outubro**  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

**Gráfico 3 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início em março de 2015**  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

**9 As taxas de rentabilidade da dívida soberana da área do euro registaram uma tendência de descida, na generalidade dos países e das maturidades** (Tabela 1 e Tabela 2). As taxas de rentabilidade desceram mais significativamente na maturidade a 10 anos, tendo-se também reduzido o diferencial face à Alemanha. Em Espanha, as taxas de rentabilidade

subiram no início do mês, mas acabaram por corrigir esse movimento tendo acabado por descer. Face à Alemanha, o diferencial aumentou nas maturidades a 2 e a 5 anos.

**Tabela 1 – Taxas de rentabilidade para títulos emitidos a 10 anos**  
(em percentagem e em pontos percentuais)

	30/dez/14	30/dez/15	30/set/16	30/dez/16	30/jun/17	29/set/17	31/out/17	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	2,7	2,5	3,3	3,7	3,0	2,4	2,1	-0,3	-1,0
Itália	1,9	1,6	1,2	1,8	2,2	2,1	1,8	-0,3	-0,3
Espanha	1,6	1,8	0,9	1,4	1,5	1,6	1,5	-0,1	-0,1
Irlanda	1,2	1,1	0,3	0,7	0,9	0,7	0,6	-0,2	-0,3
França	0,8	1,0	0,2	0,7	0,8	0,7	0,8	0,0	-0,1
Bélgica	0,8	1,0	0,1	0,5	0,8	0,7	0,6	-0,1	-0,2
Alemanha	0,5	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,4	-0,1	-0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

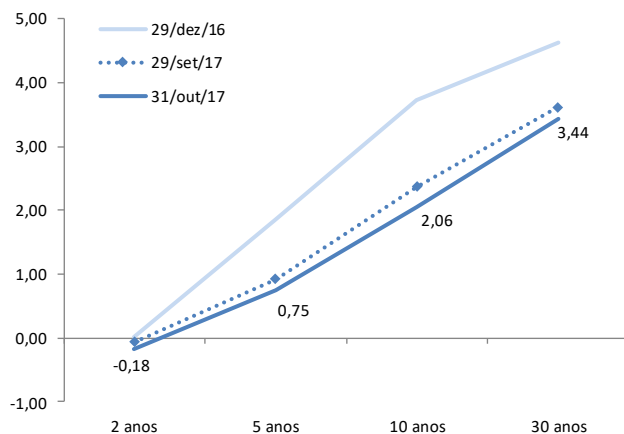
**Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos base)

	30/dez/14	30/dez/15	30/set/16	30/dez/16	30/jun/17	29/set/17	31/out/17	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	212	188	343	354	255	190	170	-21	-85
Irlanda	70	52	44	54	40	27	21	-6	-19
França	28	36	31	48	35	28	39	11	4
Bélgica	28	34	25	32	33	26	24	-3	-9
Itália	134	97	131	161	169	164	146	-19	-23
Espanha	106	114	100	118	106	114	109	-4	-3

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

**10 Em Portugal, a curva de rendimentos registou um movimento de descida mais pronunciado nos prazos mais longos** (Gráfico 4 e Gráfico 5). As taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública portuguesa acompanharam o movimento dos restantes mercados periféricos da área do euro, inicialmente condicionadas pelas tensões adversas dos acontecimentos políticos na Catalunha e posteriormente corrigindo. O Tesouro colocou 500 M€ numa obrigação a 5 anos, à taxa média de 0,916% e 750 M€ a 10 anos, à taxa média de 2,327%, ambos os leilões com taxas médias ponderadas inferiores às dos leilões anteriores.

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

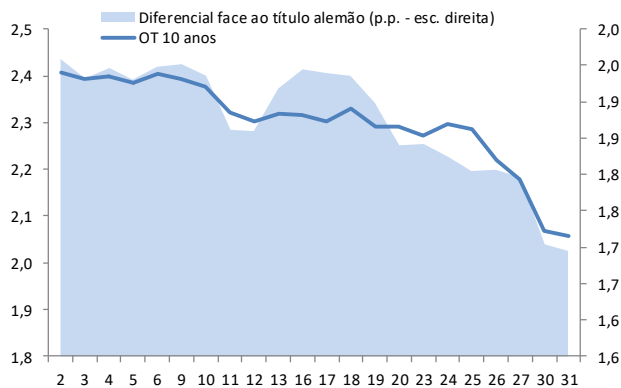


Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rentabilidade dos títulos de dívida benchmark

**11 No curto prazo, foram emitidos Bilhetes do Tesouro e a República efetuou mais um reembolso antecipado ao FMI.** O Tesouro emitiu 1250 M€ de Bilhetes do Tesouro a 3 e 11 meses às taxas médias ponderadas de -0,389% e -0,325%, inferiores às registadas nos leilões anteriores comparáveis. De destacar ainda o reembolso de 1 mil M€ ao FMI, cumprindo o pagamento de 2/3 do empréstimo contraído no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Até ao final deste ano, está previsto o reembolso de mais 2 mil M€. Estes valores já foram tidos em conta na proposta de Orçamento de

Estado para 2018. De acordo com o Ministério das Finanças, estes reembolsos não irão afetar as emissões a realizar ainda em 2017, prevendo-se que, no fim deste ano, cerca de 40% das necessidades brutas de financiamento de 2018 já tenham sido asseguradas.

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

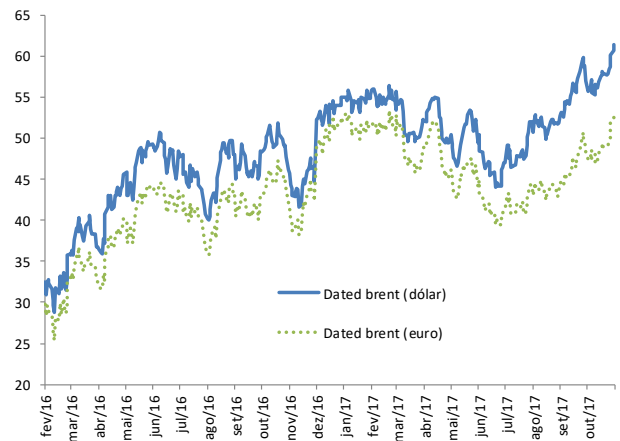


Fonte: IGCP

**12 Relativamente ao setor financeiro, o Novo Banco terminou a operação de recompra de obrigações; o Montepio Geral emitiu obrigações hipotecárias e a agência de rating Moody's manteve o outlook estável da banca portuguesa.** Para desbloquear o processo de venda à Lone Star, o Novo Banco adquiriu um valor nominal de 4,7 mil M€ em obrigações sénior, garantindo uma folga de liquidez no valor de 500 M€.³ A Caixa Económica Montepio Geral emitiu 750 M€ de obrigações hipotecárias a 5 anos, a uma taxa de rentabilidade de 0,891%. Verificou-se uma procura 5 vezes superior à oferta, contribuindo para que o montante colocado tenha sido superior ao previsto. A agência de notação financeira Moody's manteve o outlook da banca portuguesa em estável. A agência realçou que, apesar da melhoria do desempenho da economia portuguesa, a qualidade dos ativos e do capital do setor bancário mantém-se fraca.

**13 O preço do petróleo prosseguiu a tendência de subida que se mantém desde julho deste ano (Gráfico 6).** O preço do petróleo subiu, continuando no último mês a beneficiar das medidas da Arábia Saudita para a redução das exportações de crude e também da redução da produção no Iraque devido à escalada dos conflitos armados na região de Kirkuk. Apesar para esta tendência de subida desde julho, para além dos cortes de produção, estão ainda as perspetivas de crescimento global relativamente robustas. Desde o final de setembro, o preço do *dated brent* aumentou 9,1% em euros e 7,6% em dólares.

**Gráfico 6 – Preço do petróleo (dated brent) (preço do barril)**



Fonte: Thomson Reuters.

### Caixa 1 – Previsões Económicas de Outono da CE: Portugal

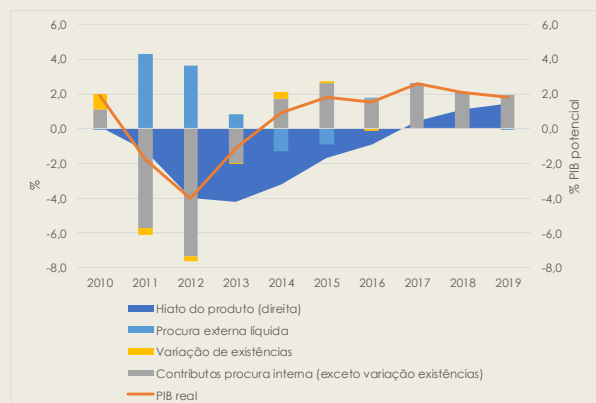
A Comissão Europeia divulgou no dia 9 de novembro a sua Previsão Económica de Outono, constituindo esta a análise mais recente sobre a economia portuguesa. Apresentam-se de seguida as conclusões da Comissão Europeia.

#### O investimento e as exportações impulsionam o crescimento económico

No primeiro semestre de 2017 verificou-se uma variação homóloga de 2,9% do PIB (real), suportada pelo investimento e exportações, a par do abrandamento do consumo. O investimento subiu para 10% (variação homóloga) na primeira metade do ano, suportado pela construção e equipamento. A procura externa líquida apresentou um contributo ligeiramente positivo para o crescimento anual, refletindo a robustez do setor dos serviços, particularmente o turismo.

No conjunto do ano prevê-se um crescimento da atividade económica de 2,6% em 2017, seguido duma desaceleração para 2,1% em 2018 e 1,8% em 2019. Quanto aos riscos, continua a identificar-se como risco negativo a vulnerabilidade da economia a choques externos.

**Gráfico 1. Variação PIB real, contributos por componente e hiato do produto**



Fonte: Comissão Europeia

³ A este respeito é de referir a aprovação da Resolução de Conselho de Ministros n.º 151-A/2017, de 2 de outubro de 2017, que autoriza a celebração de um acordo-quadro com o Fundo de Resolução, com vista à satisfação por parte do Governo Português de eventuais compromissos decorrentes da operação de venda do Novo

Banco, S. A., se e quando se afigurar necessário, para a satisfação de obrigações contratuais que venham eventualmente a decorrer da operação de venda da participação de 75% do capital social do Novo Banco, S. A..

O indicador do sentimento de confiança da Comissão Europeia apresentou um crescimento moderado no terceiro trimestre de 2017, mas situando-se significativamente acima da sua média de longo prazo. Paralelamente, o indicador de confiança do consumidor deteriorou-se e o comércio a retalho abrandou, sugerindo a estabilização do crescimento do consumo privado, a par com um pequeno aumento da taxa de poupança das famílias. Não é expectável que o investimento no setor da construção atinja os níveis pré-crise no curto prazo, prevendo-se a desaceleração, após o pico de 2017. Na área do investimento em equipamento, verificou-se um aumento muito significativo em 2017, devido sobretudo ao redimensionamento da capacidade produtiva da fábrica da Autoeuropa, cujo efeito se deverá esbater em 2018.

#### **As trocas com o exterior mantêm-se equilibradas**

A exportação de bens e serviços aumentou substancialmente na primeira metade de 2017, suportada pela procura externa. A expansão da indústria automóvel e o turismo continuam a impulsionar as exportações, para as quais se espera um crescimento acima da média dos principais parceiros comerciais em 2017 e 2018, embora em 2019 este efeito se deva desvanecer, convergindo com a média. As importações devem crescer a um ritmo semelhante ao das exportações ao longo do horizonte de previsão, em resultado do investimento em equipamento e da elevada componente de importações da manufatura automóvel. Assim, espera-se um ligeiro excedente da balança corrente, beneficiando também da melhoria dos fluxos líquidos de juros.

#### **O emprego cresce a um ritmo superior ao PIB**

O emprego cresceu a um ritmo superior ao do PIB na primeira metade do ano, particularmente nos setores de trabalho intensivo ligados ao turismo e construção. As remunerações mantiveram-se moderadas, pois a criação de emprego ocorreu em setores de mão-de-obra pouco qualificada e com perfis remuneratórios inferiores à média. O impulso na criação de emprego reduziu substancialmente a taxa de desemprego, incluindo o desemprego de longa duração e contribuiu para impulsionar o crescimento económico, não obstante a redução da população ativa. A taxa de desemprego deverá apresentar uma quebra de 11,2% em 2016 para 9,2% em 2017, o nível mais baixo desde 2008, prevendo-se uma quebra sustentada até 7,6% em 2019, a par do abrandamento na criação de emprego e de um aumento moderado do nível salarial.

#### **A inflação mantém-se moderada após pressões one-off**

Os efeitos pontuais da subida dos preços da eletricidade e o efeito sazonal associado ao período de Páscoa, esbateram-se no Verão, prevendo-se que em 2017 o índice de preços no consumidor se situe em 1,5%, mantendo-se relativamente estável ao longo do horizonte de previsão, em 1,4% em 2018 e 1,5% em 2019. A inflação subjacente deverá ser apenas marginalmente mais elevada, refletindo o aumento nos preços do alojamento resultante da elevada procura do turismo e uma moderada pressão salarial. Na habitação, no segundo trimestre de 2017, a inflação homóloga aumentou de 7,1% em 2016 para 8% no 2º trimestre de 2017, a par da aceleração significativa no número de transações imobiliárias. Neste setor, a elevada procura deverá ser acompanhada pelo aumento da oferta de novas habitações, que deverá conter, pelo menos parcialmente, a pressão sobre os preços.

#### **As finanças públicas beneficiam da recuperação económica e de poupanças no pagamento de juros**

O saldo global deverá recuar para 1,4% do PIB em 2017, sobretudo devido aos efeitos da recuperação económica, das poupanças no pagamento de juros e da não realização de investimentos orçamentados. O saldo global ajustado de medidas one-off (temporárias e não recorrentes) atingirá 1,6% do PIB. A melhoria do saldo global é de natureza cíclica, não sendo acompanhada de medidas discricionárias de consolidação orçamental, pelo que o saldo estrutural deverá apresentar apenas uma ligeira melhoria (0,2% do PIB potencial) em 2017. Em 2018, o saldo global deverá manter-se estável, devido ao impacto mais negativo de medidas temporárias, enquanto o saldo ajustado de medidas one-off deverá melhorar para 1,2% do PIB. O saldo estrutural deverá manter-se inalterado, pois o efeito das medidas discricionárias e das poupanças de juros deverá anular-se. No cenário de políticas invariantes, o défice global deverá registar uma ligeira melhoria para 1,2%, enquanto o saldo estrutural deverá manter-se estável. O saldo estrutural primário deverá deteriorar-se 0,5% do PIB ao longo do período. Mantêm-se riscos negativos no horizonte previsional, ligados às incertezas do cenário macroeconómico e ao potencial impacto no défice de 2017 das medidas de apoio ao setor bancário.

A dívida pública atingiu um pico de 130,1% do PIB no final de 2016, mas deverá decrescer para 126,4% em 2017, 124,1% em 2018 e 121,1% em 2019, devido ao excedente crescente do saldo primário e a maiores taxas de crescimento do PIB nominal.

#### **Comparação com o OE2018**

Apresenta-se de seguida a comparação entre as previsões de Outono da Comissão Europeia e o cenário macroeconómico subjacente ao Orçamento do Estado para 2018.

A CE prevê um crescimento real da atividade económica de 2,6% em 2017, seguido duma desaceleração para 2,1% em 2018 e 1,8% em 2019, suportados pela procura interna. Em 2017 esta previsão encontra-se em linha com o previsto no cenário macroeconómico do OE/2018, embora em 2018 o OE assuma um crescimento de 2,2%. No entanto, a Comissão assume contributos positivos da procura externa líquida em 2017 e 2018, enquanto o OE/2018 assume um contributo negativo (em 0,1 p.p.) em 2017 e nulo em 2018.

Relativamente às perspetivas orçamentais de 2017, verifica-se a coincidência de previsões para os principais indicadores de política orçamental, nomeadamente para o saldo global e o saldo estrutural. O saldo global deverá reduzir-se para 1,4% e o saldo estrutural para 1,8%, registando um esforço orçamental de 0,2 p.p.. No entanto, para 2018 as diferenças acentuam-se. A CE considera que tanto o saldo orçamental como o saldo estrutural deverão manter-se inalterados face a 2017, não existindo qualquer ajustamento estrutural neste ano, enquanto o OE2018 prevê uma melhoria de 0,4 p.p. do PIB no saldo global, a par de um ajustamento estrutural de 0,5p.p do PIB potencial.

Para a dívida pública, o OE2018 também antecipa um cenário mais favorável, prevendo um rácio de 126,2% do PIB em 2017 e 123,5% em 2018, situando-se 0,2 p.p. e 0,5 p.p. do PIB abaixo das previsões da CE.

**Referência:** European Commission (2017), "[European Economic Forecast: Autumn 2017](#)", Institutional Paper 063, novembro 2017.

Quadro I – Principais indicadores económicos

	Previsões Outono CE								OE2018				Difª OE-CE			
	2016		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
	Preços correntes 10 <sup>6</sup> M€	% PIB														
<b>PIB real</b>	185,2	100,0	0,9	1,8	1,5	2,6	2,1	1,8	1,8	1,5	2,6	2,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Consumo Privado	121,3	65,5	2,3	2,3	2,1	1,9	1,6	1,6	2,3	2,1	2,2	1,9	0,0	0,0	-0,3	-0,3
Consumo Público	33,4	18,0	-0,5	1,3	0,6	0,4	0,5	0,5	1,3	0,6	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,6	1,1
FBCF	28,3	15,3	2,3	5,8	1,6	8,1	5,3	4,9	5,8	1,6	7,7	5,9	0,0	0,0	0,4	-0,6
dos quais equipamento	9,4	5,1	13,3	10,4	5,2	12,5	7,7	9,0	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Exportações	74,0	40,0	4,3	6,1	4,1	8,0	7,3	4,9	6,1	4,1	8,3	5,4	0,0	0,0	-0,3	1,9
Importações	72,2	39,0	7,8	8,5	4,1	8,0	7,2	5,2	8,5	4,1	8,0	5,2	0,0	0,0	0,0	2,0
Deflator do PIB	181,2	97,8	0,8	2,0	1,4	1,3	1,4	1,4	2,0	1,4	1,3	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Contributos para o crescimento do PIB													0,0	0,0	0,0	0,0
Procura interna			1,7	2,6	1,8	2,6	2,0	1,9	2,8	1,6	2,7	2,2	-0,2	0,2	-0,1	-0,2
Varição de existências			0,4	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Procura externa líquida			-1,3	-0,9	0,0	0,1	0,1	-0,1	-1,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1
													0,0	0,0	0,0	0,0
Emprego			1,4	1,4	1,6	2,9	1,2	0,9	1,4	1,6	2,7	0,9	0,0	0,0	0,2	0,3
Desemprego (% da pop.ativa)			14,1	12,6	11,2	9,2	8,3	7,6	12,4	11,1	9,2	8,6	0,2	0,1	0,0	-0,3
Remunerações por trabalhador			-1,8	0,4	2,1	1,6	1,7	1,8	0,4	2,1	1,7	2,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5
Custos unitários do trabalho			-1,3	0,0	2,2	1,9	0,8	0,9	0,0	2,2	2,0	1,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Custos unitários do trabalho reais			-2,0	-2,0	0,7	0,6	-0,6	-0,5	-2,0	0,7	0,7	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,2
													0,0	0,0	0,0	0,0
Taxa de poupança dos particulares (ajustada ao rendimento disponível bruto)			5,2	5,3	5,8	6,2	6,2	6,3	5,3	5,8	6,1	6,2	0,0	0,0	0,1	0,0
Inflação (IHPC)			-0,2	0,5	0,6	1,5	1,4	1,5	0,5	0,6	1,2	1,4	0,0	0,0	0,3	0,0
Termos de troca (bens)			1,2	2,7	0,3	-0,3	0,0	0,0	2,7	0,3	n.d.	n.d.	0,0	0,0	n.d	n.d
Balança corrente			-0,3	-0,9	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,9	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1
Balança de bens			-4,7	-4,5	-4,4	-5,0	-5,1	-5,4	-4,5	-4,4	n.d	n.d	0,0	0,0	n.d	n.d
Cap.(+)/necess.(-) líquida financiamento face			1,0	0,3	1,0	1,0	1,1	1,1	0,3	1,0	0,8	1,0	0,0	0,0	0,2	0,1
													0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo global (a)			-7,2	-4,4	-2,0	-1,4	-1,4	-1,2	-4,4	-2,0	-1,4	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Saldo ajustado do ciclo (b)			-5,5	-3,5	-1,5	-1,7	-2,0	-1,9	-3,6	-1,6	-1,6	-1,5	0,1	0,1	-0,1	-0,5
Saldo estrutural (b)			-1,7	-2,3	-2,0	-1,8	-1,8	-1,9	-2,3	-2,0	-1,8	-1,3	0,0	0,0	0,0	-0,5
Dívida Pública (a)			130,6	128,8	130,1	126,4	124,1	121,1	128,8	130,1	126,2	123,5	0,0	0,0	0,2	0,6

Fontes: Comissão Europeia e Ministério das Finanças

(a) Apresentado como % do PIB. (b) Apresentado como % do PIB potencial

## Dívida direta do Estado

**14 As necessidades líquidas de financiamento do Estado até setembro equipararam-se às registadas no período homólogo.** As necessidades líquidas de financiamento até setembro atingiram 6,7 mil M€, o que representa uma redução face a agosto (quando atingiram 7,5 mil M€) e um acréscimo pouco significativo face ao período homólogo (270 M€) (15 Tabela 3). Com efeito, o aumento homólogo da despesa líquida com ativos financeiros (de 1496 M€ para 3775 M€), da qual se destaca a injeção de capital de 2,5 mil M€ na Caixa Geral de Depósitos, foi totalmente compensada pela diminuição do défice orçamental do subsector Estado quando comparado com o registado no mesmo período do ano anterior (de 4946 M€ para 2938 M€). Em termos mensais, registou-se uma capacidade de financiamento de 763 M€, como resultado da melhoria do saldo do Estado em 1215 M€, apesar da despesa com ativos financeiros no valor de 462 M€.<sup>4</sup> Por último, refira-se que no OE/2018 as necessidades líquidas de financiamento para 2017 foram revistas em baixa de 13,5 mil M€ para 9,5 mil M€ como consequência da menor previsão do défice do subsector Estado (de 6,6 mil M€ para 5,2 mil M€) e da despesa líquida com ativos financeiros (de 6,8 mil M€ para 4,3 mil M€).

<sup>4</sup> Em setembro destacou-se a injeção de capital de 348 M€ na Parpública.

Tabela 3 – Necessidades líquidas de financiamento (em milhões de euros)

	Jul	Ago	Set	Jan-Set 2016	Jan-Set 2017	OE 2017	OE/2018 2017 (p)
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	134	-462	-763	6443	6713	13474	9500
<i>Défice orçamental (sub-setor Estado)</i>	28	-916	-1215	4946	2938	6639	5200
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	108	500	462	2017	4977	8057	-
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	50	0	51	368	596	2675	-
<i>Dotações de Capital</i>	58	498	400	1621	4352	5271	-
<i>Outros</i>	0	3	11	28	29	111	-
<i>Receita com ativos financeiros</i>	2	47	10	520	1202	1222	-
<b>Despesa líquida com ativos financeiros</b>	106	454	453	1496	3775	6835	4300

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: No valor previsto para 2017, segundo o OE/2018, não estão incluídas as verbas a disponibilizar ao Fundo de Resolução e ao Fundo de Resolução Europeu em caso de necessidade. De referir

**16 A dívida direta do Estado diminuiu em setembro devido, em parte, à redução da dívida titulada de curto prazo.** No final de setembro a dívida direta do Estado atingiu 245,3 mil M€, o que representa uma diminuição de 362 M€ em termos mensais e um aumento de 5279 M€ em termos homólogos (Tabela 4).<sup>5</sup> Para a queda da dívida direta do Estado, em termos mensais, contribuiu: (i) a amortização líquida de Bilhetes de Tesouro no valor de 1566 M€ (assistiu-se à emissão de BT a 6 e 12 meses no valor de 525 M€ e 1368 M€, respetivamente, e à amortização de BT no valor de 3,7 mil M€), e, (ii) a redução de certificados de aforro em 46 M€. Em sentido contrário, registaram-se emissões líquidas de OT de 997 M€ devido, em parte, à

<sup>5</sup> Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.



emissão de uma OT a 10 anos no valor de 940 M€. Por último, as contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros fixaram-se em 705 M€.<sup>6</sup>

**Tabela 4 – Dívida Direta do Estado**  
(stock em final de período, em milhões de euros)

	set/16			ago/17			set/17			Variação (%)		Variação (M€)	
										mensal		homóloga	
	set/16	ago/17	set/17	set/16	ago/17	set/17	set/16	ago/17	set/17	set/16	ago/17	set/16	ago/17
Titulada	143 766	153 371	152 796	-0,4	6,3	62,3	-575	9 030					
Curto prazo	22 366	22 056	20 479	-7,1	-8,4	-8,3	-1 577	-1 887					
Médio e longo prazo	121 400	131 315	132 317	0,8	9,0	53,9	1 002	10 917					
Não titulada	26 117	30 423	30 620	0,6	17,2	12,5	197	4 503					
Cert. Aforro	12 953	12 133	12 087	-0,4	-6,7	4,9	-46	-866					
Cert. do Tesouro	10 492	14 041	14 305	1,9	36,3	5,8	263	3 812					
Outra	2 671	4 249	4 228	-0,5	58,3	1,7	-21	1 557					
Assist. Financeira	70 112	61 842	61 858	0,0	-11,8	25,2	16	-8 254					
<b>Total</b>	<b>239 995</b>	<b>245 636</b>	<b>245 274</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>100,0</b>	<b>-362</b>	<b>5 279</b>					
Por memória:													
Transaccionável	137 099	147 575	147 010	-0,4	7,2	59,9	-565	9 912					
Não Transaccionável	102 896	98 061	98 264	0,2	-4,5	40,1	203	-4 633					
Euro	217 384	231 524	231 142	-0,2	6,3	94,2	-389	13 756					
Não euro	22 611	14 112	14 133	0,1	-37,5	5,8	21	-8 479					
Contas margem	1 552	725	705	-	-	-	-20	-847					

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os saldos em dívida 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.

**Tabela 5 – Despesa com juros e outros encargos da dívida**  
(em milhões de euros)

	2017			Execução Jan-Set		Tvh (%)	Objectivo OE-2017	Objectivo 2017 OE-2018
				2016	2017			
	jul	ago	set	2016	2017			
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>329</b>	<b>249</b>	<b>234</b>	<b>5 409</b>	<b>5 300</b>	<b>-2,0</b>	<b>7 453</b>	<b>7 154</b>
Bilhetes do Tesouro	0	0	-1	9	3	-70,8	9	
Obrigações do Tesouro	216	1	17	3 274	3 401	3,9	4 793	
Empréstimos PAEF	57	191	157	1 532	1 318	-13,9	1 806	
Certif. de Aforro e do Tesouro	52	54	38	591	494	-16,5	680	
CEDIC / CEDIM	0	1	0	15	8	-46,9	14	
Outros	5	3	21	-12	77	-748,0	151	
<b>Comissões</b>	<b>3</b>	<b>13</b>	<b>4</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>3,6</b>	<b>80</b>	
Empréstimos PAEF	0	0	0	16	11	-	2	
Outros	3	13	4	53	60	13,8	78	
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>333</b>	<b>262</b>	<b>239</b>	<b>5 478</b>	<b>5 372</b>	<b>-1,9</b>	<b>7 533</b>	
Tvh (%)	44,4	-11,7	-7,2			-1,9		2,0
Por memória:								
Juros recebidos de aplicações	0	-1	0	-4	3	-375	-9	
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>333</b>	<b>261</b>	<b>239</b>	<b>5 474</b>	<b>5 374</b>	<b>-1,8</b>	<b>7 546</b>	
Tvh (%)	44,6	-12,0	-7,2			-1,8		

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**17 A despesa com juros e outros encargos líquidos reduziu-se entre janeiro e setembro face ao período homólogo, tendo inclusivamente sido revista em baixa a previsão para 2017.** A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado atingiu 5,3 mil M€ até setembro, o que representa um decréscimo de 1,8% face ao mesmo período do ano passado (Tabela 5). Esta redução contrasta com a previsão de aumento para o ano como um todo, inscrito no OE/2017. Com efeito, no âmbito do OE/2018, observou-se uma revisão em baixa da despesa com juros de 2017, de 7 453 M€ para 7 154 M€. Por instrumento, os encargos com juros referentes às OT atingiu 3 401 M€, o que representa um aumento de 3,9%. Em sentido contrário, os juros relativos ao empréstimo do PAEF registaram uma redução de 13,9%, fixando-se em 1 318 M€, em resultado dos diversos reembolsos parciais do empréstimo do FMI. No mesmo sentido, a despesa com juros dos Certificados de Aforro e do Tesouro diminuiu 16,5% para um total de 494 M€. Em termos mensais, registou-se uma despesa de 239 M€ em setembro devido, sobretudo, aos juros no âmbito do empréstimo do PAEF (157 M€).

**18 A tendência de redução das taxas de juro nas novas emissões de Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro por parte da República Portuguesa manteve-se em outubro e novembro.** No dia 18 de outubro, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão (Tabela 6). O primeiro, no valor de 302 M€ com maturidade a 3 meses, cuja procura atingiu os 1 365 M€, a uma taxa média de -0,348%, e o segundo, a 11 meses no valor de 1 075 M€, cuja procura se situou nos 1 665 M€, a uma taxa de -0,291%. Em novembro foram emitidos Bilhetes de Tesouro a 6 e a 12 meses, no montante de 400 M€ (a uma taxa média de -0,4%) e 1 100 M€ (a uma taxa média de -

0,349%), respetivamente. No que se refere a Obrigações do Tesouro (Tabela 7), foram emitidas em outubro OT a 5 e a 10 anos. Relativamente às OT a 5 anos, o valor emitido foi de 520 M€, com uma procura de 1 323 M€, a uma taxa de juro de 0,916%. No caso das OT a 10 anos, foram emitidos 867 M€, tendo como procura 1 747 M€ e taxa de colocação de 2,327%. Já no mês de novembro, foram também emitidas OT a 10 anos, no valor de 1 250 M€, a uma taxa de juro de 1,939%. Em todas as emissões a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável. Para esta tendência de redução das taxas de juro no mercado primário terá contribuído a melhoria da notação de risco à dívida pública portuguesa para nível de investimento e com perspetiva estável por parte da agência *Standard & Poor's*, bem como a alteração da perspetiva de estável para positiva da notação de risco atribuída a Portugal por parte da *Moody's*.

**Tabela 6 – Emissão de Bilhetes do Tesouro**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro			
	jan/18	set/18	mai/18	nov/18
Maturidade				
Data da Transacção	18/out	18/out	15/nov	15/nov
Prazo	3 meses	11 meses	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	302	1 075	400	1 100
Montante de Procura (M€)	1 365	1 665	1 165	2 310
<b>Taxa média (%)</b>	<b>-0,389</b>	<b>-0,325</b>	<b>-0,400</b>	<b>-0,349</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	ago/17	ago/17	set/17	set/17
	-0,348	-0,291	-0,363	-0,345

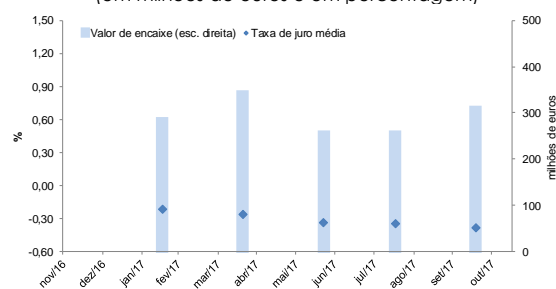
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Tabela 7 – Emissão de Obrigações do Tesouro**

Instrumento	Obrigações de Tesouro		
	out/22	abr/27	abr/27
Data da Transacção	11/out	11/out	08/nov
Prazo	5 anos	10 anos	10 anos
Montante Colocado (M€) <sup>1</sup>	520	867	1 250
Montante de Procura (M€) <sup>2</sup>	1 323	1 747	1 962
<b>Taxa média (%)</b>	<b>0,916</b>	<b>2,327</b>	<b>1,939</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	set/17	set/17	out/17
	1,153	2,785	2,327

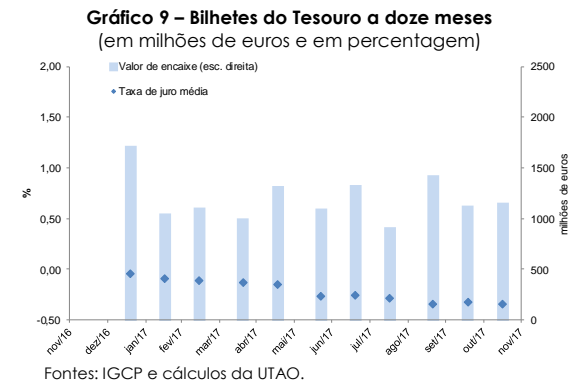
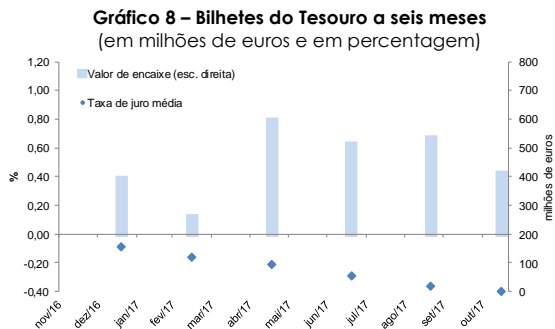
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 7 – Bilhetes do Tesouro a três meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)

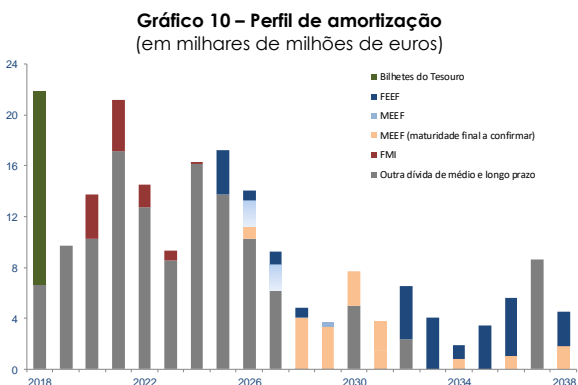


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

<sup>6</sup> A dívida após coberturas cambiais ascendeu a 244,3 mil M€.

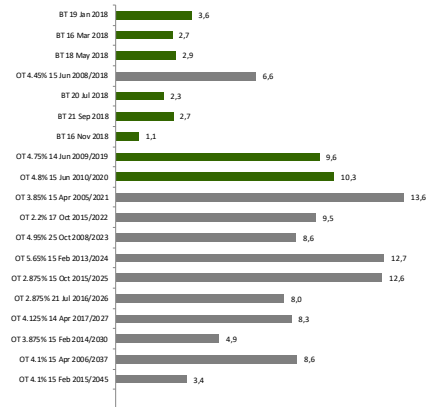


**19 Face à mais recente projeção oficial do IGCP, o montante global em 2017 dos reembolsos parciais antecipados do empréstimo do FMI foi revisto em alta.** Até meados do mês de outubro, os reembolsos antecipados parciais do empréstimo do FMI no âmbito do PAEF atingiram 5,3 mil M€, valor este que coincidia com a previsão para o ano como um todo que constava na apresentação do IGCP aos investidores, com data de setembro de 2017. No âmbito do OE/2018 esta previsão foi revista em alta em 3,1 mil M€, perspetivando-se amortizações do empréstimo do FMI no montante global de 8,4 mil M€ para 2017. No entanto, Portugal reembolsou, dia 16 de novembro, antecipadamente, mais uma parcela do empréstimo ao FMI, equivalente a 2780 M€, que se venceia entre junho de 2020 e maio 2021, o que perfaz um total de reembolso antecipado em 2017 de 9012 M€. Com esta alteração, intensifica-se a substituição do empréstimo do FMI por outros instrumentos de dívida com taxas de juro mais reduzidas, contribuindo para uma menor despesa com juros nos próximos anos. Refira-se que com este pagamento, ficam liquidados 76% do empréstimo do FMI de 26,3 mil M€.



**20 Relativamente à amortização de dívida,** de referir que não se encontra prevista nenhuma amortização adicional de Bilhetes do Tesouro ou de Obrigações do Tesouro até ao final do ano. Por outro lado, encontravam-se projetadas em meados de novembro amortizações de aproximadamente 21,9 mil M€ ao longo de 2018, com destaque para a OT com maturidade em junho de 2018 no valor de 6,6 mil M€ (Gráfico 9 e Gráfico 10).

**Gráfico 11 – Perfil de amortização de OT e BT**  
(em mil milhões de euros)

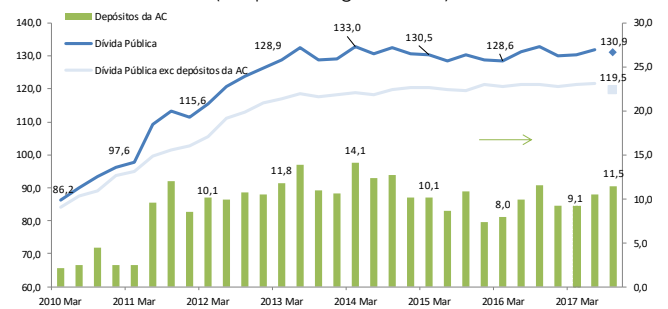


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os dados estão ordenados por ordem crescente de maturidade.

## Dívida pública na ótica de Maastricht

**21 Em termos nominais, a dívida pública na ótica de Maastricht estabilizou no terceiro trimestre.** De acordo com as estatísticas da responsabilidade do Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final do 3.º trimestre de 2017 ascendeu a 249,1 mil M€, um valor similar ao registado no 2.º trimestre. Em termos homólogos registou-se um aumento foi de 4,8 mil M€. Relativamente à dívida líquida de depósitos da administração central, observou-se uma diminuição de 223,8 mil M€ para 221,6 mil M€ entre o final do 2.º semestre e o final de setembro.

**Gráfico 12 – Dívida pública na ótica de Maastricht**  
(em percentagem do PIB)

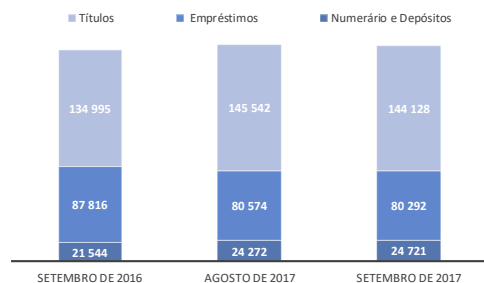


**22 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB no final do terceiro trimestre de 2017 se situe entre 130,5% e 131,3% do PIB.** Tendo como referência a informação já disponível para o 3.º trimestre, nomeadamente a estimativa rápida do INE para o crescimento do PIB a preços constantes e pressupostos para a variação do deflador, a dívida pública em percentagem do PIB no final do 3.º trimestre de 2017 terá ascendido a 130,9% do PIB, o valor central do intervalo entre

130,5% e 131,3% do PIB.<sup>7</sup> A confirmar-se esta estimativa, registar-se-á uma redução face ao verificado no 2.º trimestre (132,1%) e um aumento face ao valor da dívida pública no final de 2016 (130,1%). Face ao previsto para o final do ano pelo Ministério das Finanças no âmbito do OE/2018, que foi de 126,2% do PIB, aquela estimativa revela-se superior em 4,7 p.p. do PIB. A contribuir para uma redução do rácio da dívida a verificar-se no 4.º trimestre de 2017 encontra-se a amortização de OT do mês de outubro e a utilização de depósitos para a amortização antecipada dos empréstimos do FMI. Por último, de sublinhar que a dívida pública excluindo os depósitos da administração central terá atingido 119,5% do PIB no final do 3.º trimestre, representando um decréscimo de 2,2 p.p. face ao final do 2.º trimestre.

**23 Em termos mensais, o decréscimo da dívida pública na ótica de Maastricht incidiu sobretudo em títulos de curto-prazo.** A dívida pública na ótica de Maastricht no final de setembro diminuiu face a agosto (de 250,4 mil M€ para 249,1 mil M€), após três meses consecutivos de subida. Observou-se uma diminuição dos diversos instrumentos de dívida, designadamente os empréstimos de curto prazo, que decresceram 51 M€, os empréstimos de longo prazo, que diminuíram 231 M€ e os títulos de curto prazo, que decresceram 1566 M€. As exceções às referidas reduções foram os aumentos ao nível do numerário e depósitos (499 M€) e dos títulos de longo prazo (152 M€). Em termos de composição a dívida pública, no final de setembro esta subdividia-se em: (i) títulos de curto-prazo no valor de 14,6 mil M€; (ii) títulos de longo prazo no montante de 129,5 mil M€; (iii) empréstimos de curto prazo de 1,6 mil M€; (iv) empréstimos de longo prazo de 78,7 mil M€, e (v) numerário e depósitos num montante de 24,7 mil M€.

**Gráfico 13 – Dívida pública na ótica de Maastricht**  
(em milhões de euros)



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

## Caixa 2 – Tesouraria Central do Estado

Nesta caixa apresenta-se uma análise à evolução da Tesouraria Central do Estado até ao final do 3.º trimestre de 2017, com destaque para os depósitos efetuados junto do Banco de Portugal (BaP) e para os fundos aplicados nas instituições de crédito (IdC).

### 1. Introdução

O Decreto-Lei n.º 273/2007 de 30 de junho concretizou a reforma da gestão da tesouraria, integrando 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

<sup>7</sup> Considerou-se a estimativa rápida do INE para o crescimento do PIB real no 3.º trimestre (acréscimo de 2,5% em termos homólogos), e a previsão do Ministério das Finanças para o deflador no ano de 2017 inscrita no cenário macroeconómico do OE/2018 (1,3%).

<sup>8</sup> A tesouraria do IGCP criou uma rede de cobranças própria sustentada pelo Documento Único – DUC, enquanto documento desmaterializado e por um sistema

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.

A **gestão da tesouraria do Estado** norteia-se por um conjunto de **quatro princípios gerais**, os quais encontram-se explicitados no artigo 2.º do referido Decreto-Lei:

- O princípio da unidade e do equilíbrio da tesouraria;
- O princípio da gestão integrada dos ativos e passivos financeiros do Estado;
- O princípio da minimização do financiamento externo do Estado;
- e,
- O princípio da redução dos saldos de tesouraria para níveis de segurança mínimos, tecnicamente aceitáveis.

## 2. Descrição das disponibilidades e aplicações do Estado

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, as contas recebedoras do IGCP – DUC (documento único de cobrança) e a tesouraria da Autoridade Aduaneira e da Autoridade Tributária ("Caixas").<sup>8</sup>

Registou-se nos últimos anos uma alteração estrutural na dimensão das disponibilidades e aplicações da Tesouraria Central do Estado como resultado, em muito, do Programa de Auxílio Económico e Financeiro (PAEF). Antes do PAEF, os valores médios na tesouraria foram inferiores a 3 mil M€ (em março de 2011 atingiram 1,4 mil M€). Após o PAEF as disponibilidades e aplicações do Estado passaram a ser em média, superiores a 13 mil M€, registando valores superiores a 18 mil M€ em setembro último (Tabela 1).

Em 2015, registou-se uma forte redução das disponibilidades e aplicações do Estado no valor aproximado de 4,9 mil M€. A redução em 2015 resultou, sobretudo, do facto de parte do aumento extraordinário do défice orçamental por via da resolução do Banif ter sido financiada através do uso de depósitos do Estado.

São definidos como depósitos do Estado as disponibilidades e aplicações excluindo as contas margem.

**Tabela 1. Disponibilidades e aplicações do Estado**  
(posições em final de período, em milhões de euros)

	2010	2011	...	2015	set/16	2016	mar/17	jun/17	set/17
1. Depósitos no Banco de Portugal	1	4 743		5 593	15 798	11 845	11 922	14 091	15 666
2. Aplicações financeiras	1 884	7 567		3 125	363	526	207	619	1 005
3. Depósitos no estrangeiro	13	6		5	5	4	4	3	5
4. Caixas	602	532		154	864	467	377	469	1 026
5. Outros	138	100		114	701	124	109	246	608
<b>6. Disponibilidades e aplicações</b> <small>(1)+(2)+(3)+(4)+(5)</small>	<b>2 638</b>	<b>12 949</b>		<b>8 991</b>	<b>17 730</b>	<b>12 967</b>	<b>12 619</b>	<b>15 427</b>	<b>18 310</b>
<b>7. Conta margem</b>	-	<b>643</b>		<b>2 106</b>	<b>1 552</b>	<b>2 108</b>	<b>1 827</b>	<b>1 350</b>	<b>705</b>
<b>8. Depósitos</b> <small>(6)-(4)-(5)-(7)</small>	<b>1 898</b>	<b>11 674</b>		<b>6 617</b>	<b>16 178</b>	<b>10 859</b>	<b>10 792</b>	<b>14 077</b>	<b>17 605</b>

Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: As "contas de margem" são montantes que as contrapartes depositam junto do IGCP para fazer face a perdas potenciais. Por contas margem consideram-se os montantes ou outras garantias que as contrapartes devem depositar à ordem de uma instituição financeira para fazer face a perdas potenciais e os montantes detidos nas contas recebedoras da autoridade tributária ("Caixas") e do IGCP que ainda não se encontram ao total dispor do IGCP. 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

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.



recebidas referentes às perdas potenciais das contrapartes são consideradas um passivo.

O PAEF garantiu a entrada de 76,5 mil M€ (em valor desembolsado) através de empréstimos do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF/EFSM), do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF/EFSSF) e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Parte desses fundos foi depositado em contas do IGCP junto do Banco de Portugal, subdividindo-se em: (i) a conta EFSM; (ii) a conta EFSF; (iii) a facilidade de suporte aos bancos (linha de 12 mil M€ destinados ao mecanismo de apoio público à solvabilidade de bancos viáveis).

Com o fim do PAEF (em maio de 2014), a gestão de liquidez de curto prazo por parte do IGCP foi alterada. Designadamente, os rendimentos obtidos com a emissão de Obrigações do Tesouro, bem como os 2,5 mil M€ que constavam na conta de facilidade de suporte de liquidez (cuja finalidade era a recapitalização do setor financeiro) aos quais foi dada a permissão formal de uso para outros fins, passaram a ser depositados numa conta única junto do Banco de Portugal.

### 3. Evolução dos depósitos do Estado e situação no final do 3.º trimestre de 2017

No que se refere às aplicações financeiras que o Tesouro tem junto das instituições de crédito, estas têm vindo a diminuir desde 2012, onde atingiram 9,8 mil M€ até um mínimo de 207 M€ no 1.º trimestre de 2017. No entanto registou-se um aumento ao longo de 2017, tendo atingido 1005 M€ em setembro de 2017. Com efeito, após um período de redução dos depósitos a prazo nas instituições de crédito do país (em final de 2016 não existiam depósitos a prazo), estes têm vindo a aumentar atingindo 999 M€ no final do 3.º trimestre de 2017. De referir que apesar desta evolução não se verificou uma diminuição no uso da conta de depósitos junto do Banco de Portugal, a qual se tem vindo a tornar a conta corrente do Estado (Tabela 1 e Gráfico 1).

O saldo da conta de depósitos no Banco de Portugal cresceu substancialmente nos últimos anos, passando de 4,7 mil M€ no final de 2011 para 15,6 mil M€ no 3.º trimestre de 2017 (Tabela 1 e Gráfico 1), o que representa uma estagnação em termos homólogos (15,8 mil M€ em setembro de 2017) e um aumento em termos trimestrais.

A Tesouraria Central do Estado contempla ainda, montantes que não estando depositados em contas do IGCP, encontram-se temporariamente em contas "Caixas" de diversas instituições nomeadamente, na tesouraria da Autoridade Alfandegária, na tesouraria dos Serviços Locais de Finanças e em outras contas receptoras de pagamentos (CTT, SIBS, IRN).<sup>9</sup>

Em termos anuais, o valor detido na tesouraria da Autoridade Alfandegária e da Autoridade Tributária no final de cada ano tem vindo a apresentar uma tendência de diminuição devido ao aumento da eficiência da unidade de tesouraria do Estado. No entanto, no final do 3.º trimestre de 2017, este valor aumentou significativamente fixando-se em 1026 M€, um valor superior ao verificado em termos homólogos, que foi de 864 M€ (Tabela 1).

Em termos globais, assistiu-se no 3.º trimestre de 2017 a um aumento pouco significativo das disponibilidades e aplicações face ao 3.º trimestre de 2016 (17,7 mil M€) e a um acréscimo face ao final de 2016 (13 mil M€). Este aumento desde janeiro traduziu-se em depósitos junto do Banco de Portugal (de 11,8 mil M€ no final de 2016 para 15,7 mil M€ no final do 3.º trimestre de 2017), em aplicações financeiras em instituições de crédito (de 526 M€ no final de 2016 para 1005 M€ no final

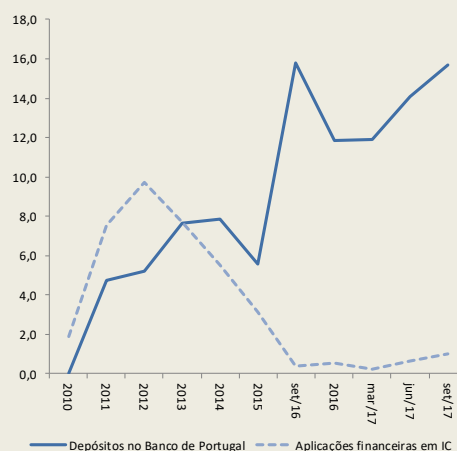
<sup>9</sup> O montante detido nas caixas irá ser posteriormente depositado na conta do IGCP junto do Banco de Portugal.

<sup>10</sup> No caso da derrama estadual devido por entidades residentes que exercem, a título principal, atividade de natureza comercial/industrial/agrícola e por não

do 3.º trimestre de 2017), bem como em valores contidos nas Caixas da Autoridade Tributária, entre outras, que aumentaram de 124 M€ para 608 M€.

Para o aumento de disponibilidades e aplicações do Estado contribui o padrão intra-anual de cobrança de receita fiscal, nomeadamente de IRC e derrama estadual. Nomeadamente, no caso do IRC verifica-se no 3.º trimestre em julho e setembro (com prazo a 31 de julho e a 30 de setembro) o primeiro e o segundo pagamento por conta 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.<sup>10</sup> Em sentido contrário, destacam-se a recapitalização da Caixa Geral de Depósitos efetuada no início de 2017 e os reembolsos antecipados do empréstimo do FMI verificado ao longo de 2017.

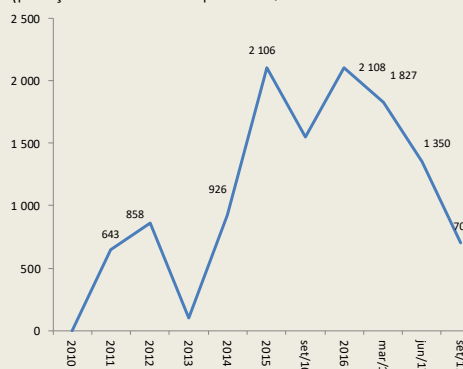
**Gráfico 1. Disponibilidades e Aplicações: subdivisão entre aplicações em Instituições de Crédito e Depósitos no Banco de Portugal** (posições em final de período, em milhares de milhões de euros)



Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

No que se refere às contas margem, estas aumentaram significativamente a partir de 2013, para um valor em torno de 2100 M€ em 2015, tendo a partir daí reduzido-se até atingir 705 M€ no 3.º trimestre de 2017 (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Contas Margem** (posição em final de período, em milhões de euros)



Fonte: IGCP

Por último, os depósitos do Estado fixaram-se em 17,6 mil M€ no final do 3.º trimestre (Tabela 1 e Gráfico 1), registrando-se um aumento em termos homólogos, face aos 16,2 mil M€ de setembro de 2016, e em termos trimestrais, face aos 14,1 mil M€ no final do 2.º trimestre de 2017.