

Condições de mercado

1 O mês de novembro foi marcado pelas eleições presidenciais nos EUA, que terão dado um contributo para a valorização dos índices acionistas, subidas de taxas de rendibilidade e apreciação do dólar. No início do mês, a expectativa quanto ao resultado das eleições presidenciais nos EUA determinou alguma turbulência nos mercados, num contexto de grande incerteza, assistindo-se a movimentos típicos de aversão ao risco, que beneficiaram ativos considerados de refúgio, ou *safe-haven*. Contudo, após a divulgação dos resultados, que atribuíram a vitória ao candidato republicano Donald Trump, contrariando as previsões das sondagens, predominou nos mercados a perspetiva de que o plano económico de Donald Trump deverá estimular a economia, com aumentos da despesa pública, redução de impostos para empresas e particulares e aumento do investimento em infraestruturas. Este contexto demonstrou ser favorável ao mercado acionista: o índice *Dow Jones Industrial* apreciou-se 5,4% e o *S&P 500* 3,4%. Por seu turno, no mercado obrigacionista norte-americano, registou-se um elevado *sell-off* de títulos, contribuindo para a descida dos preços e subida das taxas de rendibilidade, mais acentuada nos prazos longos da curva. O dólar norte-americano, que se apreciou 2,8% face ao euro, beneficiou adicionalmente da manutenção das expectativas de subida de taxas este ano por parte do Fed (Gráfico 1). No início do mês, na reunião da Reserva Federal dos EUA foi mantida inalterada a política monetária, tal como era amplamente esperado pelo mercado. Os participantes de mercado atribuíram, contudo, uma elevada probabilidade a que seja decidida uma subida da taxa de juro dos Fed funds em dezembro.

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

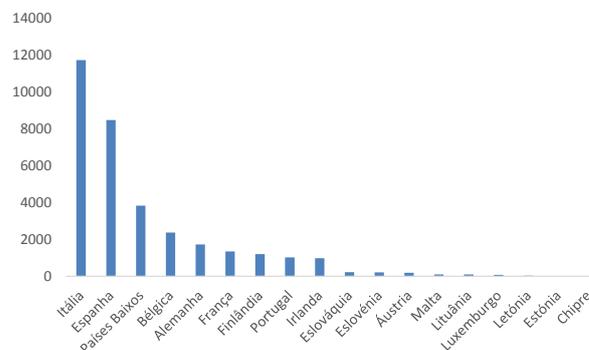


Fonte: BCE

2 Na área do euro, as expectativas quanto ao resultado do referendo em Itália, com efeitos sobre o sistema bancário, terão limitado o movimento de subida dos preços das ações. O índice Euro Stoxx 50 acabou por se desvalorizar 0,1%, face ao final do mês de outubro. Em Itália, a expectativa de que o “não” no referendo às alterações constitucionais propostas pelo primeiro-ministro M. Renzi ganhasse, contribuiu para alguma instabilidade nos mercados, perante a perspetiva de demissão do primeiro-ministro. Este contexto motivou alguma discussão sobre o impacto potencial nos bancos italianos cujos esforços de recapitalização estão em curso e a eventual flexibilização dos programas de compra de ativos por parte do BCE no sentido de apoiar a banca italiana.

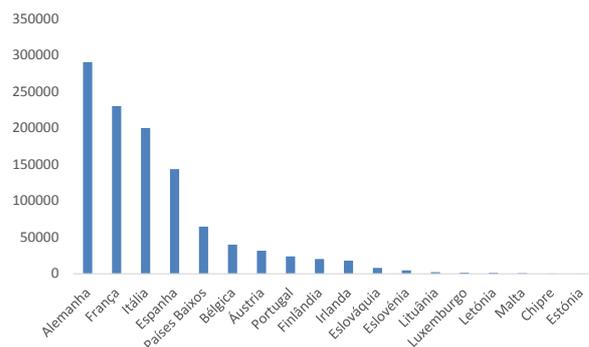
3 Em novembro, o BCE atingiu um montante acumulado de 1218 mil M€ de títulos de dívida pública no âmbito do programa de compra de ativos do setor público (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) (Gráfico 2). Durante o mês de novembro, o BCE comprou 70,1 mil M€ de títulos de dívida pública (Gráfico 3), tendo sido a dívida italiana a principal compra neste mês, com um total de 11,7 mil M€. Relativamente aos títulos de dívida pública portuguesa, o montante de compras pelo BCE em novembro foi de 1023 M€, sendo que o total acumulado desde o início do programa atingiu 23 885 M€. Em termos de maturidades médias dos títulos comprados, estas variaram entre 1,62 anos e 11,54 anos, tendo os títulos de dívida pública portuguesa a maturidade média de 9,68 anos. De referir que o PSPP é o programa que apresenta maior montante no âmbito do programa alargado de compras de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme*) pelo BCE.

Gráfico 2 – Repartição de ativos adquiridos pelo BCE no âmbito do programa PSPP em novembro
(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

4 No Reino Unido, a perspetiva de que o país possa vir a ter acesso ao mercado único da UE permitiu uma apreciação da libra esterlina. A libra esterlina registou uma apreciação de 5,3%, face ao euro, beneficiando do anúncio do Supremo Tribunal britânico que o governo não pode invocar o Art.º 50 do Tratado Europeu, sem a aprovação prévia do Parlamento britânico. O governo anunciou que irá apresentar recurso. O Banco de Inglaterra divulgou o resultado dos testes de *stress* realizados aos 7 maiores bancos britânicos, no Relatório de Estabilidade Financeira. Foi revelado que o RBS não passou nos testes, apesar de já ter apresentado um plano de recapitalização na ordem dos 2 mil M€, e que o Barclays e o

9 A OCDE divulgou o *Global Economic Outlook*, revelando uma melhoria das previsões do crescimento para 2017. No *Global Economic Outlook* de Outono, a OCDE reviu em alta as previsões de crescimento na maioria dos principais países, para 2017 (Tabela 4). Nos EUA é destacado o contributo positivo esperado por parte da política orçamental e do investimento em infraestruturas, o qual poderá, no entanto, ser mitigado com a implementação de barreiras ao comércio externo. Para Portugal, o crescimento do PIB para 2017 foi ligeiramente revisto em baixa, esperando-se um abrandamento para 2018.

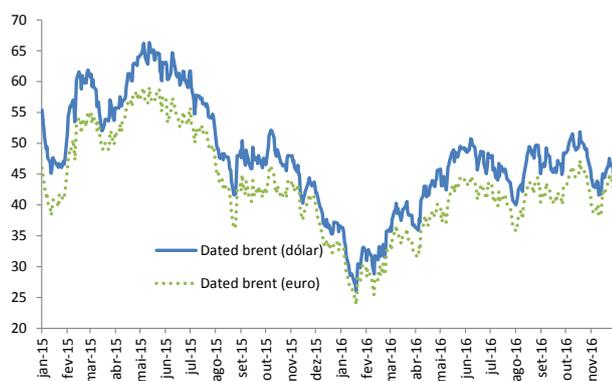
Tabela 4 – Previsões do PIB real da OCDE
(em taxa de variação anual)

	2016		2017		2018
	Previsão de novembro	Previsão de novembro	Varição face às previsões de junho	Previsão de novembro	Previsão de novembro
EUA	1,5	2,3	0,1	3,0	
Japão	0,8	1,0	0,6	0,8	
Área do euro	1,7	1,6	-0,1	1,7	
Alemanha	1,7	1,7	0,0	1,7	
França	1,2	1,3	-0,2	1,6	
Itália	0,8	0,9	-0,5	1,0	
Portugal	1,2	1,2	-0,1	1,3	
Reino Unido	2,0	1,2	-0,8	1,0	
China	6,7	6,4	0,2	6,1	
Brasil	-3,4	0,0	1,7	1,2	
Total OCDE	1,7	2,0	-0,1	2,3	

Fonte: OCDE.

10 O preço do petróleo aumentou significativamente no contexto da decisão histórica de redução das quotas individuais de produção entre os países da OPEP. O preço do petróleo, em euros, aumentou 6,8 %, colocando o preço do *dated Brent* em 45,09 €/barril (Gráfico 6). Ao longo do mês as expectativas quanto ao acordo entre os países membros da OPEP permitiu a recuperação do preço do petróleo. Na reunião de 30 de novembro, em Viena, contribuiu para a sustentação deste movimento de subida. No acordo, que entrará em vigor em janeiro de 2017, foi estabelecido uma redução da produção em 1,2 M barris/dia, para 32,5 M barris/dia, com todos os países da OPEP a reduzirem a produção, com exceção do Irão. Terão também chegado a um entendimento com países não membros da OPEP (incluindo a Rússia) para estes contribuírem com uma redução de 600 mil barris/ dia. De referir que, nos mercados, existia algum ceticismo em relação a um possível acordo, tendo este sido o primeiro acordo de redução em 8 anos.

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



Fonte: Thomson Reuters.

Divida direta do Estado

11 As necessidades líquidas de financiamento do Estado aumentaram em outubro (Tabela 5). Em termos mensais registou-se um aumento significativo das necessidades líquidas de financiamento de 1918 M€ devido, sobretudo, ao défice orçamental do Estado (1863 M€). As necessidades líquidas de financiamento do Estado fixaram-se em 8200 M€ até outubro, o que representa um decréscimo de 1050 M€ face ao período homólogo. Tal resulta do défice do subsector Estado no valor de 6657 M€, que compara com 6087 M€ no período homólogo, e da despesa líquida com ativos financeiros de 1542 M€ (3187 M€ no período homólogo). De referir a injeção de capital à empresa Infraestruturas de Lisboa (800 M€), à Parpública (280 M€), ao Metropolitano de Lisboa (272 M€) e à CP- Comboios de Portugal (176 M€), bem como o empréstimo de médio e longo prazo ao Metro do Porto (311 M€) e Parque Escolar (74 M€).

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

	Ago	Set	Out	Jan-Out 2015	2016	OE 2016
Necessidades líquidas de financiamento	-310	-819	1918	9274	8200	10440
<i>Défice orçamental (sub-setor Estado)</i>	<i>-494</i>	<i>-1195</i>	<i>1863</i>	<i>6087</i>	<i>6657</i>	<i>6305</i>
<i>Despesa com ativos financeiros</i>	<i>240</i>	<i>379</i>	<i>73</i>	<i>3473</i>	<i>2089</i>	<i>4924</i>
<i>Empréstimos de médio e longo prazo</i>	<i>2</i>	<i>35</i>	<i>44</i>	<i>642</i>	<i>412</i>	<i>2504</i>
<i>Dotações de Capital</i>	<i>236</i>	<i>344</i>	<i>27</i>	<i>2774</i>	<i>1648</i>	<i>2298</i>
<i>Outros</i>	<i>2</i>	<i>0</i>	<i>2</i>	<i>56</i>	<i>30</i>	<i>122</i>
<i>Receita com ativos financeiros</i>	<i>56</i>	<i>3</i>	<i>17</i>	<i>286</i>	<i>547</i>	<i>788</i>
Despesa líquida com ativos financeiros	184	376	55	3187	1542	4136

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

12 A dívida direta do Estado diminuiu em outubro pela primeira vez desde fevereiro do corrente ano. No final de outubro, a dívida direta do Estado fixou-se em 238,7 mil M€, o que representa uma diminuição de 1316 M€ face ao mês anterior, a primeira redução desde fevereiro de 2016, e um aumento de 13,4 mil M€ em termos homólogos (Tabela 6).¹ Este decréscimo mensal deveu-se, sobretudo, à amortização da Obrigação do Tesouro (OT) com maturidade em outubro de 2016 no valor de 4,1 mil M€ que mais do que superou o efeito da emissão da OT com maturidade a 5 anos no montante de 1021 M€. Por outro lado, observou-se um aumento do stock dos Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro em 8 M€ e 224 M€, respetivamente. Adicionalmente registou-se a emissão de Bilhetes de Tesouro a 3 e 11 meses no valor total de 1367 M€. Por último, as contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros aumentaram em 353 M€. De salientar que a dívida após coberturas cambiais fixou-se em 236,6 mil M€.

Tabela 6 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	out-15	set-16	out-16	Variação (%)		Variação (M€)	
				mensal	homóloga	mensal	homóloga
Titulada	129 314	143 766	141 776	-1,4	9,6	59,4	-1 991
Curto prazo	21 107	22 366	23 364	4,5	10,7	9,8	2 257
Médio e longo prazo	108 207	121 400	118 412	-2,5	9,4	49,6	-2 988
Não titulada	23 599	26 117	26 725	2,3	13,2	11,2	609
Cert. Aforro	12 768	12 953	12 962	0,1	1,5	5,4	8
Outra	7 547	10 492	10 717	2,1	42,0	4,5	224
Cert. do Tesouro	3 284	2 671	3 047	14,1	-7,2	1,3	376
Assist. Financeira	72 375	70 112	70 179	0,1	-3,0	29,4	66
Total	225 288	239 995	238 679	-0,5	5,9	100,0	-1 316
Por memória:							
Transaccionável	123 100	137 099	135 477	-1,2	10,1	56,8	-1 622
Não Transaccionável	102 188	102 896	103 202	0,3	1,0	43,2	306
Euro	200 188	217 384	215 923	-0,7	7,9	90,5	-1 461
Não euro	25 100	22 611	22 757	0,6	-9,3	9,5	145
Contas margem	2 162	1 552	1 905	:	:	:	353

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.

¹ Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.

13 A despesa com juros e outros encargos líquidos até outubro apresenta valores similares ao registado no período homólogo. A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado até outubro fixou-se em 6968 M€ (Tabela 7), o que representa um acréscimo de 0,5%, mantendo a tendência de desaceleração (em agosto o aumento foi de 7,4% e em setembro de 5,7%). Merece destaque o pagamento do cupão das OT com uma despesa de 4,5 mil M€, o que compara com os 4,1 mil M€ do período homólogo, bem como os juros relativos a Certificados de Aforro e aos Certificados do Tesouro num valor de 652 M€ (475 M€ no período homólogo).² A contrapôr, os juros pagos relativamente aos empréstimos no âmbito do PAEF foram de 1592 M€ em juros, valor inferior ao verificado no período homólogo (2060 M€). Do mesmo modo, no caso dos Bilhetes do Tesouro, foram pagos 95 M€ em 2015 e apenas 9 M€ em 2016.

Tabela 7 – Despesa com juros e outros encargos da dívida
(em milhões de euros)

	2015	2016			Jan-out		Tvh (%)	Objectivo OE-2016	Grau de Execução (%)
		ago	set	out	2015	2016			
Juros da dívida pública	7 038	284	253	1 492	6 889	6 900	0,2	7 475	92,3
Bilhetes do Tesouro	99	0	1	0	95	9	-90,6	11	81,7
Obrigações do Tesouro	4 087	8	27	1 268	4 085	4 542	11,2	4 632	98,0
Empréstimos PAEF	2 119	229	157	60	2 060	1 592	-22,7	1 947	81,8
Certif. de Aforro e do Tesouro	562	60	49	61	475	652	37,4	807	80,9
CEDIC / CEDIM	37	1	1	7	32	22	-31,6	16	131,2
Outros	133	-13	18	95	142	83	-41,4	62	135,3
Comissões	67	12	4	3	61	72	17,0	80	89,8
Empréstimos PAEF	2	0	0	0	2	16	642,8	2	794,6
Outros	65	12	4	3	59	56	-5,6	78	71,7
Juros e outros encargos pagos	7 105	297	257	1 494	6 951	6 972	0,3	7 555	92,3
Por memória:									
Juros recebidos de aplicações	-13	0	0	0	-19	-4	-79	-9	
Juros e outros encargos líquidos	7 092	297	257	1 494	6 932	6 968	0,5	7 546	92,3
Tvh (%)	1,7	-7,6	15,1	-2,4	0,5	6,4			

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

14 Já em novembro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a seis e a doze meses. No dia 16 de novembro, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro, no valor de 250M€ com maturidade a 6 meses, cuja procura superou os 985M€, a uma taxa média de -0,027%, e, o segundo, a 12 meses no valor de 1363M€, cuja procura se situou nos 1960M€, a uma taxa de 0,005%. De referir que em ambos os casos a taxa de juro de colocação foi similar à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 8, Gráfico 7 e Gráfico 8).

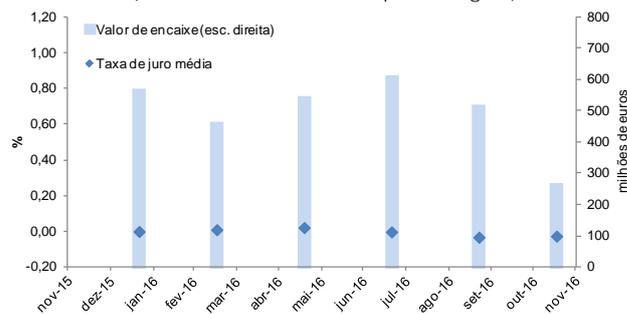
Tabela 8 – Emissão de Bilhetes do Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	mai-17	nov-17
Maturidade	6 meses	12 meses
Data da Transacção	16-nov	16-nov
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	250	1 363
Montante de Procura (M€)	985	1 960
Taxa média (%)	-0,027	0,005
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	set-16	out-17
	-0,033	0,006

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

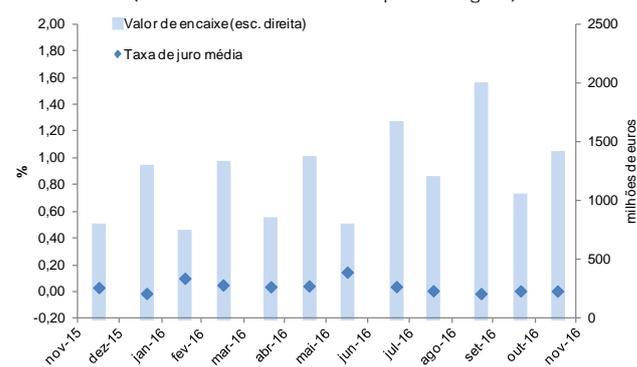
² Recorde-se que em os Certificados do Tesouro, criados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 40/2010, o pagamento anual dos juros a partir do 5.º ano têm como referência a taxa da OT a 5 anos verificada na data de subscrição.

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



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

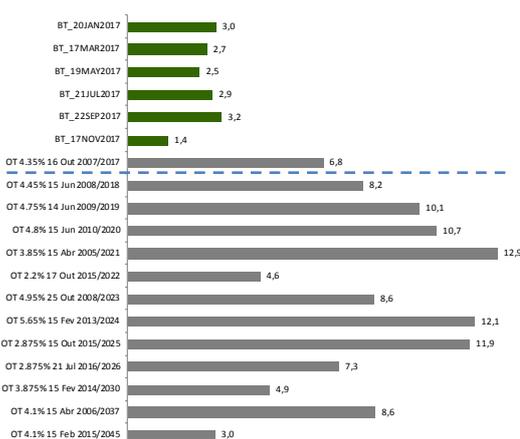
Gráfico 8 – Bilhetes do Tesouro a doze meses
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

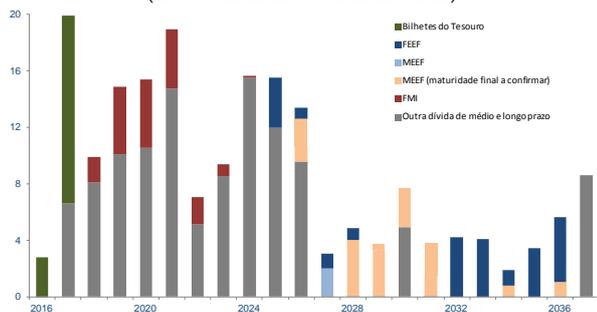
15 Encontra-se previsto para 2017 a amortização de Obrigações do Tesouro no valor de 6,8 mil M€. Em 2017 encontra-se projetado, salvo novas emissões, a amortização de 15,7 mil M€ em BT (em valor nominal, incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública), bem como a amortização de uma OT com maturidade a outubro de 2017 no valor de 6,8 mil M€ (Gráfico 9).

Gráfico 9 – Perfil de amortização a 1 de dezembro de 2016
(em mil milhões de euros)



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

Gráfico 10 – Perfil de amortização
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

16 O IGCP emitiu em novembro uma nova emissão de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV). O IGCP emitiu dia 30 de novembro uma emissão de OTRV com maturidade a cinco anos no valor de 1,5 mil M€, com uma procura de 2052 M€. Do total dos investidores, 94% são residentes ou com estabelecimentos em Portugal. As OTRV foram emitidas através de oferta pública de subscrição dirigida ao público em geral e decorreu entre o dia 14 de novembro e o dia 25 de novembro. A taxa de juro das OTRV, sendo variável, iguala a Euribor 6 meses acrescida de 2%, com pagamento semestral e postecipado, em 30 de maio e 30 de novembro de cada ano, sendo o reembolso do capital a 30 de novembro de 2021.

17 As necessidades líquidas de financiamento previstas para 2016 foram revistas em baixa relativamente ao projetado no OE/2017. Segundo a apresentação aos investidores de novembro por parte do IGCP, as necessidades líquidas de financiamento do Estado deverão ascender a 9,6 mil M€ em 2016, um valor inferior em 3,5 mil M€ ao previsto para 2016 no OE/2017 (Tabela 9). A revisão em baixa deveu-se sobretudo à menor previsão de despesa líquida com ativos financeiros (3,3 mil M€ face 6,8 mil M€ anteriormente projetados), devido, em parte, ao provável adiamento da operação de capitalização com fundos públicos da Caixa Geral de Depósitos no valor de 2,7 mil M€.³ Por outro lado, a amortização de OT foi revista em alta (de 9,3 mil M€ para 9,5 mil M€) encontrando-se agora previsto um maior reembolso antecipado do empréstimo do FMI em 2016 (de 2 mil M€ para 4 mil M€), reembolso entretanto já concretizado, e em 2017 (de 1,5 mil M€ para 2 mil M€).⁴

Tabela 9 – Necessidades de financiamento do Estado em 2016
(em mil milhões de euros)

	IGCP Nov ¹	OE/2017	IGCP Set ²
Necessidades Líquidas de Financiamento	9,6	13,1	9,1
Défice Orçamental	6,3	6,3	6,3
Aq. líquida de ativos financeiros (exc. privatizações)	3,3	6,8	2,8
Amort. e Anulações de Dívida Fundada	37,2	35,4	38,3
dos quais: FMI	4,0	2,0	6,0
Necessidades Brutas de Financiamento	46,8	48,5	47,4

Fontes: Ministério das Finanças (Relatório do OE/2017) e IGCP (apresentação aos investidores de 22 de setembro e de 25 de novembro) e cálculos da UTAO.

Divida pública na ótica de Maastricht⁵

18 Na ótica de Maastricht, a dívida pública do terceiro trimestre em percentagem do PIB fixou-se em 133,2% do PIB. Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de setembro ascendeu a 244,4 mil M€, um valor superior ao registado no final de 2015 (de 231,3 mil M€). Em percentagem do PIB, a dívida pública atingiu 133,2%, sendo que no que se refere à dívida líquida de depósitos da administração central, esta fixou-se em 121,6% do PIB.⁶

19 A dívida pública registou um decréscimo em outubro. De acordo com o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht atingiu os 243,2 mil M€ em outubro, o que representa uma redução face a setembro de mil M€. Adicionalmente a dívida pública líquida de depósitos da administração central fixou-se em 224,6 mil M€. Em resultado desta evolução, os depósitos da Administração Central fixaram-se em 18,6 mil M€.

20 O FMI reviu em alta as projeções para a dívida pública portuguesa de 2016 e de 2017. Na 5.ª monitorização pós-programa de ajustamento em Portugal, apresentada no dia 8 de dezembro, o FMI projeta que a dívida pública deverá ascender a 130,8% e 129,9% do PIB no final de 2016 e 2017, respetivamente uma revisão em alta face às anteriores projeções de 128,5% em 2016 e de 128,2% em 2017. Nesse sentido, estas projeções apresentam um valor superior às previsões do Ministério das Finanças (129,7% e 128,3% do PIB para 2016 e 2017, respetivamente). Por seu turno, Comissão Europeia prevê 130,3% para 2016 e 129,7% para 2017.

Tabela 10 – Projeções para a dívida pública de 2016 e de 2017

(no final do ano, em percentagem do PIB)

Entidade	2016	2017
Ministério das Finanças	129,7	128,3
Comissão Europeia	130,3	129,5
FMI	130,8	129,9

Fontes: Comissão Europeia (Boletim de Outono) e FMI (5.ª monitorização pós-programa de ajustamento em Portugal) e Ministério das Finanças (OE/2017)

³ cuja efetivação deveria acontecer até final de 2016 segundo o *Effective Action Report* de 17 de outubro apresentado pelo Governo à Comissão Europeia.

⁴ Em novembro, Portugal antecipou o pagamento de cerca de 2 mil M€ (1621 Milhões de DSE) ao Fundo Monetário Internacional (FMI), como parte do reembolso do empréstimo recebido no programa de assistência. Este reembolso antecipado, anunciado pelo Ministério das Finanças, representa cerca de 11% do montante total que Portugal ainda tem em dívida ao FMI, elevando a percentagem paga para 42,6% do total do empréstimo, e permitirá uma poupança de juros da ordem dos 41 milhões de euros, segundo o Ministério das Finanças. Estes reembolsos correspondem a amortizações de capital que eram devidos entre setembro de 2018 e fevereiro de 2019.

⁵ 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; iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro.

⁶ De salientar que a projeção do Banco de Portugal iguala o valor central da estimativa realizada pela UTAO para a dívida pública em percentagem do PIB no final do terceiro trimestre.

Caixa 1 – Tesouraria Central do Estado

Nesta caixa apresenta-se uma análise à evolução da Tesouraria Central do Estado até ao final do terceiro trimestre de 2016, dando-se particular destaque aos depósitos efetuados junto do Banco de Portugal (BdP), bem como dos 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 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 **4 princípios gerais** considerados fundamentais para a **gestão da tesouraria do Estado**, designadamente os 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”).⁷

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. 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€ (Tabela 1 e Gráfico 1). Em 2015, registou-se uma forte queda nas 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.

Consideram-se como depósitos do Estado as disponibilidades e aplicações excluindo as contas margem, i.e., os montantes ou outras garantias que as contrapartes devem depositar à ordem de uma instituição financeira para fazer face a perdas potenciais e os

⁷ 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.

montantes detidos nas contas recebedoras da autoridade tributária (“Caixas”) e do IGCP que ainda não se encontram ao total dispôr 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 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.

Tabela 1. Disponibilidades e aplicações do Estado, por tipo

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

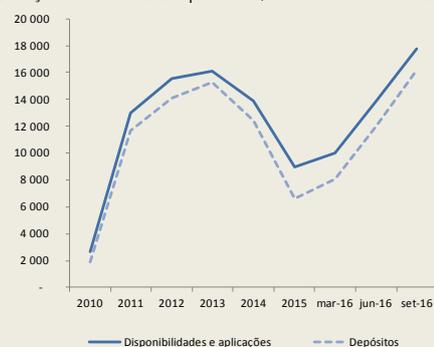
	2010	2011	...	2014	set-15	2015	mar-16	jun-16	set-16
1. Depósitos no Banco de Portugal	1	4 743		7 830	11 462	5 593	7 917	12 465	15 798
2. Aplicações financeiras	1 884	7 567		5 503	3 323	3 125	1 632	666	363
3. Depósitos no estrangeiro	13	6		6	3	5	5	4	5
4. Caixas	602	532		433	964	154	374	437	864
5. Outros	138	100		114	628	114	93	311	701
6. Disponibilidades e aplicações (1)+(2)+(3)+(4)+(5)	2 638	12 949		13 886	16 381	8 991	10 021	13 883	17 730
7. Conta margem	-	643		926	1 980	2 106	1 518	1 888	1 552
8. Depósitos (6)-(7)	1 898	11 674		12 414	12 810	6 617	8 036	11 995	16 178

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.

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/EFSF) 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).⁸

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.

Gráfico 1. Disponibilidades e Aplicações do Estado: valores totais (posições em final de período, em milhões de euros)



⁸ 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€.

3. Evolução dos depósitos do Estado e situação no 3.º trimestre de 2016

No que se refere às aplicações financeiras que o Tesouro tem junto das instituições de crédito, estas têm vindo a diminuir desde 2013, atingindo 3,1 mil M€ no final de 2015 e 363 M€ no final do 3.º trimestre de 2016, valores bastante inferiores aos 9,8 mil M€ do final de 2012 (Tabela 1 e Gráfico 2). Esta evolução resultou, em parte, de se ter passado a utilizar mais intensamente a conta de depósitos junto do Banco de Portugal enquanto conta corrente do Estado. Em termos trimestrais também se observou uma redução de 303 M€ de julho para setembro de 2016.

Com efeito, 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 15,8 mil M€ no final do 3.º trimestre de 2016 (Tabela 1 e Gráfico 2). No final de 2015 o volume de depósitos do Estado junto do Banco de Portugal ascendeu a 5,6 mil M€, tendo atingido 15,8 mil M€ no final de setembro de 2016.

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).⁹

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 situando-se em 154 M€ no final de 2015 (Tabela 1) devido ao aumento da eficiência da unidade de tesouraria do Estado, tendo atingido 864 M€ no final de setembro de 2016.

Em termos globais, no 3.º trimestre assistiu-se a um aumento das disponibilidades e aplicações quer face ao trimestre anterior (de 13,8 mil M€ para 17,7 mil M€), quer face ao mesmo trimestre do ano anterior (16,4 mil M€). Por outro lado, assistiu-se à manutenção da tendência de acréscimo dos depósitos no Banco de Portugal (de 12,5 mil M€ para 15,8 mil M€) e de diminuição das aplicações financeiras em instituições de crédito (de 666 M€ para 363 M€).

Para este aumento contribui o padrão intra-anual de cobrança de receita fiscal, nomeadamente de IRC e derrama estadual. 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. 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. Tal também podem explicar o acréscimo trimestral do montante detido na tesouraria da autoridade aduaneira e autoridade fiscal.

Por outro lado, assistiu-se a um acréscimo da dívida direta do Estado de 234,8 mil M€ no final de junho para 240 mil M€ no final do 3.º trimestre (no final de 2015 a dívida direta do Estado ascendia a 226,4 mil M€), nomeadamente de Obrigações do Tesouro (3,9 mil M€), Bilhetes do Tesouro (644 M€), Certificados do Tesouro (867 M€) e Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (1,2 mil M€) (Tabela

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

2), as quais geraram liquidez temporária, a qual terá sido usada em parte para a amortização de OT ocorrida no mês de outubro.

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



Fontes: Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

No que se refere às contas margem, estas aumentaram significativamente desde finais de 2013, para um valor em torno de 2100 M€ em 2015. No final do 3.º trimestre de 2016 o saldo destas contas ascendia a 1552 M€ (Gráfico 3), o que representa uma redução em termos trimestrais de 336 M€.

Gráfico 3. Contas Margem



Relativamente aos depósitos do Estado, estes fixaram-se em 6617 M€ no final de 2015 (Tabela 1 e Gráfico 1), registando-se uma redução significativa face aos valores registados durante os anos abrangidos pelo PAEF. Por outro lado, segundo a apresentação aos investidores por parte do ICGP de Novembro encontra-se previsto para o final de 2016 depósitos do Estado no valor de 9,3 mil M€

Adicionalmente, tem-se observado ao longo de 2016 uma tendência de aumento dos depósitos do Estado que atingiram 8 mil M€ no final do 1.º trimestre de 2016, 12 mil M€ no final do 1.º semestre, e 16,2 mil M€ no final do 3.º trimestre, um acréscimo de 4,2 mil M€ face trimestre anterior e de 3,4 mil M€ face ao período homólogo. Para que a projeção oficial seja cumprida, será necessária uma redução dos depósitos a prazo no quarto trimestre de aproximadamente 7 mil M€, cuja utilização pode permitir a cobertura das necessidades de financiamento do Estado, o reembolso do empréstimo do FMI ou recompras de outro tipo de dívida pública.