



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS  
Gabinete do Ministro dos Assuntos Parlamentares

DSATS  
A Secretária-Geral  
08/07/16  
*[Handwritten signature]*

Ofº nº 7292/MAP - 14 Julho 08

Exma. Senhora  
Secretária-Geral da  
Assembleia da República  
Conselheira Adelina Sá Carvalho

*[Handwritten: Maria do Rosário Botão  
Adjunta da Secretária-Geral]*

S/referência	S/comunicação de	N/referência	Data
Ofício nº 1256	02-03-2007	Registo nº 1272	05-03-2007
Ofício nº 1309	09-05-2008	Registo nº 2859	14-05-2008

**ASSUNTO:** RESPOSTA REQUERIMENTOS N.º 991/X (2ª) DE 1 DE MARÇO DE 2007 E N.º 355/X (3ª) DE 9 DE MAIO DE 2008, DAS SENHORAS DEPUTADAS IRENE VELOSO E LEONOR COUTINHO (PS)  
- ESTUDO ENCOMENDADO PELO IGCP SOBRE OS CERTIFICADOS DE AFORRO

Encarrega-me o Senhor Ministro dos Assuntos Parlamentares de enviar cópia do ofício n.º 1958 de 10 de Julho do Gabinete do Senhor Ministro de Estado e das Finanças, sobre o assunto supra mencionado.

Com os melhores cumprimentos,

**Á DAPLEN**  
08/07/16  
*[Handwritten signature]*  
A Directora de Serviços

*[Handwritten signature]* A Chefe do Gabinete

*[Handwritten signature]*

Maria José Ribeiro

SMM

ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA  
270608  
Gabinete da Secretária-Geral  
08/07/16  
Proc.º n.º 03



MINISTÉRIO DAS FINANÇAS E DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

GABINETE DO MINISTRO DE ESTADO E DAS FINANÇAS

10. JUL 08 01958

GABINETE do MINISTRO  
dos ASSUNTOS PARLAMENTARES

Exm<sup>a</sup> Senhora  
Chefe do Gabinete de S. E.  
o Ministro dos Assuntos Parlamentares

Entrada N.º 4068

Data 11 / 07 / 2008

Sua referência  
Ofícios n.ºs 2054 e 5107

Sua Comunicação  
07-03 e 14-05-2008

Nossa referência  
Ent. 5977/08 Proc. 08.06.03.03

ASSUNTO: Requerimento n.º 991/X/(2.ª) e Requerimento n.º 355/X/(3.ª)

Exm<sup>a</sup> Senhora,

Encarrega-me Sua Excelência o Ministro de Estado e das Finanças de, em resposta aos Requerimentos mencionados em epígrafe e conforme solicitado, enviar cópia do estudo realizado pelo IGCP sobre Certificados de Aforro.

Com os melhores cumprimentos,

*R/* O Chefe do Gabinete,

*Filipa Bandeira de Melo*

(Álvaro Aguiar)  
*Filipa Bandeira de Melo*  
Chefe do Gabinete  
em Substituição

C/c: Gab. SETF

IGCP  
Instituto de Gestão do Crédito Público



Av. da República, 57 - 6.<sup>a</sup>  
1050 - 185 Lisboa - PORTUGAL  
Tel. 351 21 792 33 00  
Fax 351 21 798 37 95

Email: info@igcp.pt

A Sua Excelência o  
Secretário de Estado do Tesouro e Finanças

N/ Ofício nº 61  
Lisboa, 4 de Janeiro de 2007

Assunto : Certificados de Aforro

*Senhor Secretário de Estado*

Conforme solicitado, junto documento sobre o assunto em epígrafe, no qual se sugere a criação de uma série C dos Certificados de Aforro, com características susceptíveis de eliminar as questões mais relevantes suscitadas pela série B, actualmente em subscrição.

Permito-me salientar que a celeridade na criação de condições para o lançamento da nova série depende, criticamente, da capacidade para se implementar os sistemas de informação que a deverão suportar.

Com os melhores cumprimentos, *e consideras pessoal*

Alberto Soares  
Presidente do Conselho Directivo

*See file  
51.07*

Anexo: 1 documento

## Certificados de Aforro – Série C

A presente nota apresenta uma proposta de melhoria da racionalidade no financiamento da República, e na gestão da dívida pública, que se consubstancia no cancelamento da emissão da série B dos certificados de aforro (CA) e da criação de uma nova série de CA (série C) com diferentes características da actual série B, nomeadamente envolvendo, a prazo, menores encargos financeiros (juros) para a República.

Desde 1997 que o IGCP tem apresentado várias propostas para a reestruturação dos CA, envolvendo alterações das condições financeiras, e simplificações administrativas e operacionais, modernizando o produto. Esta nota retoma algumas das ideias estudadas anteriormente, mas seleccionadas tendo em vista a possibilidade do projecto de lançar uma nova série de CA ser executado num espaço de tempo relativamente curto (cerca de 4 meses) após uma tomada de decisão nesse sentido.

A estrutura da nota é a seguinte. O primeiro ponto discute os problemas e limitações dos CA no contexto do financiamento e da gestão da dívida pública e como instrumento de política económica. O segundo ponto analisa o cancelamento da emissão da série B de CA e o eventual tratamento a dar ao stock vivo. O terceiro ponto apresenta o projecto para a criação de uma nova série de CA. O quarto ponto aborda alguns aspectos operacionais relacionados com a concretização da emissão de uma nova série de CA.

### 1. A Série B de CA

#### 1.1 Os CA, o financiamento do Estado e a gestão da dívida pública

Os CA são um instrumento de financiamento do Estado dirigido para a captação directa da poupança dos particulares (único instrumento de financiamento de retalho ainda activo). Numa perspectiva estrita de eficiência de gestão da carteira de dívida do Estado, o instrumento do CA, tal como existe (série B), não é um instrumento de financiamento eficiente: implica um custo para o Estado bastante superior ao de instrumentos alternativos e, simultaneamente, comporta riscos elevados para a gestão da dívida.

A remuneração dos CA, levando em conta o prémio de permanência<sup>1</sup>, é muito superior à de instrumentos de aplicação alternativa, sejam eles outros instrumentos de dívida pública, sejam eles instrumentos privados (em particular depósitos a prazo). Em comparação com a alternativa representada pelos Bilhetes do Tesouro (BT) o stock de dívida obtida através de CA tem um sobrecusto para o Estado igual a cerca de 80 pontos bases em termos de taxa de juro anual bruta, com um valor de sobrecusto da ordem de 140 milhões de euros, equivalente a 0,1% do PIB. Um resultado semelhante seria obtido se a comparação fosse feita com um financiamento

<sup>1</sup> O prémio de permanência ganhou crescente importância como fonte de custo dos CA. O prémio de permanência, quando atinge o máximo (3 pontos percentuais), representa actualmente uma majoração da remuneração dos CA de cerca de 70% sobre o valor da taxa de base. Quando os CA (série B) foram introduzidos em 1986 essa majoração era apenas de 13%.



através da emissão de OT a 5 ou a 10 anos a taxa de juro fixa com *swap* de taxa fixa para taxa variável<sup>2</sup>.

Note-se ainda que, em qualquer caso, a comparação correcta a fazer é entre taxas de juro brutas. Isto é, o facto de a maioria dos BT e OT ser colocada em investidores não residentes, isentos de tributação em sede de IRS ou IRC, não é relevante para a análise comparativa do custo dos CA. O que é relevante é o custo do instrumento alternativo disponível aos investidores em CA. Na medida em que a taxa de poupança não se altere, o investidor se decidir não adquirir CA, e adquirir outro instrumento financeiro (seja BT, depósitos a prazo, etc.), continuará sempre sujeito à tributação sobre o rendimento dos juros auferidos, não resultando por essa via um efeito negativo para as contas públicas.

Há ainda a acrescentar que os CA, sendo um produto de retalho, têm custos operacionais relativamente elevados.

Por fim, dado as suas características e o seu elevado peso no stock da dívida, os CA constituem a principal fonte de risco de taxa de juro e de potencial risco de refinanciamento que existe actualmente na carteira do Estado. A transmissão de variações de taxas à despesa com juros é muito rápida uma vez que o vencimento dos juros e a actualização das taxas ocorre com uma periodicidade de 3 meses<sup>3</sup>. Sendo um produto de vencimento à vista, os CA podem ser objecto de resgate de grandes montantes em curtos espaços de tempo, risco esse que não pode ser ignorado na gestão da dívida pública.

## 1.2. Os CA como instrumento de política económica

Ao longo da sua existência os CA têm sido encarados e geridos como um instrumento de política económica, nomeadamente através da inclusão na sua remuneração de uma componente de "subsídio" com o objectivo de estimular a "pequena poupança" das famílias. Os CA (série B) mantêm ainda, no essencial, as características financeiras e operacionais que lhe foram dadas em 1986 quando da sua criação, não tendo acompanhado as mudanças ocorridas na sociedade e economia portuguesa e mundial, quer derivado das novas tecnologias de informação potencionadoras de novas soluções operacionais, quer das mudanças operadas nos mercados financeiros e do próprio enquadramento da economia portuguesa na área do euro.

Ao contrário do que acontecia na época em que foram criados os CA, a utilização de produtos financeiros pelo Estado como instrumento de uma política de estímulo de poupança às famílias é hoje muito limitado, com a taxa de remuneração das poupanças acompanhando o nível das taxas de juro determinadas no mercado financeiro do euro e pela diversidade da oferta de produtos financeiros num mercado competitivo. Uma política de subsídição das taxas de produtos financeiros oferecidos pelo Estado terá essencialmente como consequência o desvio de poupança de outro

<sup>2</sup> Dado que o prazo médio de permanência dos CA é de cerca de 6 anos, esta alternativa seria comparável aos CA não só em termos de risco de taxa de juro mas também em termos de risco de refinanciamento.

<sup>3</sup> A subida de 1 ponto percentual nas taxas de juro de mercado, de um ano para outro, traduz-se num aumento na despesa orçamental de cerca de 0,1% do PIB só no que respeita a juros de CA.

IGCP



Instituto de Gestão do Crédito Público

tipo de aplicações para esses produtos, comportando, como já foi referido, um encargo elevado para o Estado.

Pode considerar-se, no entanto, que os CA desempenham ainda um papel social importante na medida em que disponibiliza, a pessoas que poderão ter um acesso limitado ao mercado financeiro e a informação financeira sofisticada, um produto simples na sua estrutura, seguro (risco Estado) e com diminutos custos de transacção. Este ponto é reforçado tendo em conta a intensidade de utilização de CA por pessoas de idade. É no entanto fortemente questionável a sua utilização como forma de redistribuição de rendimento, dado serem produtos de utilização geral. Aliás o facto de o valor médio da carteira de CA ser superior a 25 mil euros, e o saldo de CA superiores a 100 mil euros representar quase 50% do valor total de CA vivos, mostra que a maior parte do subsídio na remuneração destes produtos não é gasto em benefício dos estratos de população mais desfavorecidos.

Adicionalmente, o crescente grau de eficiência dos mercados financeiros e a especialização da actividade de prestação de serviços financeiros implica que, hoje em dia, os custos de intermediação financeira na colocação da dívida do Estado sejam inferiores aos custos associados a um processo de colocação directa (ou através de entidades não financeiras) pelo Estado como o envolvido na colocação dos CA. Não é pois de estranhar que o processo de colocação directa de dívida pública por parte dos Estados da OCDE, nomeadamente na área do Euro, tenha vindo a perder peso. E nos casos em que esse peso ainda é importante (e.g. EUA e Reino Unido) as taxas de juro de colocação da dívida são taxas de mercado ou mesmo taxas abaixo de outras alternativas de financiamento disponíveis. Por outro lado tem havido uma tendência geral para a proliferação de novas soluções para a colocação da dívida no retalho tirando partido das inovações tecnológicas, nomeadamente o uso da *internet* na colocação directa da dívida nos pequenos investidores finais.

## 2. Cancelamento da emissão da série B

Com base no discutido anteriormente, assim como nos diferentes estudos efectuados nos últimos anos pelo IGCP, considera-se que se deveria proceder ao cancelamento das emissões de CA nos moldes actuais.

O cancelamento da emissão da série B dos CA, embora "estancando" a fonte geradora do "problema", não resolve só por si os problemas que continuarão a advir do stock de CA vivos (séries A e B). Se nada mais for feito, os certificados actuais, não sendo resgatados por vontade dos titulares, manter-se-ão *ad eternum*. Poderão ser estudados, no entanto, mecanismos legais que possam ser utilizados para, por uma lado reduzir o valor do stock de uma forma controlada (e.g., decretar o vencimento desses certificados, desde que acautelados certos princípios), e por outro lado limitar o valor do subsídio incorporado na remuneração dos certificados (e.g., através da variação da fórmula de cálculo da taxa base fixada através de portaria, tal como já foi realizado em Julho de 2005). Claro que a forma de utilização destes mecanismos, dado o seu impacto político-social, terá de ser devidamente ponderada pelo decisor político.



### 3. Emissão de uma nova série de CA

Uma vez cancelada a emissão da série B de CA uma alternativa será deixar de emitir produtos de aforro. A gestão do financiamento e da gestão da dívida facilmente acomoda esta alternativa, através do recurso a títulos transaccionáveis (Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro).

Poderá no entanto o decisor político considerar ser desejável, pelo menos na fase actual, manter a oferta de produtos de aforro para o retalho. Argumentos passíveis de pesar nesta consideração do decisor político poderão incluir: a disponibilidade de um produto dirigido a pessoas com menor grau de acesso ao mercado e informação financeira, e que seja simples, com reduzidos custos de transacção e seguro; uma forma de alargar o leque de investidores finais na dívida pública a outros tipos de investidores; e contribuir, mesmo que marginalmente, para aumentar a concorrência no mercado da poupança.

Neste caso importa desenhar um produto que responda positivamente a algumas das preocupações referidas anteriormente relativamente aos actuais CA, nomeadamente:

- Eliminação do elemento de subsídio, não devendo o financiamento no retalho ser mais dispendioso que outro tipo de financiamento. Como tal a remuneração do novo produto deve ser próximo das taxas de mercado.
- Redução dos custos operacionais em relação à actual série B de CA. Isto implica a actualização dos limites mínimos de subscrição e resgate<sup>4</sup>. Idealmente deveria também equacionar-se a adopção de novas tecnologias, com impacto na gestão administrativa e operacional do produto, embora tais soluções envolvam prazos mais alargados para a sua concretização, e custos de investimento maiores, não sendo considerados na presente proposta.
- Redução do risco de taxa de juro e de refinanciamento. Isto implica aumentar o controlo sobre prazos de refinanciamento e de *refixing*.

Sugere-se então a emissão de uma nova série de CA, a série C, que obedeça às seguintes características, diversas da actual série B:

- Valores e subscrição: o valor nominal dos CA será 1 (um) euro (€ 2,49399 na série B), cada operação de subscrição estará sujeita a um mínimo de 100 unidades (2 na série B). Por outro lado o número máximo de unidades por Conta Aforro será 100 mil (o mesmo que na série B, mas que corresponderá a um limite menor em termos de valor monetário) e o mínimo por Conta Aforro será 100.

<sup>4</sup> O elevado número de operações de subscrição e resgate de pequeno montante constitui um dos mais importantes factores que contribuem para os elevados custos de comercialização e processamento dos CA. Estima-se que o encargo anual com os custos de comercialização e processamento representa cerca de 5 pontos base sobre o valor do stock de CA (2,7 pontos base no caso da restante dívida pública). Sé as comissões pagas aos CTT representam, quando divididas pelo número de operações processadas anualmente pelos CTT, quase € 10 por cada operação de subscrição/resgate.



- Prazo e juros: o prazo dos CA será de 10 anos (a série B não tem prazo de vencimento), os juros vencidos, depois de deduzidos dos impostos vencidos, são automaticamente capitalizados (como actualmente) e o dia em que ocorrer o 10º aniversário contado da data valor da subscrição determina o reembolso do valor nominal e dos juros capitalizados das unidades subscritas e não resgatadas antecipadamente.
- Titular e movimentação: os titulares serão apenas pessoas singulares (como actualmente). Cada pessoa singular pode ser apenas titular de uma Conta Aforro (como actualmente), e cada Conta Aforro terá que obrigatoriamente possuir um NIB para créditos. Por questões operacionais é mantida a figura de movimentador, e não são admitidas contas Aforro conjuntas (é também esta a situação actual).
- Resgate antecipado: as unidades de CA de uma subscrição poderão ser objecto de resgate total ou parcial a partir da data em que ocorrer o primeiro vencimento de juros da subscrição. O resgate determina o reembolso do valor nominal e dos juros capitalizados até à data das unidades resgatadas. O número mínimo de unidades a ser resgatadas será de 100.

Quanto ao sistema de remuneração pretende-se manter um sistema próximo do actual regime dos CA, embora eliminando ou atenuando as preocupações referidas anteriormente. Assim propõe-se:

- Juros: cada subscrição vencerá juros com uma base trimestral (como nos actuais CA). A taxa de juro a aplicar para o cálculo dos juros de uma dada subscrição num trimestre será a que resultar da soma da taxa base na data do início do trimestre com o prémio de permanência atribuível à subscrição em função da sua antiguidade (o mesmo princípio actualmente em vigor nos CA).
- Taxa de base: a taxa base (TB) será determinada mensalmente no antepenúltimo dia útil do mês para vigorar durante o mês seguinte, usando a fórmula  $TB = 0,85 * E3 - 0,25$  onde TB é o valor da taxa base em percentagem e E3 corresponde à média dos valores da Euribor a três meses observados nos dez dias úteis antecedentes, sendo o resultado arredondado para a 3ª casa decimal<sup>5</sup>.
- Prémio de permanência: o prémio de permanência seria de 0,25 ponto percentual no 2º ano, 0,50 no 3º ano, de 0,75 do 4º ao 7º anos, de 1 no 8º ano, de 1,5 no 9º ano e de 2,5 no 10º ano<sup>6</sup>.

Com esta modalidade de remuneração assegura-se o alcance dos seguintes objectivos:

<sup>5</sup> Na série B de CA a fórmula que se aplica desde Agosto de 2005 é  $TB = 0,8 * TBA$ , sendo  $TBA = 0,52 * E3 + 0,47 * E12 - 0,12$ , em que E3 é a taxa da Euribor a 3 meses e E12 é a taxa da Euribor a 12 meses. Desde a introdução do euro até Agosto de 2006 a taxa de base dos CA situou-se em média cerca de 0,25 pontos base abaixo da taxa da Euribor a 3 meses. Desde então tem-se situado cerca de 0,75 pontos base abaixo da taxa Euribor a 3 meses.

<sup>6</sup> Na série B de CA o valor do prémio de permanência começa por ser 0,25 pontos percentuais no 2º semestre de vida de um CA e aumenta 0,25 pontos percentuais por cada semestre até atingir 2 pontos percentuais.



- ✓ É praticamente eliminado o elemento de subsídio dos CA. Em anexo apresenta-se uma comparação ilustrativa das remunerações das séries B e C dos CA, e do seu custo comparado com outros instrumentos.
- ✓ Para as taxas actuais, e no momento de subscrição, a remuneração do CA série C é semelhante ao do actual CA série B (2,85% em Dezembro de 2006), não havendo um hiato entre as remunerações de subscrição das duas séries de CA.
- ✓ A estrutura do prémio de permanência da série C cria um forte incentivo à manutenção do investimento até à sua maturidade, diminuindo o risco de refinanciamento para a República e os custos operacionais dos resgates antecipados.

#### 4. Concretização da emissão de uma nova série de CA

A concretização da emissão da nova série de CA proposta, envolve, para além da tomada de decisão política, e da produção legislativa associada (que se consubstanciaria apenas na publicação de uma portaria), a realização de algum trabalho de desenvolvimento da actual aplicação informática de suporte aos CA. Estima-se em cerca de 4 meses o prazo necessário ao desenvolvimento deste projecto, embora esta estimativa tenha que ser avalizada pelo Instituto de Informática (IIMFAP). Para garantir a qualidade do desenvolvimento aplicacional a efectuar, poderá também ser necessário a contratação por este período de um consultor externo com experiência neste sistema.

Note-se que a nova série proposta é minimalista em termos do aproveitamento da inovação tecnológica ocorrida nas últimas duas décadas. Assim, por questão de minimização do período de implementação, e dos custos de investimento requeridos, não se considerou alternativas de desenvolvimento informático que permitissem a realização de três objectivos operacionais relevantes:

- A desmaterialização dos títulos.
- A realização de operações via Internet, designadamente pedidos de resgate.
- A flexibilização de prazos e formas de cálculo dos juros, nomeadamente a possibilidade de adoptar um sistema de remuneração de juros indexados à inflação.

Numa fase ulterior, a concretização destes objectivos deverá ser uma prioridade, dado permitirem reduzir os custos operacionais do produto CA, melhorar a qualidade do serviço, possibilitar a adopção de novas características nos CA, facilitar a sua comercialização e, em suma, torná-los simultaneamente num produto mais competitivo no quadro do actual mercado financeiro e ao mesmo tempo menos oneroso para o contribuinte.

## ANEXO

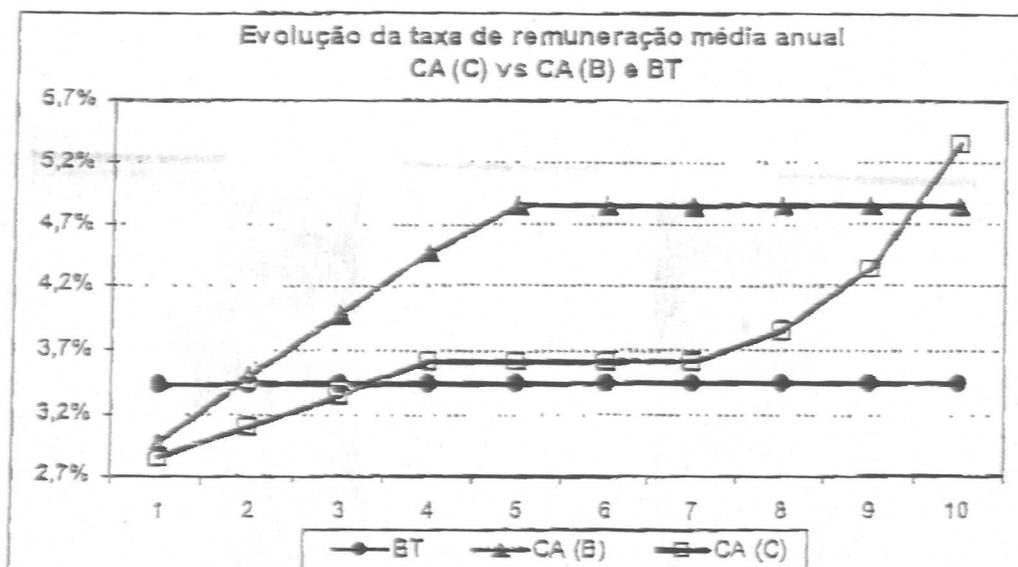
## Comparação das remunerações dos CA, séries B e C

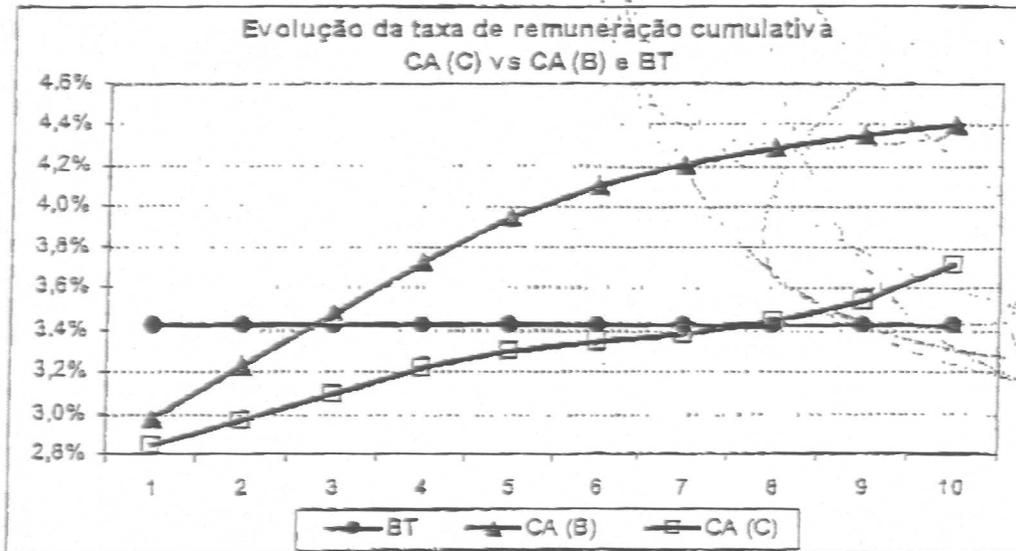
Os quadros seguintes mostram as taxas de remuneração média anual, e cumulativa ao longo do tempo, dos CA (série B) e da nova série C proposta, assumindo que se manteriam inalteradas as taxas de juro prevalentes no início de Dezembro de 2006.

Taxa de remuneração média anual										
Anos	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CA (B)	2,98%	3,48%	3,98%	4,48%	4,85%	4,85%	4,85%	4,85%	4,85%	4,85%
CA (C)	2,85%	3,10%	3,35%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	3,85%	4,35%	5,35%

Taxa de remuneração cumulativa											
Anos	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Steady-state
CA (B)	2,98%	3,23%	3,48%	3,73%	3,95%	4,10%	4,21%	4,29%	4,35%	4,40%	4,85%
CA (C)	2,85%	2,97%	3,10%	3,22%	3,30%	3,35%	3,38%	3,44%	3,54%	3,72%	-

Os gráficos seguintes comparam a evolução ao longo do tempo destas remunerações da série C, com as remunerações da série B e com a remuneração dos Bilhetes do Tesouro com um prazo de maturidade de 3 meses. Note-se que enquanto a taxa de remuneração anual da série C é superior à dos BT logo no 4º ano e à da série B no 10º ano, a taxa de remuneração cumulativa só a partir do 8º ano se torna superior à dos BT, e é sempre inferior à da série B.





O quadro seguinte compara o custo cumulativo para o Estado dos CA versus as taxas dos BT a 3 meses, euribor a 3 meses, e OT a 10 anos. Assim, enquanto o custo para o Estado decorrente de um CA (série C) detido durante 10 anos pelo investidor seria de cerca de 10 pontos base acima da taxa euribor a 3 meses, o custo de um CA (série B) seria no *steady-state* de 125 pontos base acima da taxa de euribor a 3 meses. Comparando com outros instrumentos de dívida pública o custo cumulativo em 10 anos do financiamento em CA (série C) seria 30 pontos base acima do custo do financiamento através de BT, mas seria inferior em cerca de 30 pontos base ao custo decorrente do financiamento através de OT a 10 anos (sem cobertura de *swaps*).

Instrumento	Custo relativo dos CA	
	Taxa	Diferencial de taxas
		Série B* Série C**
Euribor a 3 meses	3,60%	1,25% 0,12%
BT a 3 meses	3,42%	1,43% 0,30%
OT a 10 anos	4,00%	0,85% -0,28%

\* Cumulativo de steady-state

\*\* Cumulativo a 10 anos