

CAIXA 2.3: BENEFÍCIOS E CUSTOS DA POSIÇÃO DE TESOURARIA EM 2013 E 2014

Desde 2006 que o IGCP, a par da gestão da dívida direta do Estado, assumiu a incumbência de gerir as disponibilidades da Tesouraria do Estado, promovendo-se, assim, uma gestão integrada dos riscos de ativos (disponibilidades) e passivos (dívida). A gestão integrada da tesouraria, do financiamento e da dívida pública permite ganhos acrescidos de eficiência, através, da minimização dos encargos financeiros da dívida pública e da redução dos saldos da dívida pública direta do Estado em circulação, como contrapartida de excedentes de tesouraria reduzidos.

Contudo, desde 2010 que o objetivo de manutenção do saldo de tesouraria num nível tendencialmente reduzido ficou subordinado à necessidade de constituir reservas de liquidez, dada a incerteza sobre a capacidade de acesso a financiamento no mercado, num ambiente de elevada volatilidade, que afetou de forma particular os países periféricos da área do euro. Deste modo, os novos desafios que se colocaram na obtenção de financiamento num contexto de crise económica e financeira a nível global e o facto de Portugal estar sob um programa de assistência, justificaram a adoção de uma atitude mais conservadora por parte do IGCP, em termos de posição de tesouraria. De notar que, a adoção de um comportamento prudente foi sugerido de forma reiterada pela missão técnica da UE e do FMI, com vista a facilitar a recuperação da base de investidores de dívida pública portuguesa, contribuindo, por isso, para uma redução do custo de financiamento da República a médio prazo, designadamente porque Portugal não recuperou ainda o estatuto de classe de investimento, na classificação atribuída pelas três maiores agências de *rating*,¹³ de que gozava antes do início da crise de dívida soberana na área do euro.

Neste enquadramento, o saldo de disponibilidades de Tesouraria tem-se mantido num nível relativamente elevado nos últimos anos. Em 2013, o saldo médio diário de depósitos ascendeu a EUR 16,6 mil milhões e em 2014 fixou-se em aproximadamente EUR 17,4 mil milhões (incluindo depósitos cativos para recapitalização do sistema bancário, em conta dedicada do Banco de Portugal – *Bank Solvency Support Facility*¹⁴ - num montante médio diário de EUR 4,1 mil milhões em ambos os anos). Excluindo os depósitos do *BSSF*, o excesso de financiamento médio em relação às necessidades fixou-se assim em EUR 12,5 mil milhões e EUR 13,2 mil milhões, em 2013 e 2014, respetivamente. Considerando o custo médio do financiamento obtido nesse período em mercado, descontado dos juros recebidos de aplicações dos excedentes de tesouraria e do custo associado aos depósitos cativos para recapitalização do sistema bancário, o custo líquido da posição de tesouraria ascendeu a EUR 237 milhões e EUR 246 milhões, nestes dois anos, respetivamente.

¹³ No final de junho de 2015, o *rating* da República Portuguesa atribuído pelas três maiores agências de notação financeira era: *BB+* no caso da *Fitch*, *Ba1* no caso da *Moody's* e *BB* no caso da *S&P*, um nível abaixo da classe de investimento nos dois primeiros casos, e dois níveis abaixo da classe de investimento no caso da *S&P*.

¹⁴ Conforme acordado com as instituições internacionais que suportam o PAEF.

Quadro 12 – Estimativa do custo da posição de tesouraria

(EUR milhões)	Taxa implícita <i>stock</i> total ⁽¹⁾		Custo médio (BT+OT) ⁽²⁾		Custo médio (BT) ⁽³⁾	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Saldo médio de depósitos	16.621	17.377	16.621	17.377	16.621	17.377
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	3,6%	3,6%	3,1%	2,3%	1,6%	0,5%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	602	628	517	403	258	82
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	-152	-61	-152	-61	-152	-61
Custo líquido do saldo de Tesouraria	450	566	364	342	106	20
<i>p.m.</i>						
Saldo médio de depósitos cativos para recapitalização do sistema banc	4.103	4.132	4.103	4.132	4.103	4.132
Custo médio do financiamento dos depósitos cativos	149	149	128	96	64	19
Custo líquido do saldo de Tesouraria, excluindo depósitos cativos	301	417	237	246	42	1

⁽¹⁾ Taxa de juro implícita é calculada como o rácio entre os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais e o *stock* médio da dívida direta do Estado num determinado ano (ver secção 4.2).

⁽²⁾ Custo de financiamento de BT e OT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) e OT ocorrido durante o ano.

⁽³⁾ Custo de financiamento de BT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) ocorrido durante o ano.

Fonte: IGCP

No entanto, como se pode observar no quadro acima, a estimativa dos encargos associados a manter uma posição de tesouraria excedentária pode apresentar valores bastante diferentes, dependendo dos pressupostos usados na definição do custo de financiamento: a estimativa é maior se se tiver em consideração o custo implícito na dívida total (que inclui todos os financiamentos obtidos ao longo do tempo que concorrem para o saldo atual da dívida, e não apenas o custo marginal do financiamento obtido no período em causa), mas será menor se se considerar apenas o custo marginal do financiamento associado aos BT.

Ainda que a manutenção de excedentes de tesouraria elevados possa, numa análise *ex-post*, acarretar um aumento dos encargos financeiros da República, esse aumento não pode ser dissociado do custo potencial de adiar a execução de financiamento para um momento em que as condições financeiras poderiam ser mais gravosas. De notar que, a estratégia prudente de pré-financiamento e de constituição de reservas de liquidez também foi adotada por outros soberanos, dada a incerteza e volatilidade em que o mercado de dívida pública internacional tem estado envolvido.