

Cenários para o défice e a dívida: algumas considerações

As contas públicas continuaram a melhorar em 2017, se excluirmos o efeito da operação de recapitalização da Caixa Geral de Depósitos (efeito *one-off*). Assim, o défice atingiu o nível mais baixo (pelo menos) desde 1974 (-0.9% do PIB), tirando partido do ambiente económico muito favorável em 2017, dos baixos custos de financiamento e da contenção do lado da despesa pública. Ao mesmo tempo, considerando o excedente primário, o crescimento económico e a redução dos encargos com juros, o rácio de dívida pública reduziu para 125.7% do PIB no final do ano anterior, evolução fundamental para a apreciação dos investidores externos e agências de *rating*.

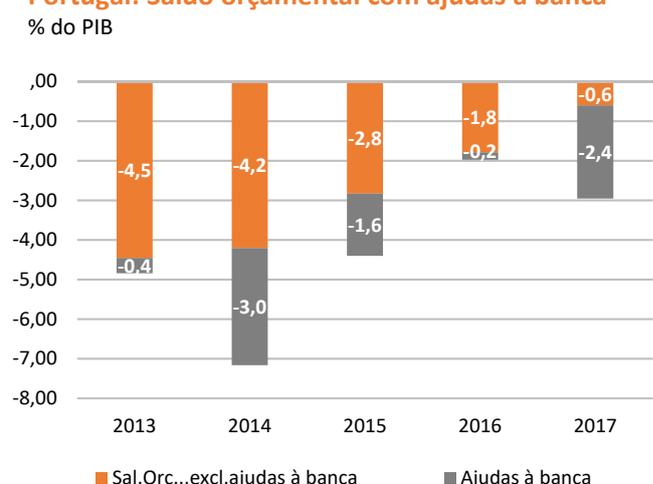
O cenário traçado no Programa de Estabilidade para o período entre 2018 e 2022 revela um compromisso de manutenção da consolidação das contas públicas, com o Governo a antecipar um excedente orçamental em 2020, e que o rácio da dívida pública caia para 102% do PIB em 2022. Apesar de considerarmos este cenário demasiado otimista, as premissas apresentadas para 2018-2019 são bastante plausíveis, configurando a continuidade da trajetória de consolidação orçamental e a redução do endividamento público, ainda que a um ritmo um pouco mais lento que o implícito no cenário oficial. No entanto, não é de negligenciar a existência de riscos: externos (com impacto no prémio de risco de dívida soberana) e internos (evolução da atividade económica e eventuais apoios financeiros à banca não acautelados previamente).

Este cenário mais favorável tem levado algumas instituições a reverem as suas previsões para Portugal, como o FMI, e agências de *rating* internacionais a revelarem-se mais positivas quanto ao caminho traçado até ao momento e avaliando de forma mais otimista o futuro do país, como a DBRS.

1. Redução marcante do défice em 2017

Em 2017, o défice orçamental das Administrações Públicas atingiu o nível mais baixo desde 1974 (-0.9% do PIB, excluindo efeitos *one-off*). Este desempenho contrasta com o verificado no passado recente: Portugal quebrou a regra do limite dos 3% do PIB para o défice orçamental praticamente desde 2009, o que levou a Comissão Europeia a colocar o país no Procedimento por Défices Excessivos nesse ano (braço corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento)². Durante o processo, o reconhecimento de dívida de Entidades Públicas e défices orçamentais elevados levaram a um aumento significativo do rácio de dívida em percentagem do PIB e a uma situação de défice

Portugal: Saldo orçamental com ajudas à banca



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Datastream.

¹ O valor oficial do défice orçamental é de 3,0% do PIB, incluindo a contabilização da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos, cujo impacto atingiu os 2,0% do PIB.

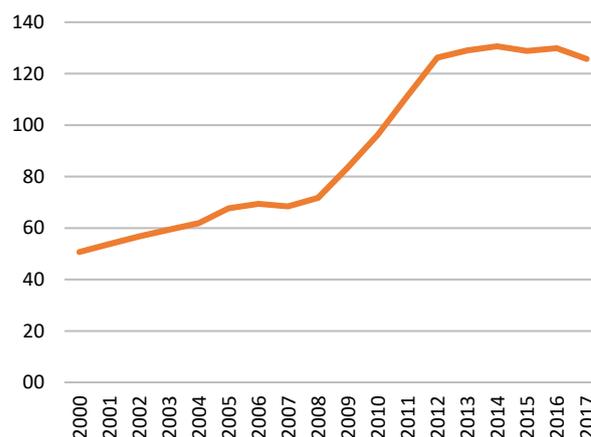
² PDE: procedimento que é ativado quando um Estado-Membro cumpre uma das seguintes situações: (i) défice orçamental ultrapassa ou está em risco de ultrapassar o limite dos 3% do PIB; ou (ii) o rácio de dívida pública acima de 60% do PIB, revelando não estar a diminuir a um ritmo satisfatório.

excessivo. O esforço de consolidação das contas públicas durante o programa de ajustamento e nos anos seguintes permitiu que, em 2016, Portugal terminasse o ano com um défice inferior a 3.0%, possibilitando a saída do PDE e a entrada para o braço preventivo do PEC³.

A recuperação da atividade económica deu suporte à melhoria das contas públicas em 2017, impulsionando a arrecadação da receita fiscal e contributiva. Ao mesmo tempo, é ainda de relevar a contenção do lado da despesa comparativamente aos níveis estimados pelo Governo, visível em praticamente todas as rubricas. A despesa ficou abaixo do mencionado no OGE 2017: -1.3 pontos percentuais do PIB. Por outro lado, o nível baixo das taxas de juro e a redução significativa do prémio de risco da dívida soberana possibilitaram o financiamento da dívida com custos muito favoráveis, contribuindo para a redução dos encargos com juros. Em linha com o excedente do saldo primário (3.0% do PIB, excluindo o efeito CGD), o crescimento económico e a redução dos encargos com juros, o rácio de dívida pública reduziu em 4.2 p.p. para 125.7% do PIB no final do ano.

Portugal: Dívida Pública

% do PIB



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

2. Programa de Estabilidade otimista no longo-prazo

O cenário macroeconómico traçado no Programa de Estabilidade 2018-2022 revela um ritmo de crescimento económico sempre acima dos 2% no horizonte de projeção (2018-2022). As previsões para o crescimento económico inscritas no PE comparam favoravelmente com as mencionadas pelo Governo em exercícios anteriores, especialmente justificado pelo comportamento mais forte do Investimento e Exportações. No longo prazo, o cenário traçado pelo Executivo revela-se mais otimista do que o do BPI: entre 2020 e 2022, a

Cenário Macroeconómico inscrito no Programa de Estabilidade 2018-2022

	PE 2018-2022					PE 2017-2021				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	
PIB (real, %)	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9	2.0	2.1	2.2	
Consumo Privado	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.6	1.6	1.6	1.6	
Consumo Público	0.7	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.8	-0.9	0.0	0.5	
Investimento	6.2	7.0	7.1	6.4	5.5	5.1	5.1	4.8	4.7	
Exportações	6.3	4.8	4.2	4.2	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5	
Importações	6.3	5.0	4.5	4.5	4.4	4.1	4.1	4.1	4.1	
Taxa de Inflação(%)	1.4	1.4	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	
Taxa Desemprego (%)	7.6	7.2	6.8	6.5	6.3	9.3	8.6	8.0	7.4	

Fonte: BPI Research, com base no PE 2018-2022.

taxa média de crescimento económico estimada pelo Executivo é de 2.2%, o que compara com a previsão BPI de 1.9% para igual período. Para as restantes variáveis, nota para um cenário mais positivo por parte do Executivo para a evolução da taxa de inflação (medida pelo IPC) e do ritmo de crescimento do emprego (crescimento médio de 1.1% entre 2018 e 2022 vs 0.8% no cenário BPI).

3. Compromisso com consolidação orçamental

A consolidação das contas públicas deverá manter-se nos próximos anos, com o Governo a rever o saldo orçamental projetado para este ano de -1.1% para -0.7% e antecipando um excedente em 2020 (0.7%).

³ No caso de Portugal, o braço preventivo obriga a um ajustamento estrutural de pelo menos 0,6% do PIB por ano até obter um saldo estrutural de +0,25%.

Considerando os dados projetados pelo Governo, **nos próximos anos a política fiscal deverá assumir um carácter restritivo contra cíclico**, em linha com o objetivo de médio prazo, que estabelece que Portugal deva atingir um saldo estrutural de +0.25% do PIB. O Governo espera atingir esta meta em 2020 (+0.3%), uma previsão que se pode revelar otimista, dada a dificuldade de fazer ajustamentos num cenário de desaceleração económica⁴. As estimativas para o saldo orçamental diferem da perspetiva do BPI, que se revela mais conservadora: o desempenho positivo das contas públicas em 2017 deverá ter um impacto positivo este ano, o cenário macroeconómico deverá manter-se favorável, a par da possibilidade de o Governo ajustar o grau de execução do investimento público (investindo menos do que o planeado) e de uma subestimação da receita fiscal e contributiva na nossa perspetiva. No entanto, o ciclo político e a necessidade da aprovação do Orçamento de Estado para 2019 no atual quadro parlamentar poderá colocar alguma pressão nas contas públicas.

As fontes de risco ao cumprimento do cenário orçamental traçado pelo Governo podem ser de origem externa ou interna. Do lado externo, apontam-se as questões políticas, tensões geopolíticas e eventos financeiros, e consequente **impacto no prémio de risco da dívida soberana**. Neste ponto, importa considerar que o Executivo antecipa uma queda dos encargos com juros de 5.7% em 2018⁵, o que corresponderia a uma poupança de EUR 426 milhões face ao executado em 2017, superior ao projetado pelo Governo na proposta de OGE 2018 (EUR 307 milhões). Na vertente doméstica, o realce vai para a expectativa para a arrecadação de receita fiscal e contributiva, **dependente da evolução do ambiente económico e do mercado de trabalho**, e eventuais **apoios financeiros à banca** não acautelados previamente⁶.

A previsão oficial para o rácio de dívida pública é de 122.2% este ano, justificado pelo efeito do saldo primário (explica 80% da redução esperada do rácio de dívida pública), a par da evolução da atividade económica, que deverá compensar largamente o impacto negativo (ainda que decrescente) dos juros. O Governo espera ainda que a dívida atinja 102% do PIB em 2022. Ainda assim, **a dívida pública e os encargos com os juros continuam em níveis elevados, o que poderá continuar a limitar a margem orçamental para absorver eventuais choques adversos no curto e médio prazo.**

Política Fiscal e Conjuntura Económica



Fonte: BPI Research, com base nos dados do PE 2018-2022.

Contas Públicas*

% PIB	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Var.p.p. 2022/18
Saldo Orçamental	-0.9	-0.7	-0.2	0.7	1.4	1.3	2.0
Receita Fiscal	25.2	25.1	24.9	24.8	24.7	24.7	-0.4
Contribuições para a SS	11.8	11.8	11.8	11.8	11.9	11.9	0.1
Outros	5.9	6.3	6.2	6.3	6.6	6.1	-0.2
Total Receita	42.9	43.2	42.9	42.9	43.2	42.7	-0.5
Prestações Sociais	18.4	18.3	18.2	17.9	17.8	17.7	-0.7
Despesas com Pessoal	11.0	10.8	10.6	10.4	10.2	10.0	-0.8
Juros	3.9	3.5	3.4	3.2	3.1	3.1	-0.4
Investimento	1.8	2.3	2.4	2.6	2.6	2.6	0.3
Outros	8.7	9.1	8.5	8.2	8.1	8.1	-0.9
Total Despesa	43.8	43.9	43.0	42.2	41.7	41.4	-2.5

Nota: * Valores para 2017 estão corrigidos pelo efeito da CGD.

Fonte: INE; Ministério das Finanças.

⁴ As projeções do Governo revelam que não será possível cumprir com a redução mínima de 0,6 p.p. do PIB por ano em 2018 e 2019.

⁵ PE 2018-2022

⁶ A necessidade de fazer um empréstimo ao Fundo de Resolução para melhorar os rácios de capital do Novo Banco estava já previsto no OGE 2018 (EUR 850 milhões para aplicar no sistema financeiro). O Novo Banco irá precisar de EUR 450 milhões, pelo que resta uma almofada financeira de EUR 400 milhões.

4. O que dizem as principais instituições mundiais sobre Portugal?

A melhoria da situação económica, orçamental e financeira levou a que as agências de *rating* revissem as suas avaliações sobre Portugal, iniciado pela S&P no ano passado. Mais recentemente, a DBRS reviu em alta o *rating* de Portugal, de BBB- para BBB, com perspetiva estável. De acordo com a agência, a alteração do *rating* teve por base a avaliação mais positiva para a trajetória da dívida pública, a melhoria sustentável das contas públicas, a par da manutenção da disciplina fiscal. Ao mesmo tempo, contribuiu o facto de a economia continuar a crescer a um ritmo constante e positivo (de acordo com a agência, os riscos para o crescimento no curto prazo são reduzidos e estão relacionados, principalmente, com fatores externos) e da redução do rácio dos NPLs no sistema bancário. No entanto, a agência aponta ainda algumas vulnerabilidades e/ou desafios na vertente orçamental: (i) elevada despesa com o sector da saúde; (ii) algumas empresas detidas pelo Estado continuam a não ser rentáveis; (iii) algumas das medidas temporárias de austeridade foram revertidas, o que poderá colocar pressão na despesa pública no futuro; (iv) atrasos constantes nos pagamentos aos hospitais.

A Moody's manteve inalterado, recentemente, o *rating* atribuído à dívida pública portuguesa, em Ba1. A manutenção do *rating*, que acabou por surpreender, não teve, no entanto, impacto ao nível do *spread*, que se mantém em níveis reduzidos (ligeiramente acima dos 100 pontos base). Esta semana, a agência deverá divulgar o *update* do *credit profile* esta semana.

O FMI antecipa uma melhoria mais lenta das contas públicas. As últimas previsões do FMI revelam uma expectativa menos positiva para o saldo orçamental, antecipando que atinja -1.0% este ano e diminua para -0.6% em 2022⁷. O FMI estima ainda que o saldo primário seja superior a 2.0% do PIB até 2022, mas que seja gradualmente descendente. Para o rácio da dívida pública em percentagem do PIB, o Fundo é mais otimista do que o Governo até 2020, antecipando que o rácio caia para 107.7% do PIB em 2022.

Rating atribuído pelas principais agências de rating*

	Rating	Data Última Atualização	Outlook
Moody's	Ba1	25/07/2014	Positivo
S&P	BBB-	15/09/2017	Estável
Fitch	BBB	15/12/2017	Estável
DBRS	BBB	20/04/2018	Estável

Nota: (*) Rating atribuído à dívida de longo-prazo, em moeda estrangeira.
Fonte: BPI Research, com base na Bloomberg.

⁷ O valor inscrito no WEO de Abril para 2017 é de -1.2% do PIB, distinto do publicado pelo INE, pelo que estes valores podem ter sido estimados em momento anterior à publicação do saldo orçamental de 2017.

Publicação do Banco BPI preparada pela sua Área de Estudos Económicos e Financeiros que contém informações e opiniões provenientes de fontes consideradas confiáveis, mas o Banco BPI não garante a precisão do mesmo e não é responsável por erros ou omissões neles contidos. Este documento tem um objetivo puramente informativo, razão pela qual o Banco BPI não é responsável, em qualquer caso, pelo uso que dele se faz. Opiniões e estimativas são propriedade da área e podem estar sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Banco BPI, SA - 2018

Rua Tenente Valadim, 284
Largo Jean Monnet, 1-9º

4100-476 Porto
1269-067 Lisboa

Telef.: (351) 22 207 50 00
Telef.: (351) 21 310 11 86

Telefax: (351) 22 207 58 88
Telefax: (351) 21 315 39 27

www.bancobpi.pt