

Portugal – Orçamento, CGD e ratings

Setembro 2016

 José Miguel Cerdeira
 21 310 10 82
 jose.miguel.cerdeira@bancobpi.pt

AS QUESTÕES RELACIONADAS COM O FINANCIAMENTO NÃO DEVERÃO TER UM IMPACTO RELEVANTE

A execução orçamental está controlada até agora, com uma restrição do aumento da despesa a compensar uma receita aquém do esperado.

O executivo português acordou um método para a recapitalização da CGD com as autoridades europeias, envolvendo a emissão de dívida subordinada, e possivelmente evitando a contabilização da injeção directa de fundos do Estado (EUR 2.7 mil milhões) no défice público de 2016.

A DBRS deverá continuar a permitir o acesso do país ao programa de *Quantitative Easing*, não alterando o *rating* atribuído a Portugal, já que os factores que suportam a avaliação da agência não se deverão alterar.

Em geral, há poucas preocupações de curto-prazo para as finanças públicas portuguesas, e enquanto o processo de aprovação do Orçamento de Estado para 2017 poderá ser rodeado de algum ruído político, deverá culminar com a aprovação do mesmo.

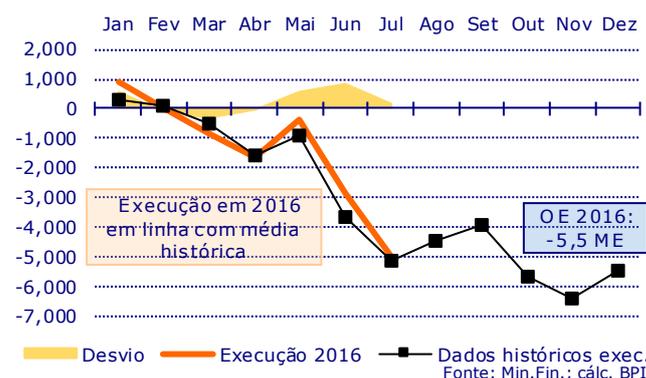
1. Execução orçamental controlada até Julho

□ No período entre Janeiro e Julho de 2016, a execução orçamental esteve em linha com as previsões do governo, até possivelmente acima do esperado, no que toca ao objectivo para o défice em termos absolutos. O défice em contabilidade pública foi de EUR 4.980 mil milhões, uma melhoria de EUR 542.8 milhões em comparação com o período homólogo. Os dados históricos da execução orçamental nos últimos anos mostram que, apesar deste valor se situar relativamente próximo dos EUR 5.5 mil milhões de défice esperado (objectivo em contabilidade pública), esta está a ser uma execução dentro da média, em relação ao perfil intra-anual da mesma.

□ As receitas orçamentais estão a crescer bem abaixo do objectivo esperado, mas este facto está a ser compensado por um aumento ainda menor da despesa – quando era esperado que esta aumentasse mais que a receita, no OE2016.

Saldo orçamental - contabilidade pública

milhões €



□ A receita cresce até Julho 2.8%, EUR 928.7 milhões a menos do que seria esperado – quando se assume um perfil intra-anual da receita similar ao verificado em 2015. Há uma parte significativa das receitas que não podem ser facilmente especificadas, como as outras despesas correntes, que podem ainda melhorar estes números, já que não é líquido que tenham a mesma distribuição pelo ano que no ano passado. **No entanto, há EUR 376.5 milhões em receitas de impostos (mais de ¾ deste montante corresponde aos impostos directos) que teriam sido obtidos se os cálculos orçamentais se verificassem.** Este desvio poderá agravar-se para EUR 818 milhões se o mesmo ritmo de variação homóloga se registar até ao final do ano.

□ Por outro lado, a despesa está a subir uns meros 1.3% (subida esperada de 5.6%), o que corresponde a uma poupança (em relação ao que era previsto gastar no OE2016) de EUR 2.043 mil milhões, até agora. Também do lado da despesa há categorias que são menos facilmente identificáveis, as outras despesas correntes, que registam um desvio positivo de EUR 488 milhões. O mais provável é que estes fundos sejam usados em caso de necessidade, já que incluirão a reserva e dotação orçamental, verbas que já têm vindo a ser usadas por Governos anteriores para despesas sub-orçamentadas noutras categorias. Todavia, o principal das poupanças está concentrado em dois tipos de despesas: **os gastos da segurança social** e o **investimento**. Este último está a decrescer 10.7% (quando se esperava um aumento de 12.0%), o que gera

um desvio positivo de EUR 483 milhões até Julho. Os dados mais surpreendentes vêm da despesa corrente da Segurança Social, a aumentar 2.2% no acumulado do ano. Porém, o OE2016 previa uma subida de 6.6% para todo o ano. Assim, a execução verificada corresponde a mais de EUR 1000 milhões em despesas a menos do que o previsto (novamente, assumindo um comportamento intra-anual desta despesa semelhante a 2015). **Parte deste desvio é resultado de uma tendência positiva dos gastos com subsídios de desemprego, a descer 14.8%**, mais do dobro do esperado. Ainda assim, o principal factor para este desvio positivo é consequência de menores gastos do que o esperado em **ações de formação profissional**, onde foram usados apenas 2/3 dos fundos em relação ao que seria de esperar, o que configurou uma "poupança" de EUR 511 milhões.

□ Assim, apesar das incertezas em relação à execução orçamental durante os restantes meses do ano (principalmente pelo impacto da semana de 35 horas na função pública, as reversões progressivas dos cortes nos salários públicos, e o corte do IVA na restauração), **a nossa expectativa é de que o Governo deverá conseguir manter a execução orçamental em linha com o previsto, mantendo provavelmente alguns cortes discricionários, tal como os mencionados anteriormente.** Porém, há alguns desvios, que combinados com o crescimento mais fraco do que o esperado, poderão levar a um défice acima da exigência europeia dos 2.5%, ainda que abaixo do limite de 3% do défice excessivo (não contabilizando uma possível inclusão do aumento de capital da CGD nas contas do défice, assunto abordado mais à frente).

Execução orçamental 2016 até Julho (Óptica de caixa)	Valores (EUR milhões)		% Variação		Desvio implícito*
	Jul-15	Jul-16	Execução	OE16	
Receita corrente	40,704.01	41,912.93	3.0	4.5	-638.49
Receita Fiscal	23,883.62	24,330.46	1.9	3.4	-376.46
Impostos directos	10,921.68	10,501.89	-3.8	-1.2	-291.79
Impostos indirectos	12,961.94	13,828.57	6.7	7.7	-136.89
Contribuições de Segurança Social	10,771.40	11,229.54	4.3	4.4	-21.17
Outras receitas correntes	5,964.29	6,322.95	6.0	12.9	-412.49
Receita de capital	1,031.93	990.59	-4.0	23.0	-278.30
Receita efectiva	41,735.95	42,903.52	2.8	5.0	-928.74
Despesa corrente	44,605.57	45,385.10	1.7	4.8	-1,351.03
Despesas com o pessoal	11,403.28	11,769.24	3.2	2.3	101.61
Aquisição de bens e serviços	6,058.99	6,021.89	-0.6	1.1	-103.98
Juros e outros encargos	4,938.38	5,296.11	7.2	4.5	136.36
Transferências correntes	21,088.82	21,103.03	0.1	2.8	-578.48
Subsídios	628.05	610.18	-2.8	33.1	-225.69
Outras despesas correntes	386.02	426.14	10.4	136.9	-488.41
Despesa de capital	2,653.83	2,499.03	-5.8	18.1	-635.22
Investimentos	2,129.96	1,903.02	-10.7	12.0	-482.57
Transferências e out. despesas de capita	508.19	590.58	16.2	47.3	-158.01
Despesa efectiva	47,259.40	47,884.13	1.3	5.6	-2,042.70
Saldo global	-5,523.45	-4,980.61	-9.8	-	-
Despesa primária	42,321.02	42,588.02	0.6	5.8	-2,175.92
Saldo primário	-585.07	315.50	-	-	-

Fonte: DGO

*Diferença entre a execução verificada e a prevista no OE2016, assumindo um perfil intra-anual semelhante das despesas e receitas ao do ano anterior

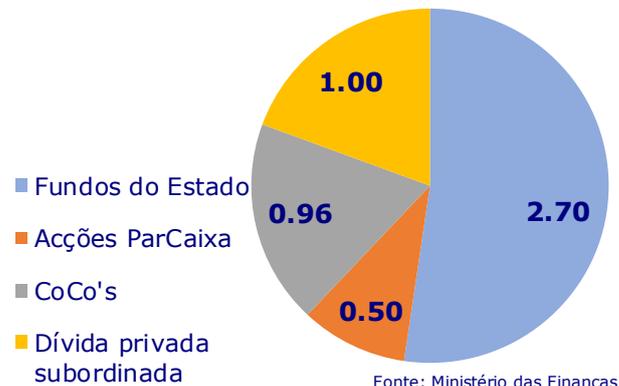
2. Aumento de capital para a Caixa Geral de Depósitos acordado com a UE

□ **Depois de meses de negociações com a Comissão Europeia, em específico com a Comissária para a Concorrência Margrethe Vestager, o Governo português chegou a acordo para um método de recapitalização da Caixa Geral de Depósitos.**

□ **O plano prevê um total de EUR 5.160 mil milhões de fundos adicionais, EUR 2.7 mil milhões dos quais directamente financiados pelo Estado.** O resto dos fundos estão divididos em três parcelas. Deverá haver EUR 500 milhões correspondentes à transferência de 49% das acções da ParCaixa (entidade já controlada pelo banco público) do Estado para a CGD. EUR 960 milhões virão da conversão para capital dos CoCo's (*Contingent Convertibles*) detidos pelo Estado. Por fim, EUR 1000 milhões serão obtidos em 2 emissões de dívida subordinada (não convertível em capital), subscrita por privados, “investidores não relacionados com o Estado português”. **A primeira destas emissões, num montante de EUR 500 milhões, será levada a cabo ao mesmo tempo que a injeção dos EUR 2.7 mil milhões por parte do Estado, servindo assim como uma avaliação do mercado sobre a robustez da operação de reestruturação.**

Estrutura do aumento de capital da CGD

mil milhões €



Fonte: Ministério das Finanças

□ **A estrutura de financiamento terá sido essencial para que o aumento de capital não tenha sido considerado ajuda de Estado,** o que é em si um requisito necessário para que as autoridades europeias tenham autorizado a operação.

□ **O plano implica a redução de quadro de efectivos,** e outras medidas para reforçar a eficiência e cortar custos, como o encerramento de agências, o recuo da operação em Espanha, e em geral, a concentração da actividade no estrangeiro nos países lusófonos.

□ **A cláusula de não haver ajuda de Estado, como mencionado por nós anteriormente, era uma de três condições necessárias para que o aumento de capital não seja contabilizado no défice.** As outras duas condições prendem-se com a existência de retorno adequado para o capital investido (algo que é possível argumentar poder ser conseguido com o sucesso do plano de reestruturação), e que a entidade financiada não tenha mostrado prejuízos no passado. **É possível que esta última condição falhe, em algum grau, e assim, a decisão sobre se os 5 anos consecutivos de perdas da CGD implicam que os fundos investidos pelo Estado sejam incluídos (total ou parcialmente) no défice pertence ao Eurostat.**

□ **Haverá, no entanto, seguramente, um impacto na dívida pública.** Há basicamente três cenários possíveis para o Governo português: 1) Emitir EUR 2.7 mil milhões em dívida adicional este ano; 2) Atrasar EUR 2.7 mil milhões em pagamento antecipado ao FMI (pagamento antecipado previsto este ano por concretizar é de EUR 6.6 mil milhões); 3) Utilizar os depósitos do Estado, baixando o objectivo de depósitos para o final do ano, agora em EUR 6.5 mil milhões. Todas estas opções têm custos. A opção 1) será provavelmente menos custosa que a opção 2) se os juros pagos pela dívida portuguesa se mantiverem semelhantes, mas emissões extra no valor de EUR 2.7 mil milhões poderão ser demasiadas para a procura existente, elevando os juros cobrados. A opção 3) podia trazer também um aumento nos juros no mercado secundário, com a preocupação dos investidores com uma eventual diminuição dos depósitos e situação mais vulnerável a turbulências no mercado. **Assim, a solução será provavelmente uma mistura destes 3 cenários, e trará muito provavelmente alguma subida no rácio de dívida pública.**

1) Emitir mais dívida

• **Vantagem:** aproveitar juros baixos
• **Desvantagem:** demasiadas emissões podem fazer subir juros

2) Atrasar pagamento antecipado ao FMI

• **Vantagem:** reduz necessidade de ida a mercado
• **Desvantagem:** ausência de poupanças em juros de emissões mais baratas

3) Utilizar depósitos do Estado

• **Vantagem:** poder aproveitar opções 1) e 2)
• **Desvantagem:** vulnerabilidade em caso de turbulência no mercado

3. Apesar da posição cautelosa das agências de rating, um downgrade não é provável

- **A situação actual da República Portuguesa, em termos de ratings, é algo precária. O país depende da notação BBB (low) da DBRS para manter o acesso ao programa de QE do Banco Central Europeu, o que por sua vez implica juros mais baixos para a dívida pública nacional. Apesar desta situação, não é provável que a avaliação da agência mude num futuro próximo.**
- **A Fitch, Standard & Poors e a Moody's todas atribuem ao rating português uma notação um nível abaixo de grau de investimento, e todas elas com um outlook estável.** As várias agências sublinham a diversificação da economia portuguesa, a implementação de reformas estruturais no passado recente, instituições relativamente resilientes, e um bom ambiente de negócios, como pontos fortes creditícios. No entanto, as mesmas agências apontam fraquezas à economia portuguesa: alta dívida pública/externa, crescimento económico modesto (num cenário de desalavancagem da dívida do sector privado) e um **sector bancário frágil**.

Avaliação das agências de rating			2016		
Agência	Rating	Outlook	Défice	Dívida	PIB
Moody's	Ba1	Estável	3.0	128.9	1.5
Standard & Poors	BB+	Estável	2.7	127.8	1.4
Fitch	BB+	Estável	2.7	-	1.5
DBRS	BBB (low)	Estável	2.6	127.9	1.5

Fontes: Moody's, Standard & Poors, Fitch, DBRS

- Quanto à agência canadiana, o que parece acontecer é que, para além dos pontos fortes mencionados pelas outras agências, a DBRS sublinha a importância da **pertença de Portugal à Zona Euro, junto com uma estrutura de maturidade da dívida favorável, e fragilidades económicas reduzidas**. A agência dá relevância, em geral, aos mesmos problemas que as "Big Three". No entanto, é importante referir que esta agência não atribui a mesma importância aos problemas da banca portuguesa, não os referindo de maneira tão enfática.
- **Desse modo, considerando que os pontos fortes sublinhados pela DBRS não irão sofrer mudanças, e que o sector financeiro não parece ser tão problemático para esta agência**, e tendo também em conta o tom geral das declarações de clarificação sobre a situação portuguesa, por parte de quadros da DBRS, o cenário mais provável (sendo quase certo) é que a agência decida manter o *rating* de Portugal, pelo menos no curto prazo.

4. Há riscos, mas nenhum deles implica preocupações de curto prazo

- **Consequentemente, e tendo em conta os factos considerados, a nossa avaliação própria é de que não haverá problemas que afectem o financiamento no curto prazo para Portugal.** Enquanto a necessidade de medidas adicionais de consolidação orçamental pode surgir, tal como algum reajustamento do financiamento este ano devido ao aumento de capital da CGD, o nível de depósitos, combinado com a direcção de ajustamento orçamental, implicam que, mesmo que haja alguma incerteza e riscos negativos (devido à reversão de reformas estruturais e a um crescimento mais baixo), não se avistam ocasiões de perigo maior nos próximos tempos. Além disso, a DBRS deverá continuar a permitir o acesso de Portugal ao QE, tornando as preocupações de uma diminuição da intervenção do BCE algo irrealistas antes do fim da compra de dívida pública pelo banco central (o que poderá ser estendido para além de Março de 2017).

- **Na frente do ambiente político, o Governo socialista mantém um apoio relativamente firme dos seus parceiros mais à esquerda**, pelo menos por agora. Dá a entender que, comprometendo-se a não subir impostos sobre o rendimento, nem cortar salários e pensões, nem aumentar impostos sobre bens essenciais, enquanto se compromete com algumas medidas-bandeira sem muito custo orçamental, a maioria se poderá manter pelo futuro próximo.

- **As negociações para o OE2017 deverão implicar alguma turbulência política, mas deverão levar à aprovação do mesmo pelos partidos que suportam o Governo.**

Eventos relevantes

Data	Evento
2 Setembro	Revisão rating (Moody's)
16 Setembro	Revisão rating (S&P)
23 Setembro	Défice em contabilidade nacional S1
15 Outubro	Entrega proposta OE2017
21 Outubro	Revisão rating (DBRS)
15 Novembro	1ª estimativa PIB T3

Fontes: Moody's, Standard & Poors, Fitch, DBRS, INE

Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte. Por opção própria, os autores não escrevem segundo o novo Acordo Ortográfico. Os números são apresentados na versão anglo-saxónica, ou seja, utilizando a vírgula como separador de milhares e o ponto como separador decimal e utilizando a designação de "milhar de milhão" para 10^9 .

BANCO BPI S.A.

Rua Tenente Valadim, 284 4100 – 476 PORTO
Telef.: (351) 22 207 50 00 Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 – 9º 1269-067 LISBOA
Telef.: (351) 21 724 17 00 Telefax: (351) 21 353 56 94