

PORTUGAL – ORÇAMENTO, CGD E RATINGS

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

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

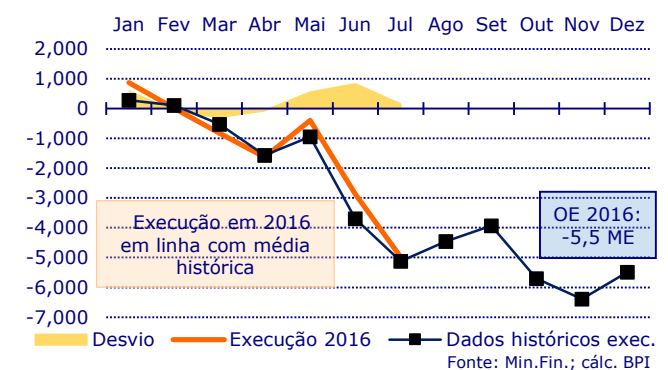
▸ A receita cresce até Julho 2.8%, EUR 928.7 milhões a menos do que seria esperado – quando se assume um perfil intra-anual da receita similar ao verificado em 2015. Há uma parte significativa das receitas que não podem ser facilmente especificadas, como as outras despesas correntes, que podem ainda 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 **acções 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

Saldo orçamental - contabilidade pública

(milhões €)



TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – ORÇAMENTO, CGD E RATINGS (cont.)

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 capital	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

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

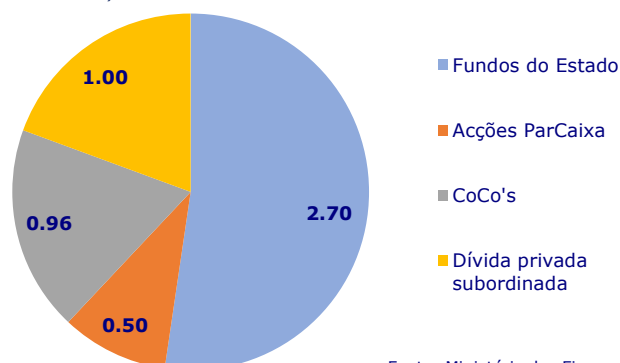
2. Aumento de capital para a Caixa Geral de Depósitos acordado com a UE

› 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

Estrutura do aumento de capital da CGD

(mil milhões €)



Fonte: Ministério das Finanças

PORTUGAL – ORÇAMENTO, CGD E RATINGS (cont.)

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.**

› **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 do 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.**

› **Para compensar para a necessidade destes fundos do Estado, serão adiados EUR 2.6 mil milhões de pagamento antecipado ao FMI, previstos para serem efectuados este ano.** Além de EUR 2 mil milhões em reembolso antecipado ao Fundo, estavam previstos EUR 6.6 mil milhões adicionais. Assim, o Estado português pagará apenas mais EUR 4 mil milhões em 2016. Esta opção tem vantagens e desvantagens. **Por um lado mantém os depósitos da Tesouraria do Estado em EUR 6.6 mil milhões no final deste ano, e isso é importante de modo a conservar a imagem de que Portugal se pode manter durante um período considerável sem ir aos mercados, no caso de existir alguma turbulência temporária que faça subir os juros da dívida.** Por outro lado, não adiar o pagamento antecipado deste montante e manter os depósitos significaria um aumento da dívida (óptica de Maastricht, ou seja, dívida bruta), algo certamente não desejado para continuar a trajectória de estabilização/descida do rácio de dívida pública em função do PIB. No entanto, perde-se aqui claramente a hipótese de algumas poupanças em juros, dado que, tal como já indicado pela Presidente do IGCP, faria sentido emitir nova dívida a 10 anos, com os juros actuais à volta dos 3%, substituindo dívida ao FMI com maturidade restante na ordem dos 4.5 anos, pela qual se paga um juro médio de 3.6%. **Assim, o custo de manter alguma estabilidade e resiliência perante potenciais condições de mercados adversas é a não poupança de juros com substituição de dívida.**

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.

› 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.

TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – ORÇAMENTO, CGD E RATINGS (cont.)

Avaliação das agências de rating

2016

Agência	Rating	Outlook	Défi ce	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.

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 cede em 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
16 Setembro	Revisão rating (S&P)
23 Setembro	Défi ce em contabilidade nacional S1
15 Outubro	Entrega proposta OE2017
21 Outubro	Revisão (DBRS)
15 Novembro	1ª estimativa PIB T3

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

ANGOLA – ORÇAMENTO RECTIFICATIVO PREVÊ MENOR CRESCIMENTO

▣ GOVERNO DE LUANDA ESPERA DÉFICE MAIOR, DE MODO A PROMOVER A RECUPERAÇÃO ECONÓMICA

A economia angolana está ainda bastante frágil devido ao colapso dos preços do petróleo, não se afigurando um futuro fácil para os destinos de Luanda.

Ainda assim, o recente Orçamento Rectificativo, a ser aprovado dia 16 de Setembro, contém uma perspectiva realista sobre as previsões económicas para este ano. O Governo de Luanda vai tentar utilizar financiamento alternativo ao FMI para promover mais investimentos que reanimem a economia, ainda que nunca comprometendo o nível adequado de reservas internacionais.

Porém, mesmo sem uma questão de solvabilidade a curto-prazo, a subida dos níveis da dívida coloca pressão para que a diversificação da economia angolana aconteça rapidamente.

1. A actividade económica continua a sofrer com os baixos preços do petróleo

▸ A acentuada dependência das receitas provenientes do sector petrolífero e o diminuto grau de diversificação da actividade económica no país, agravados pelos efeitos adversos das condições económicas externas, afectaram a economia angolana ao longo de 2015. Além disso, a escassez de receitas do sector petrolífero está a levar a dificuldades várias na importação de bens, o que, conjugado com a desvalorização do kwanza, tem como consequência um nível de inflação bastante alto.

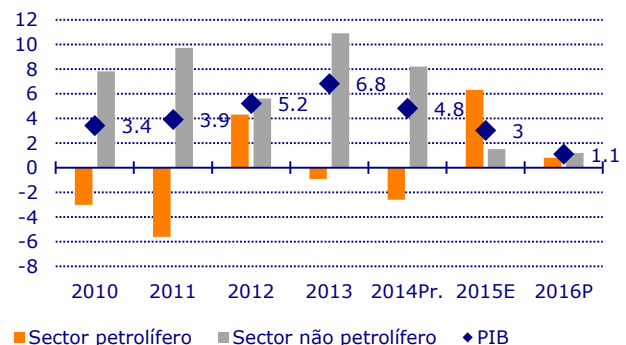
▸ De acordo com as últimas estimativas inscritas no Orçamento Geral do Estado Rectificativo para 2016 (OGER), o Executivo estima uma taxa de crescimento de 3.0% em 2015, uma desaceleração face ao crescimento de 4.8% registado em 2014. O abrandamento da actividade económica ficou a dever-se ao comportamento do sector não petrolífero, cujo ritmo de crescimento atenuou quando comparado com 2014. Assim, no ano transacto, este sector deverá ter crescido 1.5%, afectado pela desaceleração na agricultura, pescas, energia e serviços mercantis, e pela contracção observada na indústria transformadora. Em sentido contrário, o sector petrolífero beneficiou do aumento da produção petrolífera, que permitiu atenuar a queda substancial dos preços da matéria-prima ao longo de 2015. De facto, a produção petrolífera atingiu os 1.76 milhões de barris diários (mbd), comparativamente a 1.63 mbd verificados em 2014, de acordo com os dados do Ministério das Finanças. Este incremento permitiu que este sector expandisse em 6.3%, um desempenho distinto da dinâmica contraccionista observada nos anos anteriores. Ainda que o sector petrolífero tenha crescido nesta dimensão, ficou significativamente abaixo do previsto inicialmente no OGER 2015 (9.8%), influenciado pela menor produção face ao previsto (o Executivo previa uma produção média diária de 1.83 mbd).

▸ Os dados disponíveis para este ano são apenas os da produção petrolífera: nos primeiros sete meses do ano, o preço médio do barril de petróleo angolano foi de USD 37.7, e a produção petrolífera média atingiu os 1.75 mbd, o que, a confirmar-se esta tendência, poderá apontar para um desempenho do sector petrolífero inferior ao esperado pelo Executivo.

▸ Para além dos efeitos directos da queda dos preços do petróleo na actividade económica angolana, importa ainda destacar que a escassez de divisas decorrente das menores receitas provenientes do sector petrolífero, articulada com a acentuada dependência das importações, podem limitar o investimento e, por esta via, adiar a diversificação das exportações. Adicionalmente, a actividade económica do país poderá ressentir-se do processo de ajustamento do modelo de crescimento económico na China, ao qual se poderá juntar o crescimento débil da restante economia mundial.

Crescimento económico

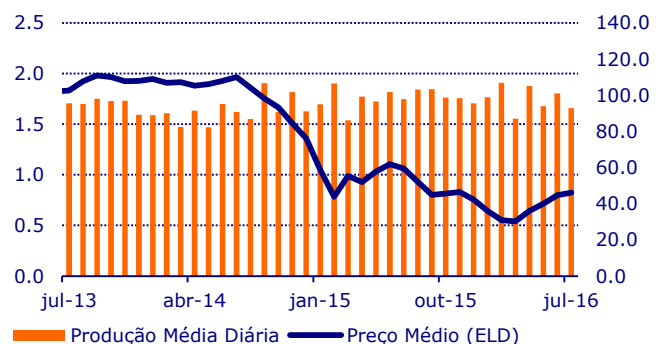
(taxa de crescimento real do PIB, em %)



Fonte: Min. Planeam.

Produção Petrolífera Média Diária e Preço Médio do Petróleo

(milhões de barris diários; preço por barril, em USD)



Fonte: Minist. das Finanças

TEMAS EM DESTAQUE

ANGOLA – ORÇAMENTO RECTIFICATIVO PREVÊ MENOR CRESCIMENTO (cont.)

› Outra consequência da escassez de divisas, pela via da desvalorização do câmbio e da redução de importações, é o aumento da inflação. A variação dos preços mensal tem estado sempre acima dos 3% este ano, tendo inclusivamente registado 3.30% em Agosto. Em termos homólogos, tem vindo a subir também, tendo-se fixado em 38.2% no mesmo mês.

2. O Orçamento Rectificativo tem previsões mais realistas, e espera um aumento da dívida

› As novas contas do Executivo angolano prevêem menor crescimento este ano, e um impulso da despesa orçamental, em particular o investimento, de modo a animar a economia angolana. No entanto, a execução de 2016 conhecida até à primeira metade do ano indica uma redução da despesa, condicionada em parte, pela disponibilidade financeira imediata, mas que reflecte uma preocupação com a sustentabilidade das finanças públicas.

› O Governo reviu significativamente em baixa as previsões para o crescimento da economia, esperando agora 1.1% de aumento do PIB durante este ano. As autoridades angolanas, que antes esperavam uma expansão de 3.3% em 2016, aproximam-se assim de outras previsões internacionais, e igualam a nossa própria estimativa de 1.1% neste ano. A explicar esta redução do ritmo de crescimento, está principalmente a **desaceleração do sector petrolífero, que vai crescer apenas 0.8% (4.8% no orçamental inicial, 6.3% no ano de 2015)**. A esta previsão está associado um aumento ligeiro da produção para os 1.79 milhões de barris diários (mbd) em 2016 (1.76 mbd em 2015), quando se esperava inicialmente uma produção de 1.89 mbd para todo o ano. O sector não petrolífero vai também abrandar o crescimento de 1.5% no ano passado para 1.2% em 2016, ao contrário da expectativa inicial de uma aceleração para 2.7%, muito devido a um pressuposto do preço do petróleo de USD 40.9 em 2016, abaixo dos iniciais USD 45, que implica menores receitas do exterior e menores gastos governamentais, afectando por essa via o desempenho económico (além do efeito do constrangimento no acesso a divisas, que restringe importações e, por essa via, entre outras coisas, o investimento). **Em particular registar-se-á uma contracção pronunciada na indústria transformadora (-3.9%).**

› Para a inflação, o Governo espera agora um aumento bastante significativo para os 38.5%, quando esperava inicialmente 11.0%.

› Tendo em conta este cenário, é intenção do Governo angolano aumentar a despesa pública, de modo a reanimar a economia não petrolífera. Embora já fosse esperada uma despesa 11.3% maior do que em 2015, a expectativa agora é de um aumento de 16.2%. E enquanto a despesa com bens e serviços e os gastos em subsídios deverão registar um crescimento menor, espera-se um aumento mais pronunciado da despesa em investimento (20.7% versus 2.4% no OGE anterior) e em salários (12.4% versus 7.7%). Em termos sectoriais, os gastos serão aumentados particularmente no sector social, em particular na habitação, cuja despesa aumentará 46.7% (12.8% na versão anterior) e no sector económico (+46.2%), que deverá corresponder aos gastos em investimento.

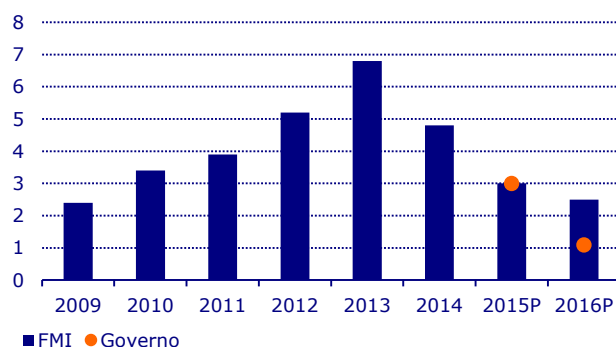
Cenário macroeconómico

	2014	2015 Est.	2016 OE	2016 OER
PIB	4.8	3.0	3.3	1.1
Sector petrolífero	-2.6	6.3	4.8	0.8
Sector não-Petrolífero	8.2	1.5	2.7	1.2
Agricultura	11.9	0.8	4.6	6.7
Pescas e derivados	19.1	8.1	0.2	1.7
Diamantes e outros	1.0	2.2	1.0	-0.6
Indústria transformadora	8.1	-2.1	3.1	-3.9
Construção	8.0	3.5	3.1	3.2
Energia	17.3	2.5	20.0	19.9
Serviços mercantis	8.0	2.2	2.4	0.0
Outros	6.0	1.1	0.0	0.0
Outros indicadores Macroeconómicos				
Inflação (%)	7.5	14.3	11-13	38.5
Preço médio do petróleo	96.9	50.0	45.0	40.9

Fonte: Ministério das Finanças.

Últimas previsões do Governo vs FMI

(taxa de crescimento real do PIB, em %)



Fonte: Min. Planeam.; FMI

ANGOLA – ORÇAMENTO RECTIFICATIVO PREVÊ MENOR CRESCIMENTO (cont.)

Receitas e despesas do Estado						
	2014	2015 Prel.	2016 OE	2016 OER	2016 (OER)/ 2016	2016/2015
Receitas	4,402.6	3,381.4	3,514.5	3,484.6	-0.9%	3.1%
Receitas Correntes	4,402.1	3,380.3	3,514.5	3,484.6	-0.9%	3.1%
Impostos	4,098.0	3,055.6	3,235.1	3,092.0	-4.4%	1.2%
Impostos petrolíferos	2,969.8	1,897.7	1,689.7	1,535.5	-9.1%	-19.1%
dos quais: Direitos da concessionária	1,993.5	1,305.6	1,163.0	968.1	-16.8%	-25.9%
Impostos não petrolíferos	1,128.2	1,157.8	1,545.4	1,556.5	0.7%	34.4%
Contribuições sociais	86.9	150.7	153.0	153.0	0.0%	1.5%
Doações	1.5	1.2	0.0	0.0	-	-100.0%
Outras receitas	215.7	172.8	126.4	239.6	89.6%	38.7%
Receitas de Capital	0.5	1.1	0.0	0.0	-	-100.0%
Despesas	5,222.0	3,858.1	4,295.7	4,484.6	4.4%	16.2%
Despesas correntes	3,666.6	3,044.9	3,480.1	3,523.5	1.2%	15.7%
Remuneração dos empregados	1,318.9	1,390.4	1,497.4	1,562.6	4.4%	12.4%
Bens e serviços	1,247.7	778.8	995.2	847.6	-14.8%	8.8%
Juros	149.5	248.5	307.4	441.7	43.7%	77.7%
Transferências correntes	950.4	672.2	680.2	671.5	-1.3%	-0.1%
Despesas de capital	1,555.4	813.2	815.6	961.1	17.8%	18.2%
Saldo corrente	735.5	335.4	34.4	-38.9	-	-111.6%
Saldo primário	-669.9	-228.2	-473.9	-558.3	17.8%	144.7%
Saldo primário não petrolífero	-3,639.7	-2,126.0	-2,163.6	-2,093.8	-3.2%	-1.5%
Saldo global	-819.4	-476.7	-781.2	-1,000.0	28.0%	109.8%
em % do PIB	-6.6%	-3.9%	-5.5%	-5.9%	7.8%	-
Saldo global não petrolífero	-3,789.2	-2,374.5	-2,470.9	-2,535.5	2.6%	6.8%

Fonte: Ministério das Finanças, calc BPI.

Nota: * O saldo global fiscal é obtido através do seguinte cálculo: receitas correntes - despesas, de acordo com a metodologia do Ministério das Finanças.

► **A receita deverá observar um crescimento menor do que o antecipado, ao subir apenas 3.1% (3.9% no OGE anterior).** Esta quebra é provocada pelas receitas petrolíferas, que deverão diminuir 19.1%, uma descida ainda mais acentuada que os -11% esperados no OGE, essencialmente devido à revisão do preço do petróleo e da quantidade produzida. Em sentido contrário, é esperado um aumento de 34.4% das receitas fiscais não-petrolíferas, ligeiramente mais do que anteriormente. **Assim, espera-se que em 2016, pela primeira vez as receitas petrolíferas representem menos de 50% de todas as receitas fiscais, sendo 49.7% destas,** o que, a confirmar-se, seria sinal de esforço e resultados significativos por parte do Governo, no que toca à reforma tributária.

► **Assim, o défice deverá ficar, segundo as contas do Governo, na casa dos 5.9% do PIB, representando AOA 1 bilião.** As previsões anteriores apontavam para 5.5% de défice. Este maior défice vai corresponder também a um aumento dos gastos em juros, que subirão 77.7% em 2016, bastante acima da previsão inicial de 23.7%. Em termos de dívida, esta deverá chegar aos 50%, já que a estimativa do OGE inicial apontava para um valor pouco abaixo deste limiar (estes valores não incluem dívida de empresas estatais, como a Sonangol).

► **A execução orçamental em 2016 está a mostrar-se relativamente robusta, apesar dos níveis mínimos do preço do petróleo registados no início do ano.** Durante a primeira metade do ano, 38.6% da receita foi arrecadada, condicionada pela baixa taxa de execução das receitas petrolíferas (34.3%). Contudo, a despesa apresentou uma taxa de execução ainda menor, de 28.9%. Especificamente, a despesa em investimento foi apenas executada em 6.1%, com o Executivo a adiar muitos dos investimentos previstos. Esta contenção ilustra uma intenção, segundo as próprias palavras de Luanda, **de acalmar eventuais preocupações da parte dos agentes do mercado, em relação às finanças públicas angolanas e de manter o nível de reservas internacionais** (os responsáveis têm considerado importante manter o nível à volta dos USD 24 mil

TEMAS EM DESTAQUE

ANGOLA – ORÇAMENTO RECTIFICATIVO PREVÊ MENOR CRESCIMENTO (cont.)

milhões onde se encontram presentemente, representando cerca de 8 meses de importações), levando assim os investimentos (e outros gastos) a ocorrerem apenas na altura em que serão desembolsados uma série de créditos já contratados entre o Estado angolano e várias entidades. **Pretende-se também que, protegendo o nível de reservas internacionais, haja espaço para eventuais intervenções de política monetária.**

3. O caminho para a diversificação deve ser reforçado, em face da dívida presente e futura

› O Executivo angolano citou a disponibilidade de outros financiamentos para não beneficiar da ajuda ao FMI. Porém, consideramos que a dívida crescente angolana poderá, no futuro, dificultar a existência dos mesmos financiamentos, em particular no caso de uma depreciação que torne a dívida em USD num fardo maior para o país. Por estas razões, consideramos que são bastante necessários esforços que façam avançar a diversificação da economia angolana, de modo a poder sustentar uma dívida mais elevada.

› De acordo com o Ministério das Finanças, a decisão de não utilizar a assistência do FMI prende-se com a existência de fontes de financiamento alternativas, sublinhando em Julho que desde Novembro teria já angariado USD 11.5 mil milhões em empréstimos. A recente decisão de remodelação governamental que implicou a substituição do Ministro das Finanças parece ser uma confirmação da estratégia de não utilizar o apoio do FMI, já que o anterior Ministro terá sido um seu grande defensor.

› De qualquer forma, estes empréstimos significarão naturalmente um fardo mais elevado em termos de dívida, no médio-prazo. Apesar do eventual problema resultante de um provável maior enfraquecimento da moeda angolana, que aumentará o peso da dívida expressa em dólares, há que referir que este problema é algo mitigado pelo facto de que as receitas petrolíferas são também obtidas na moeda americana. A questão mais significativa neste momento prende-se com o **acumular de volume de dívida que leva a um aumento do peso dos juros nas despesas do Estado**: esta componente da despesa representará em 2016 9.8% das despesas, quando em 2014 apenas totalizava 2.9% de todos os gastos. Finalmente, há que relembrar que, além da dívida directa do Estado angolano, existe igualmente a **dívida da Sonangol, empresa estatal, que, segundo o FMI, contabilizava 14.7% do PIB no final de 2015.**

› Assim, o Governo angolano deveria aproveitar este período para levar a cabo reformas. Nomeadamente, seria importante avançar efectivamente com medidas que alargassem a base tributária angolana, assim como continuar com o processo de diversificação da economia, promovendo a produção de outros bens que não o petróleo, que concentra ainda 99% das exportações do país africano, impulsionando a substituição de importações e a maior criação de emprego noutros sectores.

MOÇAMBIQUE – POLÍTICA MONETÁRIA MENOS EXPANSIONISTA, PREOCUPAÇÕES COM A SITUAÇÃO FINANCEIRA E DEPRECIAÇÃO DO METICAL

Presentemente, a República de Moçambique mostra-se económica e financeiramente numa encruzilhada. O país tem um grande potencial de crescimento mas encontra-se debilitado em termos financeiros. O descontrolo da inflação, a forte pressão de depreciação do metical, as análises pouco prometedoras das agências de *rating* e a grande desconfiança existente no relacionamento com os credores, mostram um país em dificuldades de afirmação. Neste “caldo”, é tarefa hercúlea gerar desenvolvimento económico e social, para mais que voltaram as perturbações políticas às regiões do centro do país.

Política Monetária e Inflação

O Comité de Política Monetária do Banco de Moçambique (CPMO) reuniu-se no dia 21 de Julho, na sua sétima sessão ordinária, tendo sido tomadas importantes decisões ao nível das taxas de juro de referência da autoridade central e do coeficiente de reservas obrigatórias. O CPMO realçou que, face ao comportamento atípico dos principais indicadores económicos do país, com destaque para a inflação e taxa de câmbio (tendência de agravamento da inflação e forte depreciação do metical), existiu a necessidade de corrigir a sua trajectória. Neste contexto, foi adequado reforçar a postura anti-cíclica da política monetária através do incremento em 300 p.p. nas taxas de juro das Facilidades Permanentes de Cedência de Liquidez (FPC) e de Depósitos (FPD), para 17.25% e 10.25%, respectivamente. Foi igualmente ajustado o coeficiente de reservas obrigatórias em moeda nacional em 250 pontos, para 13.0%, com efeitos a partir do período de constituição de reservas que se iniciou a 22 de Agosto.

O CPMO, perante a análise da conjuntura económica internacional, destacou as previsões de agravamento dos preços dos produtos alimentares na África do Sul e os prováveis impactos nos preços dos países vizinhos como um risco, para além dos riscos e incertezas que prevalecem na economia mundial. É salientada a tímida recuperação da actividade económica nos países emergentes e a acentuada volatilidade dos preços das principais mercadorias no mercado internacional.

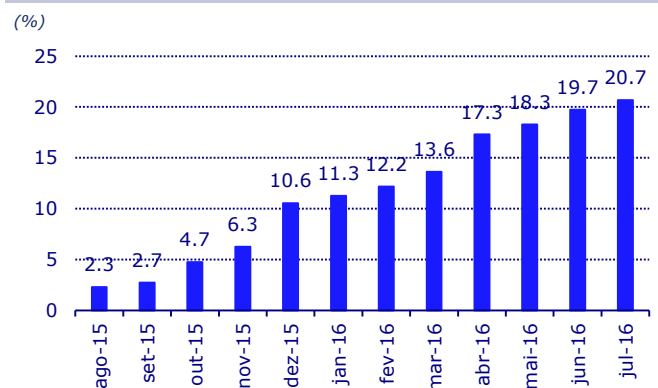
Internamente, o CPMO reconhece a tendência de abrandamento do PIB e a contínua pressão inflacionista e cambial em consequência de uma conjuntura externa adversa e de choques naturais inesperados (períodos de cheias alternados com secas extremas). Acresce a suspensão da ajuda internacional, a menor disponibilidade de divisas no mercado devido à queda persistente das exportações, as descidas de *rating* do país pelas agências de notação financeira e a prevalência da tensão política/militar nalgumas regiões do país.

Em linha com o agravamento das taxas de juro de referência da autoridade monetária, as taxas de juro das colocações de Bilhetes do Tesouro (BT) sofreram um agravamento nas três maturidades transaccionadas no Mercado Monetário Interbancário (MMI), de acordo com os dados de Julho. Com efeito, face ao mês anterior verificou-se um aumento do prémio de risco de 95, 84 e 75 pontos base, para 13.25%, 13.60% e 13.50%, respectivamente para os prazos de 91, 182 e 364 dias. De acordo com os valores do Banco de Moçambique, na troca de posições de liquidez entre as instituições de crédito, a taxa de juro média observada no final do mês de Julho foi de 15.12%, mais 1.8 pontos percentuais comparativamente a Junho.

Quanto à evolução dos preços, ocorreu uma variação mensal de 0.9% em Julho (0.8% em Junho), com a inflação acumulada de Janeiro a Julho a chegar aos 10.27% (dados recolhidos nas cidades de Maputo, Beira e Nampula). O sector da Alimentação e bebidas não alcoólicas foi o principal responsável pelo comportamento geral dos preços em Julho, com um aumento de 0.79%, contribuindo com 0.40 pontos percentuais (p.p.). Por produto, a análise mostra um aumento dos preços do Milho (11.8%), do Óleo alimentar (7.0%), da Cebola (5.5%), do Peixe seco (4.8%), do Carapau (4.7%) e do Arroz (2.2%) (contudo, o Tomate, a Alface, a Farinha de milho e o Feijão nhemba contrariaram a tendência geral e registaram variações negativas). Já os preços da Habitação, água, electricidade e gás e as Comunicações tiveram o contributo menor, apenas 0.01 p.p. por grupo.

Relativamente à inflação homóloga, o aumento foi de 20.68% (19.7% em Junho), acentuando-se de forma expressiva a tendência de subida dos preços (há oito meses consecutivos que a inflação se encontra acima dos 10%), sendo o valor mais alto desde Janeiro de 2008. A divisão da Alimentação e bebidas não alcoólicas registou uma taxa de inflação de 35.84%.

Acentua-se a subida da taxa de inflação homóloga



Fonte: INE Moçambique

TEMAS EM DESTAQUE

MOÇAMBIQUE – POLÍTICA MONETÁRIA MENOS EXPANSIONISTA, PREOCUPAÇÕES COM A SITUAÇÃO FINANCEIRA E DEPRECIAÇÃO DO METICAL (cont.)

É um facto que Moçambique tem tido dificuldade em manter a inflação controlada, dado esta ser praticamente dominada pelos preços da alimentação, sujeitos a grandes variações e dependentes de variáveis de difícil controlo, com destaque para as condições climáticas, tanto nas várias províncias do país, como nos países vizinhos fornecedores de produtos agrícolas. Só entre 2012-2014, o país conseguiu manter a taxa de inflação abaixo dos dois dígitos durante um período mais longo. Assim, a aceleração dos preços não é algo inesperado com o decorrer de seca severa ao longo de meses consecutivos, com consequências nefastas para o sector agrícola. Por outro lado, a constante depreciação do metical continua a ser outro importante factor de pressão inflacionista. De facto, o ano de 2016 está a ser marcado por uma acentuada tendência de depreciação da moeda.

□ **Política Cambial**

Oficialmente e repetidas vezes as autoridades moçambicanas têm reiterado o seu compromisso para com o regime de câmbios flexíveis. No entanto, com regularidade, surgem intervenções directas no câmbio de mercado com o objectivo de suavizar volatilidades sazonais mais excessivas e promover maior liquidez cambial. Neste âmbito, pode-se descrever que se está perante um regime cambial com flutuação controlada. De facto, nos últimos anos, o banco central teve atitudes diferentes de acordo com a situação económica do país e as suas principais necessidades. No passado, o metical foi mantido artificialmente forte pelo banco central, de modo a conter os preços de importação. As consequências foram a persistente escassez de dólares e a perda de competitividade dos exportadores. Mais recentemente, o banco central interveio de modo a conter a persistente perda de valor da moeda, procurando uma situação mais estável. O próprio Banco de Moçambique reconheceu que a taxa de câmbio do metical deveria ajustar-se livremente à evolução do comércio internacional e dos fluxos financeiros. Contudo, existe igualmente o acompanhamento da evolução da taxa de câmbio efectiva face a um largo cabaz de moedas, com vista a assegurar a competitividade externa e um nível confortável de reservas internacionais.

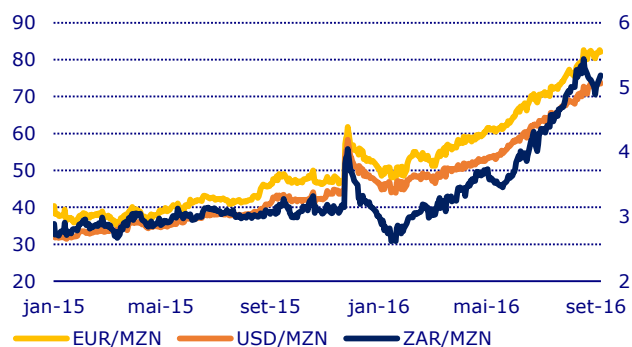
A análise da evolução do metical em relação ao dólar (USD/MNZ) confirma que 2016 (até ao momento) tem sido marcado por um acentuado processo de depreciação da moeda moçambicana. Nos últimos oito meses, a partir de Janeiro, o metical perdeu 75% do seu valor comparativamente ao dólar. De 44.80 meticais por dólar em Janeiro, o USD/MNZ chegou ao máximo 78.20 no dia 24/08, encontrando-se presentemente a transaccionar à volta dos 70. Esta aparente estabilização deverá ser consequência de intervenções discretas da autoridade monetária.

Também a evolução do EUR/MZN e do ZAR/MZN confirmam grande volatilidade e a tendência de depreciação da moeda de Moçambique. Nos últimos oito meses, o metical acumulou perdas de 82.4% e de 98.6% em relação ao euro e ao rand da África do Sul, respectivamente. Recentemente, o EUR/MZN e o ZAR/MZN alcançaram valores máximos recorde de 88.18 e 5.68, respectivamente.

Em Junho, e segundo o Banco de Moçambique, o Índice de Taxa de Câmbio Efectiva Real (ITCER) depreciou-se 17.3% em termos anuais, reflectindo a depreciação da taxa de câmbio efectiva nominal (ITCN) de 34.3%. O impacto da depreciação do ITCN no ITCER foi atenuado pelo diferencial de preços entre Moçambique e a média dos seus principais parceiros comerciais que foi de 25.7%, reflectindo a subida dos preços registada em Moçambique no período.

O metical perdeu valor para dólar, euro e rand

(x Mzn por Eur e USD ; x Mzn por Zar)



Fonte: Reuters

Nos últimos anos, Moçambique tem sido capaz de acumular reservas internacionais, num contexto favorável de entrada de investimento directo estrangeiro (FDI), assim como de doações, para além da considerável performance das exportações (alumínio, electricidade e gás natural). **Contudo, esta tendência tem diminuído nos últimos tempos como a queda da entrada de capitais, assim como dos baixos proveitos das exportações, sendo difícil manter uma moeda forte (a depreciação da moeda é duplamente causa e consequência das actuais desequilíbrios económico-financeiros).**

De facto, para 2016, está previsto um declínio das reservas internacionais acumuladas, num movimento liderado pela diminuição da entrada de capitais relacionadas com os mega-projectos e pelo fraco crescimento das exportações, em particular no que respeita à indústria do carvão. Acresce que o desenvolvimento do sector do gás natural continuará a exigir a importação significativa de bens e serviços, o que colocará pressão adicional na cobertura das importações do país. A NKC African Economics estimou que as reservas internacionais de Moçambique tenham ficado abaixo de \$3 mil milhões em 2014, alcançando \$2.88. Com a progressão desta tendência, na final de 2015 deverá ter atingido \$2.2 mil milhões. No futuro, a expectativa é igualmente de agravamento e uma posterior recuperação. Assim, para 2016 está estimada

MOÇAMBIQUE – POLÍTICA MONETÁRIA MENOS EXPANSIONISTA, PREOCUPAÇÕES COM A SITUAÇÃO FINANCEIRA E DEPRECIAÇÃO DO METICAL (cont.)

uma quebra de 13.5% para \$1.9 mil milhões, mas uma recuperação de 18.3% para \$2.3 mil milhões em 2017. A Economist Intelligence Unit (EIU) prevê valores mais baixos (excepção para 2015), para além da manutenção da tendência de continuada queda: \$2.6 mil milhões em 2015; \$1.5 mil milhões em 2016; \$1.4 mil milhões em 2017.

Segundo os últimos dados conhecidos (provisórios) e divulgados pelo Banco de Moçambique, houve uma redução do saldo das reservas internacionais líquidas no montante de \$26.1 milhões em Julho, para um saldo de \$1.840,5 milhões. Foram destacados os seguintes factores de desgaste: (i) amortização do serviço da dívida pública externa no valor de \$31.8 milhões; (ii) vendas líquidas do Banco de Moçambique no mercado cambial no valor de \$22.8 milhões; (iii) diversos pagamentos do Estado no valor de \$8.0 milhões. Mas houve igualmente operações que permitiram ganhos: (i) potenciais ganhos cambiais no valor de \$15.2 milhões; compras de empresas de IDE no valor de \$8.7 milhões; ganhos líquidos decorrentes do efeito preço em operações que envolveram títulos e ouro, no valor de \$5.9 milhões.

O saldo provisório de Julho equivale a 3.28 meses de cobertura das importações de bens e serviços pelas reservas brutas, quando excluídos os grandes projectos. Incluindo as importações dos grandes projectos a cobertura reduz para 2.6 vezes. Segundo a perspectiva da NKC African Economics, a taxa de cobertura das importações pelas reservas poderá não se agravar tanto se ocorrer um menor crescimento das importações. Contudo, depois de uma diminuição de 2.8 meses de cobertura das importações no final de 2014, para uma estimativa de 2.7 meses no final de 2015, os valores para 2016 e 2017 são de 2.6 e 2.5 meses, respectivamente. O Fundo Monetário Internacional (FMI) apresenta valores muito semelhantes: 3.1 meses em 2015; 2.6 meses em 2016; 2.3 meses em 2017.

▣ Análise da dívida de longo prazo

Ao nível da análise da situação da dívida pública moçambicana constata-se uma relativa estabilização, e mesmo uma muito ligeira melhoria, estacando a repetida queda das notações por parte das agências de rating internacionais. **Recentemente, a agência S&P removeu o *Credit Watch Negative* e manteve em “CCC” a notação para a dívida de longo prazo emitida em moeda estrangeira. Recorde-se que no final de Maio (27 de Maio) a S&P decidiu proceder à descida deste *rating* de “B-” para “CCC” da dívida de longo prazo, colocando-a sob observação negativa.** Esta situação resultou da combinação de um cenário macroeconómico fraco, com a falta de suporte financeiro do FMI e de outras instituições internacionais. Contudo, a remoção do *Credit Watch Negative* não terminou com a visão negativa existente sobre o rating da dívida soberana de Moçambique, e com a possibilidade de *downgrade* para o patamar de insolvência selectiva (*selective default*).

Notações de dívida de longo prazo

S&P	Moody's	Fitch
CCC	Caa3	CC

Esta situação resultou da combinação de um cenário macroeconómico fraco, com a falta de suporte financeiro do FMI e de outras instituições internacionais. Contudo, a remoção do *Credit Watch Negative* não terminou com a visão negativa existente sobre o rating da dívida soberana de Moçambique, e com a possibilidade de *downgrade* para o patamar de insolvência selectiva (*selective default*).

Este cenário aconteceria se:

- Mesmo com a dívida externa garantida pelo Estado, ou através da Gestão de Activos Moçambique (MAM) ou do ProIndicus, o governo não honrasse as suas obrigações em tempo útil;
- Reestruturação de dívida garantida pelo Estado em que os investidores perderiam grande parte do valor dos activos, numa troca fora das normais condições de mercado (*distressed exchange*).

Por sua vez, uma apreciação positiva do *rating* passaria pelos seguintes desenvolvimentos:

- Se for evitada a insolvência selectiva (*selective default*) e a trajectória do serviço da dívida de Moçambique for considerada suficientemente estável, então a perspectiva poderia ser modificada para “estável”;
- O *rating* poderia ser ajustado para apreciação “positiva” se os desenvolvimentos acima mencionados tivessem lugar e, adicionalmente, Moçambique restaurasse as relações com o FMI e restantes credores oficiais.

Por seu turno, em Julho, a Moody's baixou a notação da dívida soberana de Moçambique de “Caa1” (resultante da descida efectuada em Abril) para “Caa3”, tendo também anexada uma perspectiva negativa. A agência justificou o *downgrade* com:

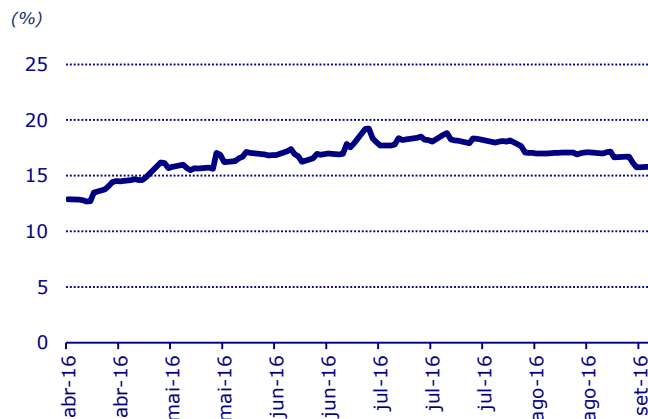
- Negociações em curso relativas à reestruturação da dívida externa com garantia do governo, que cai numa das definições da Moody's segunda a qual os credores assumirão perdas;
- E a permanência de pressões de liquidez, mesmo que a reestruturação da dívida aconteça.

Já a Fitch mantém o rating em “CC” com perspectiva estável.

TEMAS EM DESTAQUE

MOÇAMBIQUE – POLÍTICA MONETÁRIA MENOS EXPANSIONISTA, PREOCUPAÇÕES COM A SITUAÇÃO FINANCEIRA E DEPRECIAÇÃO DO METICAL (cont.)

Contudo, existe a percepção de que toda esta situação se pode agravar com o acumular de informações negativas, nomeadamente se o governo moçambicano anunciar uma situação de incumprimento ou estiver em curso uma reestruturação da dívida com perdas para os credores. Pressão negativa adicional sobre classificação da dívida soberana do país poderia decorrer igualmente de atrasos significativos no plano de investimentos a empreender no sector do gás natural, para além de factores como a deterioração da perspectiva económica, agravamento da dinâmica fiscal, ou a continuação da forte depreciação do metical.

A yield da nova emissão da EMATUM supera os 15%

Fonte: Bloomberg