

OPINIÃO

OE 2017 - Dívida Pública, Necessidades e Fontes de Financiamento

Em 2017, e em valores absolutos, a dívida pública directa do Estado e a dívida calculada de acordo com os critérios de Maastricht, deverão aumentar. O acréscimo da dívida directa do Estado deverá ser financiado sobretudo pelo aumento do saldo vivo de Obrigações do Tesouro (de taxa fixa) bem como pela subscrição líquida positiva esperada nos produtos de retalho, designadamente Certificados do Tesouro. Releva ainda o adiamento dos pagamentos antecipados do empréstimo do Fundo Monetário Internacional, que deverão totalizar EUR 1.5 mil milhões em 2017 e tendo sido retirada a previsão de devoluções antecipadas adicionais em 2016, situação que reflecte quer o aumento do prémio de risco soberano nos mercados internacionais, quer a revisão em alta das necessidades de financiamento de 2016 previstas pelo Tesouro. Finalmente, importa destacar a função preponderante do Banco Central Europeu, como suporte na colocação da dívida pública, antecipando-se aumento de pressão sob os custos de financiamento caso a especulação em torno da possibilidade de redução do programa de compra de activos (*tapering*) se intensifique em 2017.

1. Dívida Directa do Estado

Segundo o Relatório do Orçamento de Estado para 2017, o saldo da dívida directa do Estado deverá aumentar cerca de 12.3 mil milhões de euros (MME) em 2016 e 9.2 MME em 2017. Em 2016, cerca de 47% do acréscimo representou aumento líquido do saldo vivo de Obrigações do Tesouro (OT), em 7.2 mil milhões de euros, sendo o restante cumprido por via do aumento da dívida de retalho (CA e CT) em cerca de 3.5 MME, de duas novas OTRV's a 5 anos (1.95 MME) e do lançamento de um novo MTN a 10 anos.

Estrutura da Dívida Directa do Estado

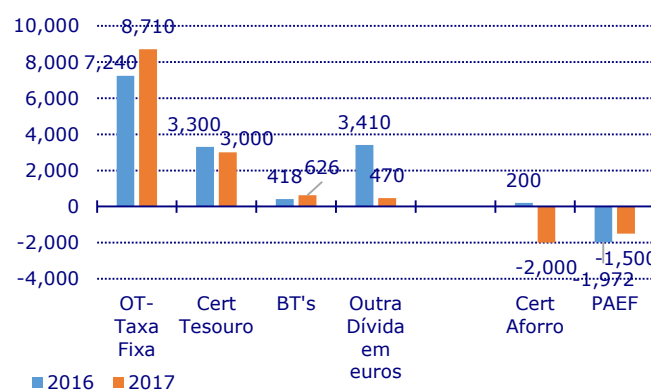
(Óptica da Contabilidade Pública, milhões de euros)

	2015		2016		2017	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%
OT- Taxa Fixa	103,865	46%	111,105	47%	119,815	48%
Certificados do Tesouro	7,926	4%	11,226	5%	14,226	6%
Certificados de Aforro	12,793	6%	12,993	5%	10,993	4%
Dívida de curto prazo em euros	22,627	10%	22,895	10%	23,416	9%
da qual: Bilhetes do Tesouro	15,023	7%	15,441	6%	16,067	6%
Outra Dívida em euros	2,314	1%	5,724	2%	6,194	2%
da qual: OTRV's	-	0%	1,950	1%	-	0%
Dívida em moedas não euro	4,382	2%	4,231	2%	4,231	2%
PAEF	72,455	32%	70,483	30%	68,983	28%
Total	226,362	100%	238,657	100%	247,858	100%

Fonte: Ministério das Finanças.

Financiamento líquido em 2016 e 2017

(Milhões de euros)



Fonte: Ministério das Finanças

Em 2017, o acréscimo esperado da dívida directa do estado, cerca de 9.2 MME, deverá representar aumento do saldo vivo de Obrigações do Tesouro de taxa fixa em 8.7 MME e reforço da subscrição de Certificados do Tesouro num montante esperado de 3 MME, para além de reforços marginais do saldo vivo de Bilhetes do Tesouro e de outra dívida em euros. Em contrapartida, o Ministério das Finanças antecipa um resgate líquido de Certificados de Aforro em 2 MME e o reembolso antecipado de 1.5 MME de empréstimos ao Fundo Monetário Internacional. Se esta previsão for cumprida, no final de 2017 os empréstimos ao abrigo do Programa de Assistência externa (PAEF) assegurarão cerca de 28% da dívida directa do Estado, decrescendo cerca de 4 p.p. por comparação com 2015.

Ao projectar o modo de financiamento para o próximo ano, o Executivo foi relativamente cauteloso, ao assumir que o saldo dos instrumentos de retalho se irá reforçar apenas em mil milhões de euros, que compara com +3.5 MME estimados este ano. Esta é uma margem importante, na medida em que se se repetir o comportamento dos CA's e CT's observado em 2016 (subscrição líquida estimada de 3.5 MME), a emissão líquida de OT's poderia, eventualmente, descer para níveis semelhantes aos observados em 2016. Conferindo alguma margem de manobra caso se agravem as tensões de subida sob os custos de financiamento.

1.1 – O suporte do BCE

Dada a possibilidade de que o programa de *quantitative easing* do Banco Central Europeu (PSPP, acrónimo para *Public Sector Purchase Program*) termine em 2017 (nos moldes em que está actualmente definido, terminaria em Março) ou pelo menos, que seja iniciado um processo de lenta redução das compras de títulos de dívida pública (*tapering*), importa avaliar o seu impacto no financiamento do Estado português, na medida em que o banco central constitui um interveniente de relevo. Efectivamente, tendo em conta as aquisições efectuadas desde início do programa, **em 2015 as compras para a carteira do banco central terão correspondido a cerca de 48% do total de emissões (emissões brutas) de OT's e em 2016 estima-se que o suporte tenha aumentado, para valores em torno dos 63%** (considerando que o volume de emissões ascende aos valores inscritos no OE2017, 16.9 MME). Em 2017, o peso das aquisições pela autoridade monetária oscilará entre os 36% e os 61% de acordo com os nossos cálculos e considerando pressupostos distintos para os seguintes factores:

- saldo vivo em carteira do BCE relativamente às aquisições realizadas ao abrigo do anterior programa SMP.
- ritmo futuro das compras mensais.
- Por hipótese, considera não alteração das actuais regras que norteiam o programa, embora actualmente se equacione a sua alteração (consultar Tema em Destaque relativo ao tema "BCE – o que esperar para 2017?".)

Ou seja, tudo indica que durante o próximo ano o suporte da autoridade monetária irá continuar activo: **na pior das hipóteses a autoridade monetária garantirá a compra de mais de 1/3 das emissões brutas de Obrigações do Tesouro realizadas em 2017**. E este é um cenário que consideramos excessivamente pessimista, pois **tudo aponta para a possibilidade de flexibilização das regras que regem o PSPP** (caso se verifique, deverá ser anunciado no comité de Governadores de Dezembro). Mesmo sem alteração de regras, com uma eventual redução do ritmo de aquisições mensais, o suporte prolongar-se-ia, potencialmente **até Setembro do próximo ano**.

Neste contexto, importa ponderar que não obstante a possibilidade de extensão do actual programa, esta será uma extensão limitada no tempo, por definição. **Uma análise recente do Banco de Portugal concluía que na ausência do PSPP os custos de financiamento seriam cerca de 2.5 p.p. superiores**. Ora, atendendo ao peso dos juros da dívida pública (4.6% do PIB estimados em 2015), e simulando um aumento desta dimensão a vigorar em 2017, tal implicaria um acréscimo adicional do peso dos juros da dívida em cerca de 0.4 p.p. do PIB, que se reflectiriam no aumento da dívida pública excepto se este acréscimo dos juros fosse, de alguma forma, compensado pelo reforço de medidas restritivas de política orçamental, conduzindo a um aumento do saldo primário (que se espera se fixe em 2.2 % do PIB em 2017).

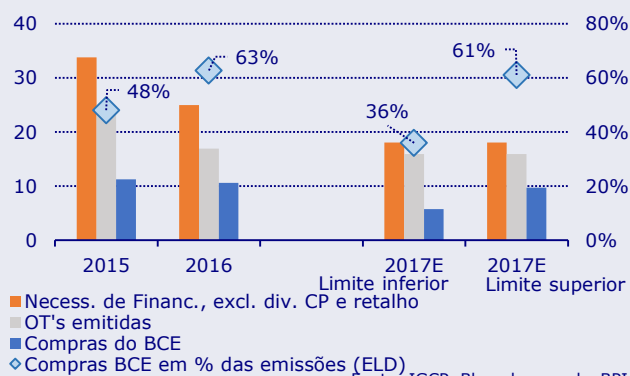
2. Necessidades de financiamento em 2016 e 2017

As necessidades brutas de financiamento do Estado para o ano de 2016 foram revista em alta em cerca de 5.7 MME relativamente ao que estava previsto no Orçamento de 2016. Esta revisão ficou a dever-se aos seguintes factores:

- Necessidades líquidas de financiamento de 2016 foram revistas em 2.9 MME relativamente aos valores antecipados no OE16, em reflexo de um maior défice do sector Estado, revisto em cerca de 700 ME (milhões de euros); uma maior despesa líquida com activos financeiros (revisto de 4.1 MME para 6.8MME no OE17) derivada da incorporação da previsão da operação de recapitalização da CGD (no valor de 2.7MME) em finais do ano; Para além desta operação, a despesa líquida em activos financeiros engloba a cobertura das necessidades de financiamento das empresas públicas em 2.9 MME e o empréstimo contingente de 853 ME ao Fundo de Resolução.
- A amortização de dívida de médio e longo prazo foi revista em cerca de 2.9 MME, em parte graças ao adiamento do reembolso do empréstimo ao FMI, que no OE16 se estimava seria de 4.6 MME (OE17 admite apenas os reembolsos já ocorridos, no montante de 2 MME).

Necessidades de financiamento, emissões de OT's e compras do BCE

(Mil Milhões de euros; % total das emissões)



Necessidades de financiamento do Estado em 2016 e 2017

(milhares de milhões de euros)

	Em 2016		Em 2017		
	OE 2016	OE 2017	OE 2017	IGCP Set	PE/16-20
Necessidades Líquidas de Financiamento	10.2	13.1	9.6	6.1	6.1
Défice Orçamental (sector Estado, sede de caixa)	6.2	6.3	6.6	3.6	3.6
Aq. Liq Act. Financeiros	4.1	6.8	3	2.5	2.5
Amortização e anul. de div. de MLP	32.3	35.2	33.6	33.6	
dos quais FMI	4.6	2	1.5	1.5	1.5
Necessidades Brutas de Financiamento	42.6	48.3	43.2	39.7	n.a.

Fonte: Ministério das Finanças, UTAO, Parecer Técnico 5/2016.

OPINIÃO

Relativamente a 2017, o OE17 prevê uma redução das necessidades de financiamento agora estimadas para 2016, em cerca de 5.1 MME: de 48.3 MME para 43.2 MME; todavia, verifica-se uma revisão em alta face ao valor estimado pelo IGCP no passado mês de Setembro, em cerca de 3.5MME (cerca de 1.9% do PIB), valor que se justifica pela revisão em alta do défice orçamental esperado para o próximo ano pois as estimativas do IGCP partiam da previsão para o défice incluída no Programa de Estabilidade de 2016, elaborado no passado mês de Abril.

Subjacente à previsão das necessidades de financiamento de 2017 está a antecipação de que a aquisição líquida de activos financeiros deverá decrescer de 6.8 MME para apenas 3 MME que, segundo o relatório do OE17 se ficará a dever a:

- Empréstimos de médio e longo prazo e dotações de capital em entidades públicas: cerca de 5.2 MME;
- Compensado pela recuperação do crédito garantido ao BPP (450ME)
- Reembolsos de empréstimos de médio e longo prazo (750 ME) pelo sector dos Serviços e Fundos Autónomos, Administração Regional e Local, os quais têm subjacente a previsão de recuperação de activos da Oitante e reembolso de Cocos por parte do BCP (segundo a UTAO e nota os investidores de Outubro do IGCP).

No quadro seguinte incluímos o detalhe das **necessidades e fontes de financiamento previstas para os próximos 5 anos, 2016 a 2020**, tendo por base a informação inscrita no Orçamento de Estado de 2017, a apresentação a investidores do IGCP de Outubro, informação da Bloomberg relativa à maturidade prevista de títulos da dívida pública, bem como a Análise à proposta de Lei do Orçamento de Estado para 2017, elaborada pela UTAO.

Necessidades e Fontes de Financiamento

Mil Milhões de Euros

	OE2017		PEC Abril 2016		
	2016	2017	2018	2019	2020
1 . Necessidades Líquidas de Financiamento (*)	13.1	9.7	4.5	4.8	2.8
Défice orçamental	6.3	6.7	2.6	1.4	0.6
Aquisição líquidas de activos financeiros	6.8	3.0	1.9	3.4	2.2
2. Reembolsos	35.2	33.6	27.9	26.8	28.6
Bilhetes do Tesouro (**) - roll-over	15.4	16.1	16.1	16.1	16.1
Obrigações do Tesouro	8.6	6.8	8.3	10.2	10.7
Outra dívida de curto prazo	7.2	6.8			
Outra dívida de médio e longo prazo	1.5	0.4			
Certificados do Tesouro e de Aforro	0.7	2.4			
Fluxos de capital de swaps (líq)	-0.3	-0.3			
FMI, reembolsos realizados	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FMI, reembolsos a executar	0.0	1.5	3.5	0.5	1.8
p.m. PAEF, reembolsos de acordo maturidade original	0.0	0.0	1.8	4.8	4.8
3. Fontes de Financiamento	48.0	43.4			
Certificados de Aforro	0.8	3.4			
Certificados do Tesouro	3.4				
CEDIC	5.9				
CEDIM	0.0				
BT	15.4	16.1			
OT	16.9	15.9			
FEEF	0.3				
Outra dívida de curto prazo	1.5	8.0			
Outra dívida de médio e longo prazo	3.7				
Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)	48.3	43.4			
Em % do PIB	26.3%	22.9%			
Disponibilidade de depósitos no final do ano	6.5	6.6	5.5	4.5	4.5

Fonte: OE2017, IGCP, Bloomberg, BPI.

Parte da informação reproduzida já foi discutida nos pontos anteriores, designadamente a evolução das necessidades e fontes de financiamento em 2016 e 2017. Relativamente ao triénio seguinte vale a pena salientar a redução significativa projectada das necessidades líquidas de financiamento, quer por via da redução do défice quer de uma menor aquisição líquida de activos

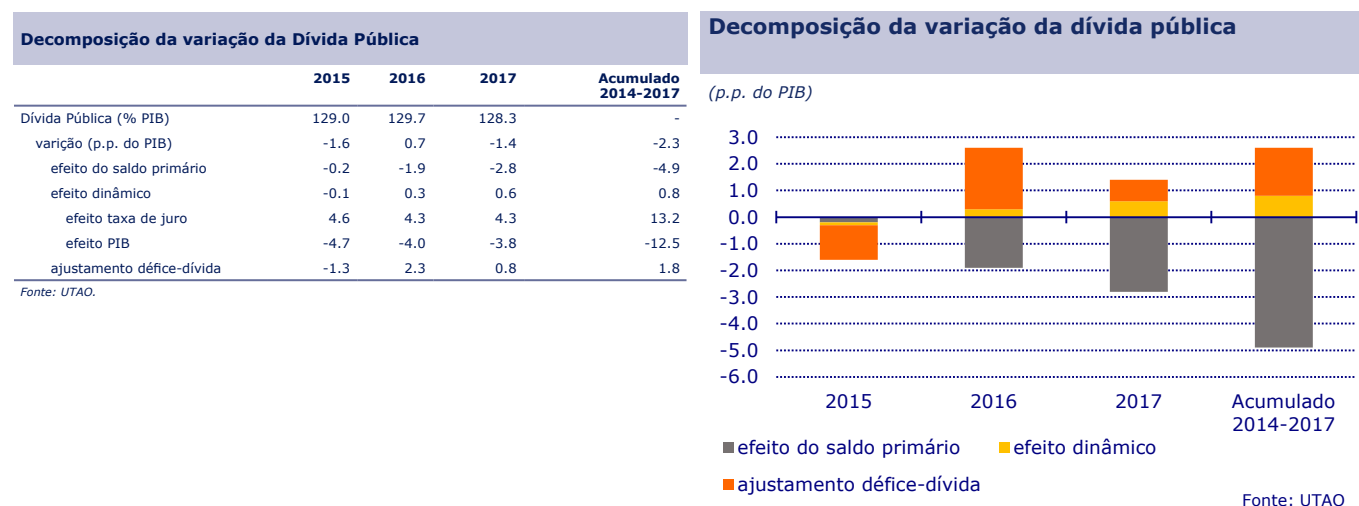
financeiros. Neste ponto **vale a pena recordar que ambos os agregados têm sido revistos sistematicamente em alta significativa:** no que respeita ao défice, porque o défice do Estado (em contabilidade pública) é tipicamente superior ao défice da Administração Pública, (e o défice em contabilidade pública superior ao défice em contabilidade nacional), situação que se poderá voltar a repetir. Relativamente à rubrica Aquisição Líquida de Activos Financeiros, esta encontra-se sujeita a vários riscos e dependente de vários desenvolvimentos, destacando-se a razoabilidade das estimativas efectuadas quanto às necessidades de financiamento das empresas públicas (que tipicamente excedem as anteriores previsões); e o desenlace da venda do Novo Banco e a respectiva articulação da operação com o Fundo de Resolução (recordamos que o empréstimo ao Fundo de Resolução no âmbito do processo de resolução do BES e criação do Novo Banco ascendeu a 3.9 mil milhões de euros).

2.1 – Aumento da autorização de endividamento, apesar da redução das necessidades de financiamento

Segundo a Proposta de Lei do OE17, **o limite ao endividamento líquido global directo para fazer face às necessidades de financiamento em 2017 será de 9.35 mil milhões de euros**, superior ao registado em 2016 (8.91 MME), não obstante a redução das necessidades previstas de financiamento, facto que deriva do OE16 não incluir a possível recapitalização da CGD. Segundo o texto da Proposta de Lei e a análise efectuada pela UTAO, o endividamento líquido global resulta dos seguintes factores:

- Dívida emitida pelo Estado (IGCP);
- Do financiamento de outras entidades, nomeadamente do sector público empresarial, incluídas na administração central;
- Da dívida de entidades do sector público empresarial, quando essa dívida esteja reconhecida como dívida pública, segundo as regras de Maastricht, numa base consolidada, ou seja, só releva a dívida que estas entidades tenham contraído junto de instituições que não integrem a administração central.

3. Dívida Pública



A previsão do rácio da Dívida Pública relativa ao final de 2016 foi revista em alta em quase 5 pontos percentuais do PIB desde a apresentação da 2ª notificação por défices excessivos (PDE) – era 124.8% do PIB; estima-se agora em 129.7%, segundo o OE17. A estimativa foi afectada por vários factores, nomeadamente:

- O ajustamento défice dívida, que agora reflecte a operação de recapitalização do CGD;
- Menor contributo positivo do saldo primário (de -2.2% para -1.9%);
- Menor contributo do efeito PIB (de -4,8% para -4.0%, por via da revisão em baixa do PIB real e deflator);
- Parcialmente compensado pela menor despesa com juros (de 4.4% do PIB para 4.3%).
- Segundo a UTAO, o não reembolso antecipado do empréstimo ao FMI (2.1% do PIB) e o adiamento do reembolso do empréstimo efectuado ao Fundo de Resolução (2.1%) para capitalização do Novo Banco poderão também justificar o nível de dívida mais alto que o esperado.

A previsão implícita ao OE17 estima um ligeiro aumento do rácio da Dívida Pública em 2016 e uma redução ligeira em 2017. Pela análise dos vários contributos verifica-se que para esta evolução será **fundamental o contributo do saldo primário**, que se estima venha a aumentar em 2017 e gere um contributo para o rácio de 2.8 p.p. favorável. Este efeito **deverá mais que compensar quer os ajustamentos défice-dívida** (na sua maior parte derivarão do efeito da aquisição líquida de activos financeiros) **quer o efeito dinâmico desfavorável em 2016 e 2017:** o contributo do efeito taxa de juro para o agravamento do rácio mais que compensa o impacto favorável decorrente do crescimento do PIB nominal.

OPINIÃO

Na análise gráfica é possível verificar que no triénio 2015-17 e considerando os efeitos conjuntos, apenas o reforço do saldo primário permite o decréscimo do rácio da dívida, facto que evidencia a necessidade de persistência da trajectória de consolidação cautelosa das finanças públicas.

4. Conclusão

Do ponto de vista dos investidores internacionais importa demonstrar que a Dívida Pública portuguesa tem condições para encetar uma trajectória descendente e sustentada ainda que eventualmente mais gradual do que as regras implícitas ao Tratado Orçamental exigiriam. Efectivamente, a redução de desequilíbrios na vertente do endividamento, que tem vindo a decorrer a bom ritmo no sector privado – empresas e famílias – não encontra ainda equivalente no sector da Administração Pública, que tem continuado a acumular dívida, a qual cresce em termos relativos (excepção de 2015) e em valor absoluto.

Pela análise dos principais contributos para o aumento do rácio nos últimos anos conclui-se que é fundamental actuar sob o efeito dinâmico: o comportamento dos juros da dívida pública constitui um elemento desfavorável importante, concluindo-se que não é indiferente a percepção dos investidores internacionais relativamente ao risco país, nem o andamento do prémio de risco da República. Neste contexto, não abona a favor da credibilidade dos planos apresentados a verificação sistemática de erros de previsão que vão sempre no mesmo sentido: o de maior endividamento que o esperado. Por fim, é também essencial o alcance de crescimento nominal da actividade económica mais robusto, por forma a reduzir o esforço subjacente ao alcance de saldos primários positivos.