

Condições de mercado

1 Os receios de deflação e a divulgação dos dados sobre o crescimento económico no 1.º trimestre, na área do euro, condicionaram o sentimento dos participantes de mercado, penalizando as economias mais vulneráveis. Num contexto em que se mantém alguma instabilidade no sentimento dos investidores, a divulgação de dados aquém das expectativas sobre a atividade económica na área do euro acabou por penalizar economias como a portuguesa. A divulgação dos dados do PIB na área do euro surpreendeu pela negativa, registando-se um crescimento em cadeia de 0,2% e uma contração em diversos países, entre os quais Itália, Holanda, Finlândia e Portugal.¹ Neste contexto, o índice Eurostoxx50, referência na área do euro, apreciou-se apenas marginalmente, contrastando com a evolução mais positiva dos índices nos EUA e no Japão. O índice de referência do mercado português (PSI20) foi ainda mais penalizado, com uma queda de 4,6%, face ao final do mês de abril (em abril já se tinha depreciado 2%, também em sentido contrário ao Eurostoxx500 e ao DowJones Index).

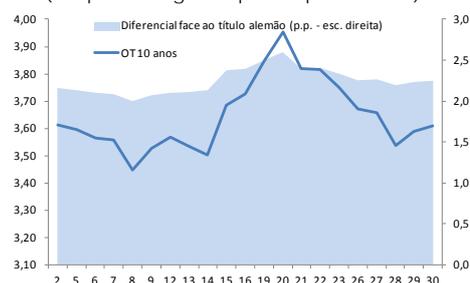
2 As taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa mantiveram-se relativamente inalteradas face ao final do mês de abril, contudo, aumentou o diferencial face às taxas de rendibilidade alemãs, num contexto de descida generalizada das taxas de rendibilidade dos principais países. Em meados de maio, registou-se um movimento de subida das taxas de rendibilidade da dívida portuguesa, associado à divulgação dos indicadores económicos menos positivos (1.º trimestre de 2014), contribuindo para um sentimento negativo generalizado nos mercados (Gráfico 1). Este sentimento contribuiu para a descida das yields das obrigações dos principais países (EUA e Alemanha), como resultado do aumento da procura destes ativos considerados de menor risco, e aumento das yields dos países mais vulneráveis da área do euro. Neste contexto registou-se um aumento do diferencial das taxas de rendibilidade a 10 anos para Portugal face à Alemanha. Este movimento foi parcialmente revertido até ao final do mês de maio (Tabela 1, Tabela 2), reforçado pelos resultados das eleições para o Parlamento Europeu e perante o aumento das expectativas da atuação do BCE no sentido de aumentar o carácter acomodatório da política monetária na reunião de junho (Gráfico 2). Refira-se que, nos últimos dias do mês, a incerteza em torno da decisão do Tribunal Constitucional sobre algumas medidas do OE/2014 poderá ter contribuído para uma ligeira subida do diferencial face ao título alemão.

3 As decisões das agências de rating contribuíram para a descida das taxas de rendibilidade no início do mês. Em 9 de maio, a Standard&Poor's (S&P's) reviu o *outlook* atribuído à República Portuguesa de negativo para estável. Esta decisão enquadra-se, de acordo com a agência, numa atividade económica e mercado de trabalho com uma recuperação mais rápida do que o projetado e num desempenho orçamental mais positivo. Para esta decisão contribuiu ainda

¹ As economias da Alemanha e de Espanha registaram os resultados mais positivos com crescimentos de 0,8% e 0,4%. Em França o PIB estagnou e em Itália observou-se um crescimento negativo de 0,1%. Em Portugal o PIB contraiu 0,7%, surpreendendo negativamente os participantes de mercado, na medida em que poderá comprometer o crescimento previsto para 2014. Em relação ao período homólogo, o PIB da área do euro cresceu 0,9%, depois de um crescimento de 0,5% no trimestre anterior (Alemanha: +2,3%; Espanha: +0,6%; França: +0,8% e Itália: -0,5%).

o cumprimento do programa de ajustamento, no âmbito do financiamento do FMI e CE, que é finalizado sem recurso a financiamento oficial adicional. No mesmo dia, a agência Moody's aumentou a notação de crédito da dívida pública portuguesa de Ba3 para Ba2 (permanecendo, contudo, na "categoria especulativa"). Foram apontados três elementos essenciais para esta decisão: a melhoria das condições orçamentais e a expectativa de início de uma tendência de descida do rácio da dívida pública em relação ao PIB; a finalização do programa de financiamento do FMI e CE com acesso ao financiamento de mercado, sem recurso ao programa cautelar; a melhoria das perspetivas para o crescimento económico, após o resultado mais positivo do que o esperado no 4.º trimestre. Outros países da área do euro beneficiaram também de decisões de agências de *rating*. Em Espanha, a S&P's aumentou a notação de crédito para a dívida pública de BBB- para BBB, perante a melhoria das projeções de crescimento económico. O *rating* da Irlanda foi revisto em alta pela Moody's de Baa3 para Baa1. A Fitch melhorou o *rating* da Grécia de B- para B, justificando a decisão pela melhoria da situação orçamental do país e pela redução dos receios sobre o financiamento da economia.²

Gráfico 1 – Evolução diária em maio da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública a 10 anos (em percentagem)

	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	28-Fev-14	31-Mar-14	30-Abr-14	30-Mai-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	12,8	6,9	6,0	4,8	4,1	3,6	3,6	0,0	-1,2
Itália	7,0	4,5	4,1	3,5	3,3	3,1	3,0	-0,1	-0,5
Espanha	5,0	5,2	4,1	3,5	3,2	3,0	2,9	-0,2	-0,7
Irlanda	-	-	3,4	3,1	3,0	2,8	2,6	-0,2	-0,5
França	3,1	2,0	2,6	2,2	2,1	2,0	1,8	-0,2	-0,4
Bélgica	4,1	2,0	2,5	2,3	2,2	2,1	1,9	-0,2	-0,4
Alemanha	1,8	1,3	1,9	1,6	1,6	1,5	1,4	-0,1	-0,3

Fonte: IGCP.

² Note-se que as agências de *rating* utilizam escalas com diferentes nomenclaturas, podendo contudo efetuar-se um paralelismo entre elas, de acordo com a tabela:

Qualidade do crédito	Investimento										Especulativo										
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
S&P's	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
Moody's	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C
Fitch	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C

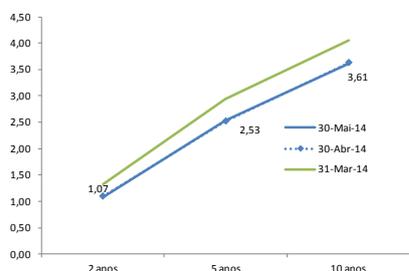
Fontes: Bloomberg e UTAO.

Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos percentuais)

	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	28-Fev-14	31-Mar-14	30-Abr-14	30-Mai-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	11,0	5,6	4,1	3,2	2,5	2,2	2,3	0,1	-1,8
Irlanda	-	-	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	-0,1	-0,3
França	1,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	-0,1	-0,2
Bélgica	2,2	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	-0,1	-0,1
Itália	5,2	3,2	2,2	1,9	1,7	1,6	1,6	0,0	-0,6
Espanha	3,2	3,9	2,2	1,9	1,7	1,5	1,5	0,0	-0,7

Fonte: IGCP.

Gráfico 2 – Curva de rendimentos dos títulos benchmark da dívida pública (em percentagem)



Fonte: IGCP. | Nota: As curvas de rendimentos de 30 de abril e de 30 de maio encontram-se praticamente sobrepostas.

4 Em maio foram divulgadas as previsões económicas da Comissão Europeia, antecipando-se uma recuperação moderada da atividade económica na área do euro e em Portugal. De acordo com as previsões da Comissão Europeia (CE), espera-se a continuação do processo de ajustamento nos países mais vulneráveis da área do euro. Neste sentido, a recuperação económica da área do euro deverá ser baseada nas exportações, ainda que se preveja o aumento da importância da procura interna, em particular do consumo privado e do investimento, como contributo positivo para o crescimento do PIB (Tabela 3). A baixa inflação, a valorização do euro e os riscos externos, tais como o abrandamento das economias de mercado emergentes e as tensões entre a Rússia e a Ucrânia, são riscos descendentes para a concretização do cenário central. Para Portugal, os riscos mantêm-se no sentido descendente para o crescimento económico, nomeadamente no que diz respeito à recuperação do mercado de crédito, ao elevado endividamento do setor privado, e à continuação da consolidação orçamental. Adicionalmente, a persistência de alguma volatilidade no sentimento dos investidores poderá afetar o financiamento futuro da dívida pública. Tendo em conta que o crescimento das exportações é um elemento essencial na recuperação económica e na correção de alguns desequilíbrios macroeconómicos, a CE aponta como risco a elevada dependência de parceiros comerciais na Europa. No início de junho, a divulgação dos dados da 12.^a avaliação, no âmbito das Recomendações do Semestre Europeu da CE para Portugal, incorporam uma revisão em baixa para o crescimento do PIB em 2014, refletindo já a divulgação dos dados do 1.^o trimestre abaixo do esperado (Tabela 3).

Tabela 3 – Previsões da Comissão Europeia (taxas de crescimento em termos reais)

	Portugal: previsões da primavera		Portugal: Semestre Europeu		Área do euro: previsões da primavera	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
PIB	1,2	1,5	1,0	1,5	1,2	1,7
Consumo Privado	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	1,3
Consumo Público	-1,6	-1,5	-	-	0,7	0,5
Investimento (FBCF)	3,3	3,8	3,3	3,8	2,3	4,2
Exportações	5,7	5,7	4,7	5,7	4,0	5,3
Importações	4,1	4,2	3,7	4,2	3,8	5,5
Exportações líquidas (contributo para a variação do PIB)	0,7	0,7	0,4	0,7	0,2	0,1

Fonte: Comissão Europeia. | Nota: Para Portugal as previsões da primavera, "European Economic Forecast: Spring 2014", são compatíveis com as previsões no âmbito do programa de estabilidade. As previsões identificadas no [documento relativo ao Semestre Europeu](#) correspondem às da 12.^a avaliação do PAEF.

5 A OCDE previu um crescimento mais moderado para Portugal do que a previsão da primavera da CE. As previsões da OCDE, face às da CE, indicam uma recuperação menos acentuada do consumo privado e do investimento, para 2014 e para 2015, e uma queda mais acentuada do consumo público (Tabela 4). Por outro lado, o menor dinamismo previsto para a procura interna conduz ao menor aumento das importações, o que permite um maior contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB. Em relação aos principais riscos para o cenário apresentado, relacionam-se com a sustentabilidade dos desenvolvimentos recentes, nomeadamente no que diz respeito à continuação da dinâmica das exportações e à diminuição dos diferenciais das taxas de rentabilidade da dívida portuguesa, face aos principais países da área do euro. O risco de deflação poderá ainda dificultar a redução da dívida pública. Por outro lado, poderá existir uma recuperação mais rápida do que o antecipado no mercado do crédito, permitindo um maior aumento do investimento.

Tabela 4 – Previsões da OCDE (taxas de crescimento em termos reais)

	Portugal		Área do euro	
	2014	2015	2014	2015
PIB	1,1	1,4	1,2	1,7
Consumo Privado	0,4	0,7	0,7	1,3
Consumo Público	-2,0	-2,1	0,3	0,5
Investimento (FBCF)	3,3	2,8	2,5	4,2
Exportações	4,5	5,1	-	-
Importações	3,3	3,1	-	-
Exportações líquidas (contributo para a variação do PIB)	0,5	0,9	0,5	0,3

Fonte: OCDE "Economic outlook: may-2014".

6 Em relação às medidas de política monetária, em maio o BCE não alterou as taxas de juro de referência mas os participantes de mercado incorporaram que uma descida seria expectável para junho, tendo em conta a evolução dos preços e a recuperação moderada da atividade económica na área do euro.³ A variação homóloga do índice harmonizado dos preços no consumidor (referência para a inflação na área do euro) diminuiu em maio para 0,5% (0,7% em abril) aumentando os receios de deflação.⁴ Perante as expectativas de alteração da política monetária do BCE, no sentido de uma política mais acomodaticia, o euro depreciou-se face às principais moedas. Face ao dólar, a depreciação do euro foi mais contida pela continuação da redução da recompra de ativos por parte do *Fed Open Market Committee* (FOMC) (variação percentual de -0,6% em média no mês de maio, face à média do mês de abril; no mesmo período, o euro depreciou-se 1,3% face ao iene, e 1,2% face à libra esterlina).

7 Nos EUA, na reunião de política monetária dos dias 29 e 30 de abril, o comité reforçou a que a política monetária ultra-acomodaticia se mantém apropriada ao contexto económico, contudo prosseguiu a política de redução mensal da recompra de ativos. O comité de política monetária mantém o mandato dual de prosseguir a maximização do emprego e a estabilidade de preços (com o objetivo de manter a taxa de inflação, no longo prazo, em 2%). Apesar de alguns sinais positivos sobre a evolução da atividade económica, a taxa de desemprego continua muito elevada e a taxa de inflação tem-se mantido abaixo

³ Na reunião do início de junho o BCE desceu a taxa de juro de referência às operações principais de refinanciamento do Eurosistema de 0,25% para 0,15%, colocou a taxa de juro da facilidade permanente de depósito em -0,10% e a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez em 0,40%.

⁴ Note-se, contudo, que existe uma elevada dispersão entre os países da área do euro: em abril, a taxa de inflação foi de +1,6% na Áustria e de -1,6% na Grécia. Em Portugal, a taxa de inflação foi de -0,1%, registando valores negativos pelo terceiro mês consecutivo.

do objetivo.⁵ Neste contexto, a taxa de juro de referência para os *Fed funds* permaneceu inalterada no intervalo de variação entre 0% e 0,25%. Por outro lado, dado o progresso acumulado que se tem registado no sentido do aumento do emprego, o FOMC decidiu continuar a redução dos montantes máximos no âmbito do programa de compra de ativos. A partir de maio, o montante máximo mensal de aquisição de ativos será reduzido para um máximo de 20 mil M\$ para aquisição títulos hipotecários (em abril este limite tinha sido reduzido para 25 mil M\$) e de 25 mil M\$ para recompra de obrigações do Tesouro de longo prazo (em abril o limite situava-se em 30 mil M\$).

Divida direta do Estado

8 Após o decréscimo verificado em março, o stock da dívida direta do Estado voltou a apresentar em abril um aumento, fixando-se em 215,2 mil M€. O stock de dívida direta do Estado aumentou 7,5%, em termos homólogos, e 1,3% face ao mês anterior (Tabela 5). Para este acréscimo contribuíram as necessidades de financiamento do subsector Estado relativas ao mês de abril (um défice de 1,4 mil M€) e a despesa com ativos financeiros do Estado (523,7 M€). Estas necessidades foram financiadas através, sobretudo, dos desembolsos no âmbito do PAEF num montante de 2,1 mil M€ e pela emissão da Obrigação do Tesouro a 10 anos com um valor nominal de 750 M€. Os Certificados do Tesouro (180 M€) e de Aforro (116 M€) também contribuíram positivamente para o aumento da dívida pública. Ao invés, registou-se um decréscimo líquido de Bilhetes do Tesouro no valor de 820 M€ (1,36 mil M€ de emissões e 2,17 mil M€ de amortizações e recompras parciais). Por último, refira-se que as flutuações cambiais produziram um decréscimo do stock da dívida direta em 51 M€, sendo que a depreciação do euro ocorrida em maio deverá reverter este movimento.

Tabela 5 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Dez-13	Mar-14	Abr-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 511	123 937	124 421	0,4	0,2	57,8
Curto prazo	25 079	24 616	24 446	-0,7	-6,9	11,4
Médio e longo prazo	94 432	99 321	99 975	0,7	2,2	46,5
Não titulada	12 690	13 543	13 850	2,3	19,3	6,4
Cert. Aforro	10 132	10 446	10 561	1,1	9,0	4,9
Cert. do Tesouro	2 026	2 555	2 735	7,0	95,0	1,3
Outra	532	542	554	2,2	7,5	0,3
Assist. Financeira	72 051	74 844	76 898	2,7	19,3	35,7
Total	204 252	212 323	215 170	1,3	7,5	100,0
Por memória:						
Transaccionável	114 810	118 509	118 352	-0,1	-0,5	55,0
Não Transaccionável	89 443	93 814	96 818	3,2	19,1	45,0
Euro	178 912	186 203	188 248	1,1	6,6	87,5
Não euro	25 340	26 121	26 922	3,1	13,9	12,5

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os stocks (incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF), encontram-se valorizados em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado. No caso dos desembolsos do PAEF, os stocks encontram-se valorizados à taxa de câmbio de referência no último dia do mês. Na dívida direta do Estado titulada de curto prazo estão incluídos os Bilhetes do Tesouro com maturidade original de 18 meses.

9 Foram efetuados novos desembolsos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Na sequência da 11.ª avaliação, a República Portuguesa recebeu em abril um desembolso da tranche do FMI, no valor de 852 M€ a uma taxa variável estimada em 4,3% com

⁵ Já no final de maio foram divulgadas as contas nacionais para o 1.º trimestre de 2014, tendo o PIB contraído 1% em taxa anualizada, acima do esperado. Contudo, esta divulgação não terá tido impacto nos mercados uma vez que a contração resulta, em grande medida, da acumulação de stocks motivada por fatores transitórios (nomeadamente o inverno rigoroso), enquanto a perspetiva para o crescimento do consumo privado foi revista em alta e outros indicadores económicos continuam a apontar para uma melhoria continuada na atividade económica (nomeadamente, registou-se um aumento das encomendas de bens duradouros, uma melhoria na confiança do consumidor e o crescimento do indicador PMI para o sector dos serviços).

uma maturidade média de 7,25 anos, e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), um montante de 1,251 M€ a uma taxa de 1,8% com uma maturidade de 24 anos (Tabela 6).^{6,7,8} A aprovação formal da 12.ª avaliação por parte do ECOFIN e do FMI levará ao desembolso de 2,1 mil M€ por parte do Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF) e de 0,9 mil M€ por parte do FMI.⁹

Tabela 6 – Desembolsos no âmbito do PAEF
(valor desembolsado em milhares de milhões de euros)

	2011	2012	2013	2014	Total recebido	2014	Total do programa
	Executado	Executado	Executado	Até 31 maio		Previsão	
TOTAL	33,9	27,4	9,9	4,8	76,1	7,8	79,1
FMI	13,1	8,1	3,4	1,7	26,3	2,7	27,3
U.E.	20,8	19,2	6,6	3,0	49,7	5,1	51,8
MEEF	14,0	7,9	0,0	1,8	23,7	-	-
FEEF	6,9	11,3	6,6	1,2	26,0	-	-

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Valor da emissão subtraído de todas as comissões e outros custos pagos na data da emissão.

10 Face à previsão no OE/2014, registou-se uma revisão em baixa da despesa com juros e outros encargos líquidos relativos ao ano de 2014. No OE/2014 estimava-se que o valor de juros e outros encargos líquidos a pagar pelo Estado em 2014 atingisse os 7250 M€. No entanto, a nova previsão do IGCP é de 7128 M€, uma redução de 122 M€. Para tal contribuiu, a revisão em baixa dos juros dos Bilhetes do Tesouro (de 414 M€ para 375 M€), das Obrigações do Tesouro (de 4027 M€ para 3948 M€) e dos empréstimos do PAEF (2175 M€ para 2103 M€).¹⁰ Relativamente aos primeiros quatro meses do ano a despesa com juros e encargos líquidos situou-se em 1644 M€. Destes, 964 M€ dizem respeito a OT e 406 M€ dizem respeito aos empréstimos do PAEF.

11 Em maio, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e 12 meses com taxas de juro similares às de operações anteriores de maturidade comparável. Foram emitidos dois BT no dia 21 de maio com maturidade a 3 meses (montante de 302,8 M€) e a 12 meses (montante de 1279,6 M€). As taxas de juro médias ponderadas das emissões foram de 0,432% e 0,617%, respetivamente. No caso da emissão a 3 meses, a procura foi 5,7 vezes superior à oferta, tendo este rácio sido de 1,8 no caso do BT a 12 meses (Tabela 7).

Tabela 7 – Emissão de bilhetes do Tesouro em maio

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Ago-14	Mai-15
Maturidade	3 meses	12 meses
Data da Transação	21-Mai	21-Mai
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€) ¹	302,8	1279,6
Montante de Procura (M€) ¹	1 415	1 752
Taxa média (%)	0,432	0,617
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	19-Fev-14	16-Abr-14
	0,462	0,597

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: 1) Em fase compet. e não competitiva.

⁶ A taxa considerada é o *all in cost* (TIR). Inclui não só a taxa de juro do empréstimo mas também as comissões e outros custos pagos na data da emissão.

⁷ Os empréstimos do FMI são efetuados na moeda própria do FMI, DSE (Direitos de Saque Especiais). A TIR estimada tem como base a evolução das *forwards* de taxa de juro e das *forwards* cambiais à data de desembolso e com base no calendário provisional dos desembolsos futuros.

⁸ O empréstimo do FMI é amortizado em 12 parcelas iguais, a serem reembolsadas semestralmente a partir do 54.º mês (4,5 anos) após o início do empréstimo, sendo a maturidade final do empréstimo de 10 anos.

⁹ Dos 2,1 mil M€ de euros a desembolsar por parte do MEEF avaliando da aprovação da 12.ª avaliação, 400 M€ dizem ainda respeito à 11.ª avaliação.

¹⁰ Para esta revisão contribuiu a expectativa de redução das taxas de juro dos BT e OT a emitir, bem com a menor taxa de juro das emissões já efetuadas no primeiro trimestre face ao esperado inicialmente. A baixa de juros a pagar previstos no âmbito dos empréstimos do PAEF resulta, em parte, da redução da taxa de juro do financiamento do MEEF e do FEEF.

12 Em abril, registou-se um novo aumento dos depósitos da administração central. Em abril, o nível de dívida pública fixou-se em 225,9 mil M€, um valor superior ao registado no final do 1.º trimestre em 5,2 mil M€ (Tabela 8). Para tal contribuiu o reconhecimento da dívida total da CP – Comboios de Portugal, Companhia Carris de Ferro de Lisboa e STCP – Sociedades de Transportes Coletivos do Porto como dívida do Estado (3,5 mil M€). Adicionalmente, os depósitos da administração central voltaram a aumentar, atingindo 23,6 mil M€ (Gráfico 3).

Tabela 8 – Dívida das Administrações Públicas na ótica de Maastricht
(em milhões de euros)

	Dez-10	Dez-11	Dez-12	Dez-13	Mar-14	Abr-14
Dívida na ótica de Maastricht (em M€)	162 473	185 241	204 860	213 631	220 684	225 897
(em % PIB)	94,0	108,2	124,1	129,0	132,3	nd
Depósitos da adm. Central (em M€)	3 737	14 337	16 586	17 329	23 372	23 621
(em % PIB)	2,2	8,4	10,0	10,5	14,0	nd

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO

Gráfico 3 – Evolução dos depósitos da administração central
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

Impacto da reestruturação financeira das empresas de transportes na dívida pública na ótica de Maastricht

13 O aumento da dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht, verificado em abril, foi em grande medida influenciado pelo início do programa de reestruturação financeira das empresas de transportes. No âmbito deste programa, o Estado concedeu em abril um financiamento no valor de 1,5 mil M€ a empresas públicas do setor dos transportes (CP, Carris e STCP), com vista à substituição da dívida bancária daquelas empresas por financiamento do Estado.¹² O facto de se tratar de apoios financeiros a empresas com capitais próprios negativos levou a que, de acordo com as regras de apuramento da dívida de Maastricht em SEC1995, houvesse lugar ao reconhecimento imediato na dívida pública do montante adicional de 3,5 mil M€, correspondente à dívida bancária destas empresas no final de abril, de acordo com informação divulgada pelo Banco de Portugal.

¹¹ A dívida na ótica de Maastricht é medida em termos consolidados e dela excluem-se os créditos comerciais obtidos pelas administrações públicas. Este conceito difere do conceito dívida direta do Estado, compilada pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) numa base mensal, devido, principalmente, a: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de Maastricht se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor institucional das administrações públicas; ii. efeitos de consolidação - a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada, isto é, excluem-se os ativos de entidades das administrações públicas que correspondem a passivos de outras entidades das administrações públicas; iii. capitalização dos certificados de aforro - a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de Maastricht.

¹² Note-se que o financiamento do Estado às três empresas não se encontra refletida na síntese de execução orçamental da DGO relativa ao mês de abril, nomeadamente no quadro “Despesa com ativos financeiros do Estado”. Este aparente desencontro poderá dever-se a um desfazamento temporal entre o compromisso assumido e a liquidação da operação, uma vez que a informação da síntese da DGO obedece à ótica da contabilidade pública.

14 As empresas de transportes em causa têm vindo a apresentar nos últimos anos sucessivos aumentos do valor da dívida, sendo no seu conjunto responsáveis por mais de ¼ da dívida total das empresas públicas não incluídas nas administrações públicas. A dívida destas empresas de transporte, numa ótica não consolidada e incluindo créditos comerciais, evidenciava no final de 2013 um aumento de 15% face ao final de 2010 (Tabela 9). Esta trajetória de aumento contrasta com a registada pelo universo das empresas públicas não reclassificadas (EPNR), que no mesmo período registaram uma redução da dívida total na ordem dos 25%. No final de 2013, as empresas de transporte que foram agora objeto de apoio financeiro eram, deste modo, responsáveis por cerca de 27% da dívida total das EPNR, sendo a CP a empresa com maior peso, responsável por sensivelmente 20% daquele total.

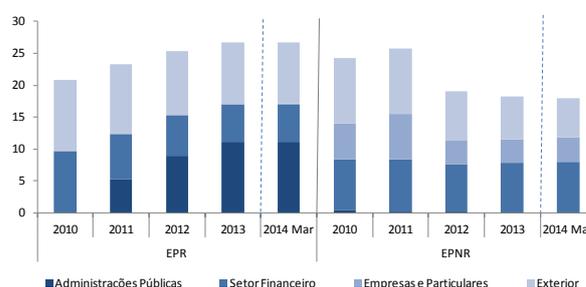
Tabela 9 – Dívida das empresas não incluídas nas administrações públicas
(em milhões de euros e em percentagem)

	2010	2011	2012	2013	Varição 2010/13
Empresas públicas não incluídas nas administrações públicas	24 301	25 749	18 997	18 169	-25%
<i>das quais:</i>					
CP (1)	3 324	3 522	3 637	3 808	15%
Carris (2)	672	692	735	777	16%
STCP (3)	335	353	371	396	18%
Subtotal (1+2+3)	4 332	4 568	4 742	4 980	15%

Fontes: Banco de Portugal, Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: A dívida não se encontra consolidada e inclui créditos comerciais.

15 Importa salientar que o financiamento obtido por aquele tipo de empresas junto das administrações públicas era, até ao final de março de 2014, praticamente nulo. Tipicamente, a maioria do financiamento das EPNR é obtido junto do setor financeiro (cerca de 44% no final de março) e no exterior (35% no mesmo período) (Tabela 9). Já nas Empresas Públicas Reclassificadas (EPR), incluídas no perímetro de consolidação das administrações públicas, verificou-se nos últimos anos uma alteração da estrutura de financiamento (Gráfico 4). Desde 2011, tem-se assistido à substituição do financiamento bancário e do financiamento no exterior pelo financiamento direto pelo Estado. Deste modo, o peso das administrações públicas enquanto setor financiador aumentou de 1% no final de 2010 para 42% por contrapartida da redução do peso dos outros setores (de 46% para 22% no caso do setor financeiro e de 53% para 36% no caso do financiamento externo).

Gráfico 4 – Dívida das empresas públicas por setor financiador
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

16 No âmbito da adoção do novo sistema de contas nacionais (SEC2010), encontra-se previsto que a CP passe a integrar o perímetro das administrações públicas, pelo que o impacto sobre a dívida pública não ocorrerá apenas em abril. Em setembro de 2014, com a adoção do SEC2010 está prevista uma retroposição das séries estatísticas da dívida pública e consequentemente, por via da inclusão da CP no perímetro, haverá uma revisão em alta da dívida também

em períodos anteriores a abril de 2014 (em cerca de 2% do PIB nos períodos mais recentes).¹³ Relativamente à Carris e STCP não existe, até à data, nenhuma indicação quanto a uma possível integração nas administrações públicas. A eventual não integração destas duas empresas no perímetro das administrações públicas terá outro tipo de consequências, as quais se encontram explicadas nos pontos seguintes.

17 Em termos gerais, a adoção do novo sistema de contas nacionais tem subjacente a inclusão de um conjunto de empresas no perímetro das administrações públicas, com consequências ao nível do valor nominal da dívida e da sua trajetória. A entrada em vigor do novo quadro conceptual SEC2010, a partir de setembro 2014, introduz novas regras no âmbito da delimitação sectorial, nomeadamente a consideração dos custos financeiros para a determinação do carácter mercantil das entidades. De acordo com o INE, os novos critérios darão origem à integração de mais empresas públicas no perímetro das administrações públicas, com o conseqüente reflexo no nível de dívida pública. Para além da CP, cuja reclassificação no perímetro das administrações públicas foi admitida mais recentemente, o INE identifica as seguintes empresas a reclassificar nas administrações públicas: Parpública, Sagestamo, Estamo, Hospitais EPE, EDIA e entidades reguladoras de mercado (Tabela 10).^{14, 15}

18 O financiamento às empresas de transportes e a assunção da dívida bancária por parte do Estado tem implicações também ao nível do défice público. De acordo com as regras de compilação das estatísticas de contas nacionais, tanto o financiamento concedido à CP, STCP e Carris, como o reconhecimento da sua dívida bancária como dívida do Estado, não têm impacto apenas na dívida pública na ótica de *Maastricht*. Com efeito, estas operações originam transferências de capital do Estado a favor das referidas entidades (que, recorde-se, em abril, não se encontravam classificadas no perímetro da administração pública).¹⁶ Assim, de acordo com as regras metodológicas

referidas, as transferências de capital (i.e. despesa pública) terão impacto também no défice orçamental.¹⁷ Saliente-se que, caso não entrasse em vigor um novo sistema de contas nacionais, o impacto no défice público ficaria concentrado em 2014.

Tabela 10 – Cronologia da reclassificação de empresas no perímetro das administrações públicas

Ano	Entidades	Obs:
2010	RTP; 4 entidades da Região Autónoma da Madeira	Alterações efetuadas no âmbito da mudança para a base 2006 das contas nacionais. Neste âmbito, procedeu-se à incorporação de novas fontes de informação e à atualização de métodos e procedimentos para a compilação de estatísticas.
2011	Metropolitano de Lisboa; Metro do Porto; REFER; Parvalorem; Parups	No âmbito de sucessivas notificações do Procedimento dos Défices Excessivos, foram reavaliadas diversas entidades originando a sua reclassificação no universo das administrações públicas
2012	Defloc; Defaerloc	
2013	Transtejo; Soflusa	
2014 (previsão)	CP, Hospitais EPE, Parpública, EDIA, Sagestamo, Estamo, entidades reguladoras de mercado	Decorre da implementação do SEC2010, a partir de setembro de 2014. Este introduz novas regras no âmbito da delimitação sectorial, designadamente a consideração dos juros para efeitos da determinação do carácter de mercantilidade das empresas.

Fontes: INE e UTAO.

19 O impacto no défice público decorrente da reestruturação das empresas de transportes será repartido por vários anos devido à reclassificação da CP no perímetro das administrações públicas. Em setembro de 2014, com a entrada em vigor do SEC2010 e a conseqüente inclusão de empresas no perímetro das administrações públicas, o impacto no défice orçamental decorrente da reestruturação das empresas de transportes será diferente daquele que resultaria caso fosse apurado de acordo com as regras do SEC95.¹⁸ Com efeito, com a integração da CP no perímetro das administrações públicas (e a retropolação das séries estatísticas), as transferências de capital ocorridas em abril de 2014 deixarão de ser contabilizadas enquanto despesa pública por um efeito de consolidação, uma vez que ocorrem entre entidades que pertencem ao perímetro das administrações públicas. No entanto, os resultados negativos anualmente incorridos pela CP (e por outras entidades reclassificadas) traduzir-se-ão em défices orçamentais nos anos em que ocorrerem, dando origem a revisões estatísticas.¹⁹ Do mesmo modo, em 2014, o impacto no défice público decorrerá dos resultados que forem apurados para essas empresas. Deve salientar-se que, caso a STCP e Carris não venham a ser reclassificadas no perímetro das administrações públicas, então o impacto no défice orçamental decorrente do financiamento do Estado e da assunção da dívida bancária destas empresas será registado integralmente em 2014.²⁰

¹⁴ Esta informação encontra-se divulgada no sítio do INE no documento "[O Sistema Europeu de Contas – SEC 2010: impacto nas Contas Nacionais Portuguesas](#)". A reclassificação da Parpública decorre da adoção de um critério do novo SEC2010, que refere que as empresas gestoras de participações, quando não revelem autonomia face ao acionista Estado e caso ajam como veículos das políticas públicas, devem passar a integrar o perímetro de consolidação das administrações públicas. Com esta inclusão, serão ainda analisadas as suas subsidiárias, sendo que a Estamo e a Sagestamo também deverão entrar no perímetro das administrações públicas. Estas entidades compraram imóveis durante vários anos, que se traduziram em receitas das entidades públicas vendedoras. No que se refere aos Hospitais EPE, estes tinham sido transformados em entidades empresariais e deixaram de integrar o perímetro das administrações públicas. No entanto, com as novas regras do SEC relativas à mercantilidade, algumas das suas principais receitas deixam de ser consideradas para esta avaliação (pois os preços praticados não têm uma relação direta com os praticados no mercado), pelo que os Hospitais EPE serão classificados novamente dentro do perímetro de consolidação das administrações públicas. Os reguladores de mercado (exceto os reguladores do setor financeiro) também vão passar a integrar o perímetro de consolidação, nomeadamente nos casos em que cobrem taxas às entidades que regulam. Esta alteração deve-se ao facto das taxas passarem a ser consideradas como um imposto e, como tal, deixam de ser consideradas como vendas, perdendo assim o carácter eminentemente mercantil. No que se refere à EDIA, esta empresa também deverá passar a integrar o perímetro das administrações públicas pelo mesmo motivo da CP, i.e. a consideração dos seus custos financeiros deverá ser determinante para lhe atribuir um carácter não mercantil.

¹⁵ O impacto na dívida pública da integração de algumas das empresas acima referidas, nomeadamente a Parpública, Estamo e Sagestamo, não será da dimensão da sua dívida atual devido a efeitos de consolidação. Relativamente à Parpública, esta empresa detém ativos sobre o Estado por conta de privatizações ocorridas no passado. Relativamente às empresas Estamo e Sagestamo, ocorreu em 2012 uma operação com impacto no défice e dívida desse ano: o *re-routing* para o Estado da conversão de suprimentos concedidos pela Parpública em aumento de capital na Sagestamo.

¹⁶ Conforme as regras definidas no [Manual do Défice e da Dívida](#), Cap. III.2 *Capital injections into public corporations* e Cap. VII.2 *Debt assumption and debt cancellation*.

¹⁷ Deve ter-se presente que a adoção do SEC2010 também dará origem a alterações com impacto favorável no défice orçamental, nomeadamente a despesa com pensões transferidas para a esfera do Estado em anos anteriores deixa de ser considerada como despesa pública (assim como as transferências dos ativos desses fundos de pensões, ocorridas no passado, deixam de ter impacto positivo nos défices dos anos em que ocorreram). A revisão em alta do produto também terá impacto positivo no défice e na dívida pública, uma vez que estes são habitualmente medidos em percentagem do PIB.

¹⁸ Note-se que o défice do 2.º trimestre de 2014 já não será apurado em SEC95. Com efeito, o reporte ao *Eurostat* e a divulgação das contas nacionais do 2.º trimestre ocorrerá no final de setembro de 2014, coincidindo com a adoção do SEC2010. Deste modo, o défice do 2.º trimestre já será apurado no novo referencial metodológico e incluirá, por isso, as reclassificações de empresas públicas para dentro do perímetro. Consequentemente, a reestruturação financeira das empresas de transportes terá um impacto menos significativo no défice do 2.º trimestre de 2014 do que teria se não tivesse existido a referida alteração metodológica.

¹⁹ A dívida da CP atingiu cerca de 3,8 mil ME no final de 2013 e esta resulta, em termos gerais, da acumulação de resultados negativos e de investimentos efetuados, pelo que aquele valor poderá ser indicativo do impacto que a integração da empresa no perímetro induzirá (em termos acumulados) nos défices orçamentais de anos anteriores.

²⁰ A dívida das duas empresas atingiu 1,1 mil ME no final de 2013. Note-se que encontra-se em perspectiva a fusão das empresas Carris e STCP com o Metropolitano de Lisboa e Metro do Porto, respetivamente. Esta junção poderá alterar o impacto nos défices orçamentais (posteriormente à fusão) dependendo do tipo de entidades que resultem destas fusões, i.e. incluídas ou não no perímetro de consolidação das administrações públicas.