

## Condições de mercado

**1 No último trimestre de 2014 a área do euro registou o sétimo trimestre consecutivo de crescimento económico positivo.** Os dados económicos divulgados em fevereiro relativamente à área do euro apontam para uma recuperação da economia europeia. Tal pode ser constatado através do crescimento da economia da área do euro em 0,3%, em termos trimestrais no 4.º trimestre, o sétimo trimestre consecutivo de crescimento. No entanto, de realçar que se registou um crescimento económico negativo no Chipre (-0,7%), na Finlândia (-0,3%) e na Grécia (-0,2%). Pela positiva, há a destacar a Estónia (1,1%), a Alemanha e a Espanha (0,7%). A economia portuguesa alcançou nesse trimestre um acréscimo de 0,5% em cadeia, e de 0,7% quando comparado com o mesmo período do ano anterior. Em termos anuais, a taxa de crescimento situou-se em 0,9% em 2014, o que representa um acréscimo similar ao da média da área do euro. Relativamente aos indicadores qualitativos, registou-se em fevereiro uma melhoria da confiança dos consumidores e dos empresários da área do euro. No caso português, o mesmo sucedeu com a confiança dos consumidores e dos empresários da indústria transformadora, da construção e obras públicas e do comércio.

**2 Ao nível da taxa de desemprego da área do euro observaram-se melhorias.** Em fevereiro foi divulgado o número de desempregados registado no mês de janeiro na área do euro. Este número decresceu em 140 mil face a dezembro e em cerca de 900 mil face a janeiro de 2014, fixando a taxa de desemprego nos 11,2%, o valor mais baixo desde maio de 2012. Pela negativa há a destacar a Espanha, com uma taxa de desemprego de 23,4%, e a Grécia, com 25,8%, (sendo que este valor é respeitante a novembro, o último dado disponível), e pela positiva a Alemanha (4,7%) e a Áustria (4,8%). Portugal registou uma taxa de desemprego de 13,3% em janeiro, traduzindo um decréscimo de 11 mil desempregados face a dezembro de 2014.

**3 A Comissão Europeia reviu em alta as previsões de crescimento económico para a área do Euro e para Portugal.** De acordo com as previsões de inverno da Comissão Europeia o crescimento económico para a área do euro foi revisto em alta quer para o ano de 2015 (de 1,1% para 1,3%), quer para 2016 (de 1,7% para 1,9%). No caso português também se observou uma revisão em alta do crescimento para 2015 de 1,3% para 1,6%, projetando-se um crescimento de 1,7% para 2016. Relativamente ao mercado de trabalho, é esperado para a área do Euro uma taxa de desemprego de 11,2% em 2015 e de 10,6% em 2016. A mesma tendência de decréscimo do desemprego é projetada para Portugal, para o qual se prevê uma taxa de desemprego de 13,4% em 2015 e de 12,6% em 2016, o que representa uma revisão em baixa face às projeções de outono de 13,6% e de 12,8%, respetivamente. Adicionalmente, a Comissão europeia prevê um défice orçamental para Portugal de 4,6% para 2014, 3,2% para 2015 (o valor a que as autoridades portuguesas se comprometeram obter é de 2,7%) e de 2,8% em 2016. Por último, prevê que a dívida pública em percentagem do PIB atinja 124,5% em 2015 e 123,5% em 2016, depois dos 128,9% esperados para 2014.

**4 Em fevereiro a Comissão Europeia publicou os resultados das Análises Detalhadas por País, realizadas no âmbito do Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos, tendo concluído que Portugal se encontra em situação de desequilíbrios excessivos que requer acompanhamento específico e atuação política decisiva.** Esta classificação corresponde ao nível 5, numa escala que ordena de 1 a 6 a situação de cada país, correspondendo o nível 1 à ausência de desequilíbrio e o nível 6 a uma situação de desequilíbrios excessivos e à ativação do Procedimento dos Desequilíbrios Excessivos. Apesar do progresso substancial alcançado durante o Programa, quer em termos de ajustamento económico quer em termos de políticas, a Comissão considera que subsistem em Portugal riscos importantes que sustentam a classificação atribuída. Estes riscos encontram-se sobretudo relacionados com os elevados níveis de endividamento registados pela economia portuguesa, quer no plano interno quer na vertente externa, e em vários setores da economia, que requerem uma atenção acrescida. A última secção da presente nota apresenta informação mais detalhada sobre os desenvolvimentos recentes no âmbito do Semestre Europeu de 2015 e do Procedimentos dos Desequilíbrios Macroeconómicos.

**5 Registou-se o terceiro mês consecutivo de inflação negativa na área do euro.** Em fevereiro, com base em dados provisórios, a taxa de inflação homóloga na área do euro, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em -0,3%, o que representa o terceiro mês consecutivo de inflação negativa. Tal deve-se, sobretudo, aos preços dos bens energéticos, cujo decréscimo foi de -7,9%. Por seu turno, a inflação subjacente, i.e. excluindo os produtos alimentares não transformados e os produtos energéticos, encontra-se ainda positiva, em 0,6%. Para Portugal, os dados indicam que a inflação homóloga em fevereiro situou-se em -0,1% e a média dos últimos doze meses em -0,2%, igual à registada no mês anterior.

**6 A economia norte-americana continua a registar um desempenho positivo, embora com alguns sinais em sentido contrário.** Os dados divulgados em fevereiro apontam para a manutenção da tendência de crescimento da economia norte-americana revelando, no entanto, alguma moderação da mesma. Com um sinal adverso, os indicadores de atividade como vendas a retalho, produção industrial e novas encomendas de bens excluindo aviação e defesa desapontaram. Também os indicadores de confiança dos empresários da indústria e dos consumidores acompanharam a tendência de moderação no crescimento com um decréscimo ligeiro, permanecendo no entanto em níveis elevados. Entre os fatores que justificam este comportamento inclui-se o arbrandamento da atividade nos portos da costa oeste consequência das disputas entre as companhias marítimas e os estivadores o que levou ao encerramento parcial dos portos. Neste sentido, foi revisto em fevereiro em baixa o crescimento económico em cadeia do 4.º trimestre de 2014, de 2,6% para 2,2%, em termos anualizados. Quanto ao mercado laboral, os sinais são mais animadores, na medida em que a economia norte-americana criou 295 mil empregos em fevereiro, um valor que ficou acima do previsto pelos analistas (240 mil), registando-se uma redução da taxa de desemprego, que se fixou em 5,5%.

**7 Os indicadores de atividade referentes à economia do Reino Unido continuam a revelar uma tendência de crescimento.** No Reino Unido, os dados divulgados em fevereiro relativos ao mercado de trabalho revelaram que o número de desempregados em janeiro (823 mil) atingiu um valor mínimo desde meados de 2008, e os dados de confiança dos consumidores e empresários apontam para a permanência da tendência de crescimento económico. Relativamente a economias com ligações a Portugal, de destacar o comportamento negativo do Brasil, no qual os dados relativos a dezembro indicam que se registou uma queda da produção industrial e nas vendas a retalho. Igualmente os indicadores de confiança referentes ao mês de fevereiro voltaram a decrescer. Este desempenho é concordante com a recente revisão do crescimento económico brasileiro por parte do FMI, de 1,4% para 0,3% em 2015 e de 2,2% para 1,5% em 2016. Adicionalmente, a inflação subiu em fevereiro para 7,1%, conduzindo o Banco Central do Brasil a um aumento da taxa SELIC (taxa de referência do real) de 12,25% para 12,75% já em março. Relativamente à economia angolana a agência de notação de risco *Standard & Poor's (S&P)* reviu em baixa a notação de Angola em moeda estrangeira de "BB-" para "B+", com uma perspetiva estável. Segundo o relatório, a alteração ficou a dever-se ao impacto sentido na economia do país como resultado da descida do preço do petróleo e consequente redução das receitas fiscais. Quanto à economia chinesa, de salientar a redução de reservas legais de 20% para 19,5% para os bancos de grande dimensão e de 18% para 17,5% para os bancos de média e pequena dimensão por parte do Banco Central da China e a redução da taxa diretora de 3,6% para 3,35%. Estas medidas visam dar resposta ao abrandamento registado nos últimos meses, que levou a que em janeiro se registasse uma queda significativa das importações (-19,9% em termos homólogos).

**8 Em fevereiro, verificou-se um aumento das taxas de juro nos principais mercados de dívida soberana.** Relativamente ao mercado de dívida pública norte-americana, observaram-se aumentos significativos das taxas de rentabilidade, um acréscimo de 35,2 p.b. a 10 anos atingindo os 1,99%, e de 16,9 p.b. a 2 anos encerrando nos 0,6184%. Este movimento é em parte justificado pela expectativa no mercado de um aumento da taxa juro diretora do dólar pela Reserva Federal (FED), apesar do testemunho em sentido contrário da Presidente do FED, Janet Yellen, no Congresso norte-americano no que diz respeito aos tempos mais próximos. Por outro lado, a taxa de rentabilidade da dívida alemã aumentou a 10 anos, fixando-se nos 0,328%, devido sobretudo à menor aversão ao risco face ao desenvolvimento da situação grega. Nos 2 anos voltou a cair para um valor mínimo de -0,234%, dado a expectativa relativamente aos efeitos do programa de aquisição de ativos por parte do BCE com início em março. Os diferentes comportamentos dos Bancos Centrais conduziram a diferentes desempenhos nos mercados interbancários. Se por um lado a Libor USD a 3 e a 6 meses subiram, por outro a Euribor a 3 e a 6 meses desceram.

**9 Apesar das incertezas relativamente ao desenlace da situação grega não se registou um contágio no mercado de dívida soberana da periferia.** A incerteza quanto ao programa do novo governo, bem como a suspensão da aceitação da dívida pública grega pelo BCE como colateral devido a dúvidas quanto à revisão do programa de ajustamento, contribuíram para a volatilidade e aumento

das taxas de juro gregas. No entanto, a moderação revelada pelo governo helénico e o acordo com o Eurogrupo, que prevê uma extensão do programa de resgate em quatro meses, conduziu a uma redução das taxas de juro com maturidade a 10 anos no final do mês, tendo estas encerrado em 14,39%. Nos restantes países não se observou a volatilidade receada, tendo o mês ficado marcado pela redução acentuada das taxas de rentabilidade a 10 anos. Na Itália a taxa caiu para um mínimo histórico de 1,33%, na Espanha encerrou nos 1,260% e na Irlanda em 0,866%. A mesma queda observou-se no *spread* face à dívida alemã.

**Tabela 1 – Taxas de rentabilidade para títulos emitidos a 10 anos (em percentagem)**

	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	31-Out-14	30-Dez-14	29-Jan-15	27-Fev-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
<b>Portugal</b>	<b>12,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>
Itália	7,0	4,5	4,1	2,3	1,9	1,6	1,3	-0,3	-0,6
Espanha	5,0	5,2	4,1	2,1	1,6	1,5	1,3	-0,2	-0,3
Irlanda	-	-	3,4	1,7	1,2	1,2	0,9	-0,3	-0,4
França	3,1	2,0	2,6	1,2	0,8	0,6	0,6	0,0	-0,2
Bélgica	4,1	2,0	2,5	1,1	0,8	0,7	0,6	-0,1	-0,3
Alemanha	1,8	1,3	1,9	0,8	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,2

Fontes: IGCP e cálculos da 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	31-Out-14	30-Dez-14	29-Jan-15	27-Fev-15	Var. mensal	Var. desde o início do ano
<b>Portugal</b>	<b>11,0</b>	<b>5,6</b>	<b>4,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>
Irlanda	-	-	1,5	0,9	0,7	0,8	0,5	-0,3	-0,2
França	1,3	0,7	0,6	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0
Bélgica	2,2	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,1
Itália	5,2	3,2	2,2	1,5	1,3	1,2	1,0	-0,2	-0,3
Espanha	3,2	3,9	2,2	1,2	1,1	1,1	0,9	-0,2	-0,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

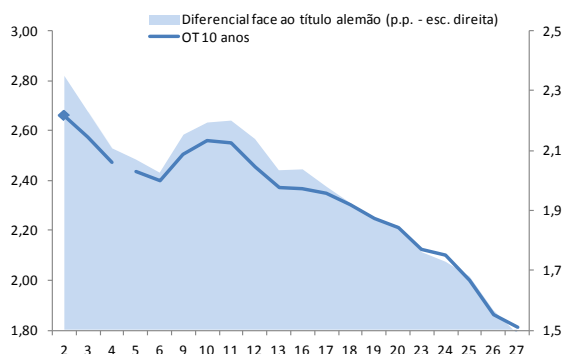
**10 A taxa de rentabilidade da dívida soberana portuguesa encerrou em fevereiro com um novo mínimo histórico.** No mês de fevereiro, a taxa de rentabilidade da dívida pública portuguesa a 10 anos registou uma queda de 81,2 p.b. fixando-se num novo mínimo histórico de 1,828%. Adicionalmente, registou-se uma redução significativa de *spread* face à dívida alemã (-83,8 p.b.). Durante o mês de fevereiro, Portugal emitiu duas Obrigações do Tesouro a 10 anos, a primeira no dia 11 de fevereiro a uma taxa média de 2,491%, tendo sido colocado um valor de 1,3 mil M€, a segunda no dia 25 de fevereiro a uma taxa de juro média de 2,04%, um novo mínimo histórico, com um montante colocado de 1,5 mil M€ na fase competitiva.<sup>1</sup>

**11 Empresa de notação de risco Moody's reduziu o rating aos cinco maiores bancos gregos.** A Moody's reduziu o *rating* atribuído ao Piraeus Bank, ao National Bank of Greece, ao Alpha Bank, de Caa1 para Caa2, ao Eurobank Ergasias e ao Attica Bank, de Caa2 para Caa3. Tal deveu-se à incerteza agravada em relação à capacidade de o governo grego chegar a um acordo com os credores oficiais e à reduzida capacidade do Fundo de Estabilização Financeira Helénico em apoiar os bancos em caso de necessidade. No caso português a empresa de notação de risco *Fitch* admite que a contínua redução do défice orçamental, a manutenção de excedentes nas contas externas e a capitalização do setor bancário, são fatores abonatórios para Portugal aquando da próxima revisão do *rating* no dia 27 de março, indicando também que o programa de compra de ativos por parte do BCE terá um

<sup>1</sup> Relativamente ao financiamento da banca portuguesa junto da Autoridade Monetária, segundo dados do Banco de Portugal, em Fevereiro o valor das cedências de liquidez diminuiu 723 milhões de euros para 27,56 mil milhões de euros, sendo este o terceiro mês consecutivo de quedas.

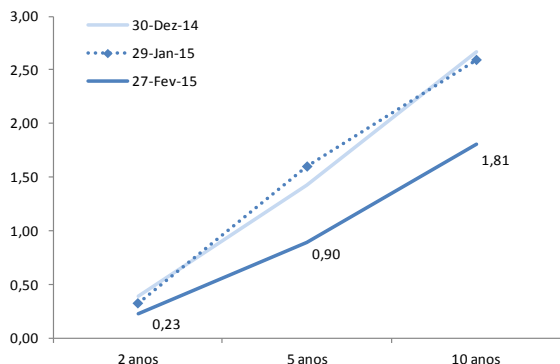
resultado positivo para os bancos portugueses. No entanto, identificou várias preocupações, nomeadamente na execução orçamental de 2015, que a *Fitch* considera otimista, a incerteza face às eleições legislativas e a situação política na Grécia, dado que a evolução da Grécia terá implicações em toda a zona euro.

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



Fonte: IGCP.

**Gráfico 2 – Curva de rendimentos da dívida pública (em percentagem)**

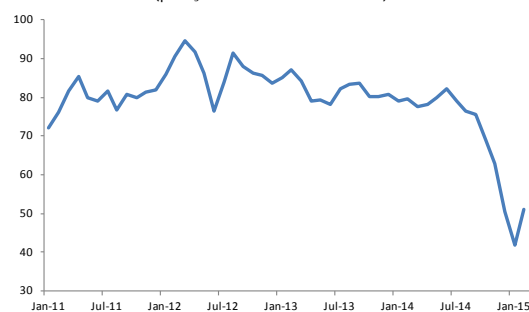


Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rendibilidade dos títulos de dívida *benchmark*. No início do ano, esses títulos foram alterados, caso essa alteração não tivesse ocorrido a redução teria sido maior.

**12 Verificou-se em fevereiro uma valorização generalizada dos mercados acionistas.** Quer o mercado acionista norte-americano, com uma subida de 5,5% do S&P500, que constituiu o maior ganho desde 2011, quer o mercado europeu, com o Eurostoxx600 a subir 6,9% (e com um aumento de 14,5% desde o início do ano), registaram fortes valorizações. No mercado europeu, de salientar as valorizações do índice português PSI20 (10,6%), o que constitui o segundo mês consecutivo de subida, do índice de Itália (8,9%), de Espanha (7,4%), da Alemanha (6,6%) e da Grécia (19,9%).

**13 Em fevereiro, e após sete semanas consecutivas de queda, o preço do petróleo subiu nos mercados internacionais.** Após uma redução de mais de 50% do preço do petróleo nos últimos sete meses, quer do crude *WTI*, quer do *brent*, registou-se em fevereiro um aumento do preço desta matéria-prima. Tal deveu-se sobretudo a perspetivas de reduções de produção e de investimento nas plataformas de exploração.

**Gráfico 3 – Preço do petróleo (dated brent) (preço do barril em euros)**

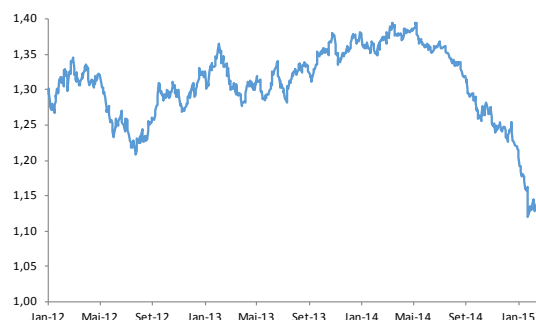


Fontes: Bloomberg.

**14 No mercado cambial, o euro voltou a depreciar-se face ao dólar, atingindo o menor valor desde setembro de 2013.**

Em fevereiro, o euro depreciou-se 0,9% face ao dólar norte-americano encerrando no fim do mês nos \$1,11. Por outro lado, e após a forte apreciação do franco suíço em janeiro devido à decisão do Banco Nacional da Suíça em abandonar o regime de limite cambial, fixado em 1,2 francos face ao euro, o euro apreciou-se em 2,3% fixando-se em 1,06 euros por franco suíço. Adicionalmente assistiu-se a um ganho da libra esterlina quer face ao euro (3,3%), quer face ao dólar (2,3%) justificado pelos dados económicos positivos.

**Gráfico 4 – Câmbio Euro-Dólar**



Fontes: BCE.

## Divida direta do Estado

**15 O IGCP venceu o prémio de *Sovereign Risk Manager* do ano, numa atribuição feita pela *Risk Awards* composta por um conjunto de especialistas, nomeadamente jornalistas séniores da área.** Para este resultado contribuiu o desempenho da agência portuguesa na reconquista da credibilidade dos participantes de mercado e nos resultados conseguidos ao nível da colocação de dívida portuguesa, após a assistência financeira por parte das instituições europeias e FMI.

**16 De acordo com o IGCP, as necessidades líquidas de financiamento deverão ser, em 2015, de 11,2 mil M€, em linha com o previsto no relatório do OE/2015.** Estas necessidades resultarão de um défice orçamental de 6 mil M€ (de acordo com o previsto no OE/2015) e de aquisições líquidas de ativos financeiros na ordem de 5,2 mil M€ (Tabela 3). Nas aquisições líquidas de ativos financeiros estão incluídos os refinanciamentos de entidades públicas, nomeadamente das empresas públicas e Regiões Autónomas, capitalização do Mecanismo Europeu de Estabilidade e receitas com reembolsos de Cocos.

**Tabela 3 – Necessidades líquidas de financiamento**  
(em milhares de milhões de euros)

	IGCP			OE/2015
	2013	2014	2015	2015
<b>Necessidades de Financiamento do Estado</b>	<b>24,3</b>	<b>31,0</b>	<b>24,0</b>	<b>18,4</b>
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>11,2</b>	<b>14,3</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>
Défice orçamental (sub-setor Estado)	7,7	7,1	6,0	6,0
Recapitalização do setor bancário	1,1	0,0	0,0	0,0
Outras aquisições líquidas de ativos financeiros	3,8	7,6	5,2	5,2
Privatizações	-1,5	-0,4	0,0	0,0
<b>Amortizações de títulos de médio e longo prazo</b>	<b>13,1</b>	<b>16,7</b>	<b>12,8</b>	<b>7,2</b>
OT+MTN	13,1	16,7	6,8	6,7
FMI	0,0	0,0	6,0	0,5

Fontes: IGCP, Ministério das Finanças e cálculos da UTAO.

**17** Para o financiamento do Estado durante o ano de 2015 espera-se ainda emitir cerca de 8,7 mil M€ de Obrigações do Tesouro (OT), aumentando 4 mil M€ face ao previsto inicialmente no programa de financiamento do IGCP e colocando o total das emissões brutas para 2015 em 17,6 mil M€ (face à anterior previsão do IGCP de 13,6 mil M€ e de 12 mil M€ do OE/2015) (Tabela 4). Esta alteração resulta da decisão de reembolso para este ano de 6 mil M€ ao FMI.<sup>2</sup> Para além do aumento das emissões de obrigações, o IGCP prevê a redução de depósitos, em 2 mil M€ face ao anteriormente projetado. De acordo com o IGCP, o saldo de tesouraria deverá situar-se em 8,5 mil M€ no final do ano, o que representa cerca de 60% das necessidades de financiamento previstas para 2016, em linha com o objetivo.<sup>3</sup>

**Tabela 4 – Fontes de financiamento e saldo de tesouraria**  
(em milhares de milhões de euros)

	IGCP			OE/2015
	2013	2014	2015	2015
<b>Fontes de Financiamento do Estado</b>	<b>24,3</b>	<b>31,0</b>	<b>24,0</b>	<b>16,7</b>
<b>Uso de depósitos</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2*</b>
<b>Financiamento durante o ano</b>	<b>24,6</b>	<b>28,1</b>	<b>20,1</b>	<b>14,5</b>
<b>Executado</b>				
OT+MTN			8,7	
CA/CT/CTPM (líquido)			1,9	
<b>A executar</b>				
OT			8,9	12,0
CA/CT/CTPM (líquido)			0,6	2,5
<b>Saldo de disponibilidades de Tesouraria no final do ano</b>	<b>15,3</b>	<b>12,4</b>	<b>8,5</b>	<b>-</b>

Fontes: IGCP, Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: \* O uso de depósitos para 2015 refere-se à estimativa do IGCP no início do ano. O financiamento através de títulos de curto prazo e outra dívida tem saldo líquido de amortizações residual pelo que não foi detalhado e apenas é considerado no total do financiamento do ano.

**18** Em termos nominais, a dívida direta do Estado aumentou em janeiro de 2015, por via, sobretudo, do aumento das emissões de títulos de médio e longo prazo. A dívida direta do Estado fixou-se em 225,9 mil M€ em janeiro de 2015, o que corresponde a um acréscimo de 4% (8,8 mil M€), em relação ao final do ano anterior (Tabela 5). Note-se que em janeiro, os depósitos da Administração Central aumentaram 6,4 mil M€, para 23,9 mil M€. <sup>4</sup> Por instrumento, a variação da dívida pública repartiu-se, sobretudo, pelos títulos de médio e longo prazo (com um aumento de 5,3 mil M€) e pela dívida de retalho, nomeadamente pela emissão líquida de Certificados do Tesouro (1,5 mil M€). Destaque-se o aumento significativo da subscrição de Certificados do Tesouro, num contexto em que em janeiro foram pré-anunciadas reduções significativas nas taxas de juro a aplicar nestes títulos a partir de fevereiro. Relativamente aos títulos de médio e longo prazo, o aumento verificado resultou das emissões de OT no montante de 5,5

<sup>2</sup> A poupança gerada em juros pela antecipação do reembolso do FMI deverá situar-se, nos dois anos e meio de antecipação do total de 14 mil M€, em 700 M€ de acordo com o IGCP. A estimativa da Comissão Europeia para esta poupança situa-se em 500 M€. Em relação à poupança esperada para 2015, será de cerca de 100 M€.

<sup>3</sup> De acordo com o IGCP, o custo do saldo de Tesouraria corresponde ao custo médio do novo financiamento que, em 2014, se situou em 403 M€ (aproximadamente 2% do saldo médio de depósitos).

<sup>4</sup> Dados do Banco de Portugal, utilizando os depósitos da Administração Central de acordo com a classificação na ótica de Maastricht.

mil M€, e de Medium Term Notes (MTN) no valor de 0,3 mil M€, e, em sentido contrário, às operações de recompra de OT no montante de 0,5 mil M€. Por fim, a dívida direta do Estado aumentou em 1,3 mil M€ devido a flutuações cambiais.

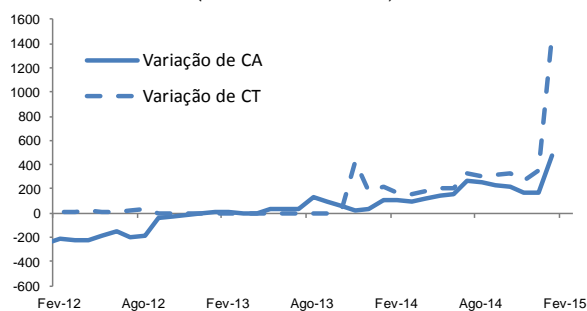
**Tabela 5 – Dívida Direta do Estado**  
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Jan-14	Dez-14	Jan-15	Variação (%)			Variação (M€)	
				mensal	homóloga	peso (%)	mensal	homóloga
Titulada	123 176	119 805	125 389	4,7	-1,8	55,5	5 584	2 213
Curto prazo	25 578	21 257	21 515	1,2	-15,9	9,5	257	-4 063
Médio e longo prazo	97 598	98 547	103 874	5,4	6,4	46,0	5 327	6 276
Não titulada	13 026	18 316	20 258	10,6	55,5	9,0	1 942	7 232
Cert. Aforro	10 242	12 142	12 612	3,9	23,1	5,6	470	2 370
Cert. do Tesouro	2 237	5 047	6 519	29,2	191,4	2,9	1 471	4 282
Outra	547	1 127	1 127	0,0	106,0	0,5	0	580
Assist. Financeira	72 445	79 005	80 238	1,6	10,8	35,5	1 233	7 793
<b>Total</b>	<b>208 647</b>	<b>217 126</b>	<b>225 885</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>100,0</b>	<b>8 759</b>	<b>17 238</b>
Por memória:								
Transacionável	117 880	114 789	119 174	3,8	1,1	52,8	4 385	1 294
Não Transacionável	90 767	102 337	106 711	4,3	17,6	47,2	4 374	15 944
Euro	182 883	184 917	192 097	3,9	5,0	85,0	7 180	9 214
Não euro	25 765	32 209	33 788	4,9	31,1	15,0	1 579	8 024

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período. Para o cálculo da dívida direta do Estado os valores de emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe.

**19** Em janeiro as emissões de Certificados do Tesouro Poupança Mais registaram um aumento muito expressivo, de 1,47 mil M€. Este aumento foi motivado pelo anúncio da descida das taxas de juro dos títulos a emitir a partir de fevereiro, conduzindo a um elevado aumento da procura por parte dos investidores (Gráfico 5). Este aumento do investimento em Certificados do Tesouro chegou a suscitar receios de uma redução dos depósitos bancários, contudo os depósitos de particulares em instituições financeiras monetárias aumentaram, em janeiro, 0,9% em taxa de variação anual, acelerando ligeiramente em relação ao mês anterior.<sup>5</sup> Em resultado, o stock de Certificados do Tesouro situou-se, no final de janeiro, em 6,5 mil M€, valor máximo desde a sua constituição em julho de 2010 (Gráfico 6). Em relação aos Certificados de Aforro registou-se igualmente um aumento da variação líquida, ainda que de forma menos expressiva. O stock dos Certificados de Aforro atingiu um máximo desde julho de 2011, no valor de 12,6 mil M€.

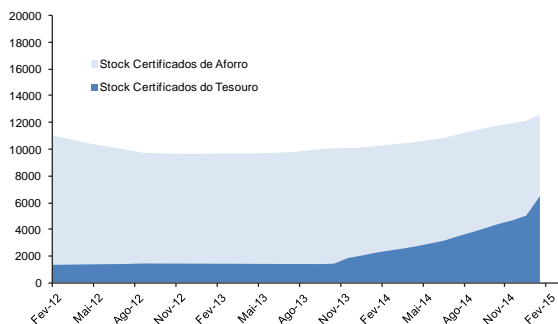
**Gráfico 5 – Variação líquida de dívida a retalho**  
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

<sup>5</sup> As instituições financeiras monetárias incluem bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo e fundos do mercado monetário.

**Gráfico 6 – Stock de dívida a retalho**  
(em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**20 Em janeiro, a despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado situou-se em 123 milhões de euros.** Os juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado aumentaram 34,5% face ao período homólogo, representando 1,7% do valor orçamentado para o total do ano (Tabela 6). Este acréscimo refletiu não só o incremento da dívida pública face ao período homólogo (em 17,2 mil M€) mas também o ligeiro aumento da taxa de juro (e encargos) média implícita, nomeadamente devido ao aumento dos pagamentos com comissões e redução dos juros recebidos com aplicações. Em termos de instrumentos, verificou-se um aumento dos juros pagos com OT e Certificados de Aforro e de Tesouro, o que decorreu em larga medida do aumento do peso destes instrumentos no total da dívida pública. As taxas de juro implícitas dos instrumentos de dívida não sofreram alterações significativas.

**Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado**  
(em milhões de euros)

	Total 2014	Janeiro 2014	Janeiro 2015	OE/2015	Tvh (%)	Grau de Execução (%)
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>7 017</b>	<b>95</b>	<b>112</b>	<b>7 440</b>	<b>17,9</b>	<b>1,50</b>
Bilhetes do Tesouro	381	24	14	99	-40,6	14,42
Obrigações do Tesouro	3 964	2	23	4 257	878,7	0,54
Empréstimos PAEF	2 010	30	30	2 212	0,0	1,35
Certificados de Aforro e do Tesouro	379	29	40	560	35,1	7,10
CEDIC / CEDIM	49	2	3	62	53,2	4,98
Outros	235	7	2	250	-73,7	0,77
<b>Comissões</b>	<b>81</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>60</b>	<b>89,1</b>	<b>22,03</b>
Empréstimos PAEF	19	0	0	2	-	-
Outros	63	7	13	58	89,1	22,84
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>7 098</b>	<b>102</b>	<b>125</b>	<b>7 500</b>	<b>22,7</b>	<b>1,67</b>
Por memória:						
Juros recebidos de aplicações	-126	-10	-2	-36	-82,6	4,91
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>6 972</b>	<b>92</b>	<b>123</b>	<b>7 464</b>	<b>34,5</b>	<b>1,65</b>

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**21 As necessidades líquidas foram financiadas pela emissão de dívida direta do Estado, aumentando ainda os depósitos do subsector Estado.** Em janeiro, o total de emissões de dívida ascendeu a 12,9 mil M€, superior às necessidades líquidas de financiamento, decorrentes do défice do subsector Estado (em 418 M€) e das amortizações de dívida no valor de 5,7 mil M€, tendo resultado num reforço dos depósitos do Estado (Tabela 7). Consequentemente, os depósitos do Estado fixaram-se em cerca de 19,1 mil M€ no final de janeiro de 2015.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Para este resultado admite-se que não existiram, em janeiro, aquisições líquidas de ativos financeiros.

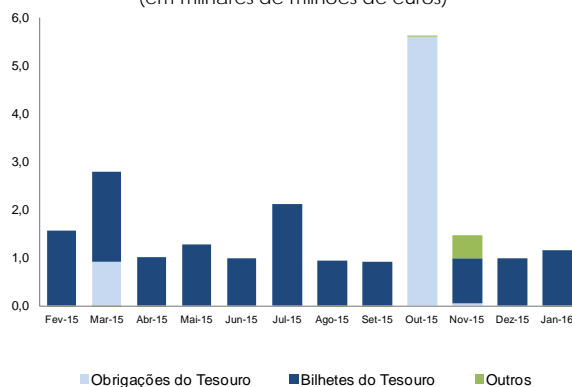
**Tabela 7 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado em janeiro**  
(em mil milhões de euros)

	2015	Janeiro
<b>Necessidades de Financiamento do Estado</b>	<b>24,0</b>	<b>6,2</b>
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>11,2</b>	
Défice orçamental (sub-setor Estado)	6,0	0,4
Amortizações de títulos de médio e longo prazo	12,8	5,7
<b>Fontes de Financiamento do Estado</b>	<b>24,0</b>	<b>6,2</b>
Uso de depósitos	3,9	-6,7
Financiamento durante o ano	20,1	12,9
<b>Saldo de disponibilidades de Tesouraria no final do ano</b>	<b>8,5</b>	<b>19,1</b>

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: O uso de depósitos com sinal negativo representa um reforço de depósitos.

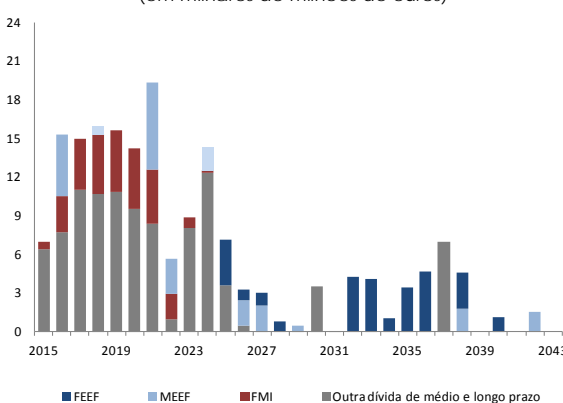
**22 Em relação ao plano de amortização da dívida pública, espera-se uma maior concentração de amortizações em março e em outubro.** Saliente-se, contudo, que este plano de amortização ainda não é corrigido da antecipação do reembolso do financiamento do FMI. Em particular, o plano oficial tem por objetivo antecipar o reembolso de 14 mil M€, do total de 28,6 mil M€ que Portugal deve ao FMI, esperando-se que a primeira tranche de 6 mil M€ seja paga em março.

**Gráfico 7 – Plano de amortização de dívida em 2015**  
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

**Gráfico 8 – Plano de amortização de dívida de médio e longo prazo**  
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

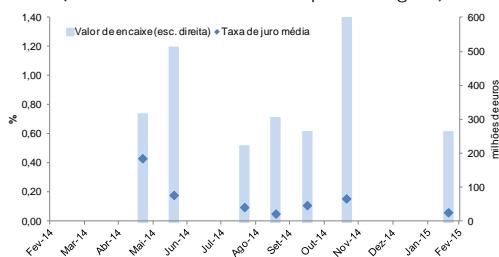
**23 Em fevereiro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses.** No dia 18 de fevereiro, foram emitidos dois BT a 3 e a 12 meses, no montante de 250 M€, a uma taxa de juro média ponderada de 0,061%, e no montante de 1090 M€, a uma taxa média ponderada de 0,138%, respetivamente. A taxa de juro de colocação foi, em ambos os casos, inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 8, Gráfico 9 e Gráfico 10).

Tabela 8 – Emissão de Bilhetes de Tesouro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jan-16	Mai-15
Maturidade		
Data da Transacção	18-Fev	18-Fev
Prazo	12 meses	3 meses
Montante Colocado (M€)	1 090	250
Montante de Procura (M€)	2 005	1 065
<b>Taxa média (%)</b>	<b>0,138</b>	<b>0,061</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média,	21-Jan-15	19-Nov-14
	0,221	0,156

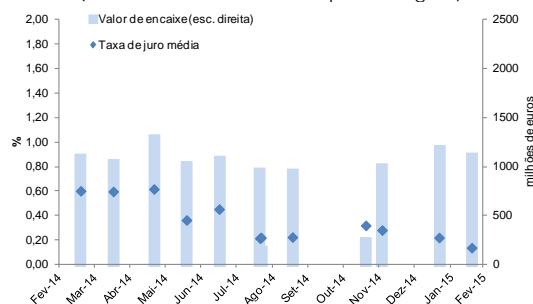
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Gráfico 9 – Bilhetes do Tesouro a três meses (em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

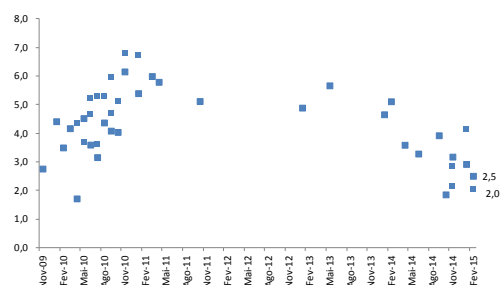
Gráfico 10 – Bilhetes do Tesouro a doze meses (em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**24 A República Portuguesa colocou em leilão 1,3 mil M€ de dívida em Obrigações do Tesouro a 10 anos.** Nos dias 11 e 25 de fevereiro, foi reaberta a OT com maturidade 15-Out-2025 (*benchmark* emitido em janeiro), tendo sido colocado 1,3 mil M€ nos leilões onde se registou uma procura total de 2,3 mil M€. As taxas médias de colocação foram de 2,5% e 2,0%, respetivamente no leilão de 11 e de 25 de fevereiro. Estas taxas de colocação reforçam a tendência de diminuição iniciada desde a reabertura do acesso aos mercados financeiros, quer através de emissões por leilão quer por emissões sindicadas (Gráfico 11).

Gráfico 11 – Taxas médias de colocação de OT da República Portuguesa (leilões e sindicatos) (em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Estão representadas todas as emissões de OT independentemente da maturidade.

**25 De acordo com a informação provisória disponível, a dívida pública ascendeu a 231,1 mil M€ em janeiro de 2015.** A confirmar-se o valor provisório, este representa um aumento de 6,6 mil M€ em termos nominais face ao final de 2014, o qual resultou num incremento de um montante próximo dos depósitos da administração central (Tabela 9). Para o aumento do stock da dívida pública contribuiu a emissão de dívida pública ocorrida em janeiro e a subscrição de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro.<sup>8</sup>

Tabela 9 – Evolução recente da dívida pública (em milhares de milhões de euros)

	Total	Liq. Depósitos	Depósitos
2013 Dez	219,2	201,2	18,0
2014 Mar	226,1	202,0	24,0
2014 Jun	224,1	203,0	21,2
2014 Set	228,4	206,6	21,8
<b>2014 Dez</b>	<b>224,5</b>	<b>207,0</b>	<b>17,5</b>
2015 Jan	231,1	207,1	23,9
Var. face a dez. 2014	6,6	0,2	6,4

Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Notas: Na categoria "depósitos" estão incluídos apenas os que têm origem na administração central.

**26 Por maturidade original, verificou-se um ligeiro aumento do peso dos instrumentos de curto prazo no total da dívida pública.** Desde 2011, o peso dos instrumentos de longo prazo no total da dívida aumentou significativamente. Para esta evolução contribuiu sobretudo o financiamento sob a forma de empréstimos no total da dívida aumentou significativamente. Com o fim deste programa e também devido ao dinamismo da subscrição de Certificados de Aforro e do Tesouro, este movimento inverteu-se e a dívida de curto prazo aumentou o seu peso no total. Em janeiro de 2015, o movimento de subscrição de certificados de Aforro e do Tesouro intensificou-se com as perspetivas de revisão das condições de remuneração (Tabela 10). Em termos nominais, o aumento da dívida de curto prazo foi de 1352 M€.

Tabela 10 – Dívida pública: repartição por maturidade original (em percentagem do total)

	(em percentagem do total)	
	Curto prazo	Longo prazo
2013 Dez	9,3	90,7
2014 Mar	9,4	90,6
2014 Jun	10,1	89,9
2014 Set	11,7	88,3
<b>2014 Dez</b>	<b>13,0</b>	<b>87,0</b>
2015 Jan	13,2	86,8
Var. face a dez. 2014	0,2	-0,2

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os instrumentos considerados como tendo uma maturidade de "curto prazo", i.e. até um ano, são os seguintes: "numerário e depósitos", "títulos de curto prazo" e "empréstimos de curto prazo".

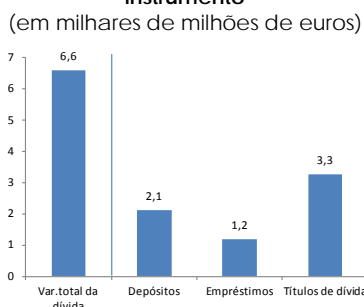
**27 Por instrumento, o aumento da dívida pública repercutiu-se, por ordem decrescente, ao nível dos títulos de dívida, dos depósitos e dos empréstimos.** O aumento do stock da dívida pública registado em janeiro de 2015 teve expressão, em primeiro lugar, ao nível dos títulos de dívida (3,3 mil M€), refletindo as emissões mensais ocorridas, ao nível dos Certificados de Aforro e do Tesouro (2,1 mil M€), os quais são considerados depósitos para efeitos estatísticos, e também

<sup>7</sup> A definição de dívida na ótica de Maastricht difere do conceito dívida direta do Estado devido aos seguintes aspetos: i. diferenças de delimitação do setor - a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui 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.

<sup>8</sup> De acordo com informação do IGCP, em janeiro de 2015 as flutuações cambiais terão contribuído para o aumento mensal do stock da dívida direta do Estado em euros de cerca de 1580 M€. Em 2014, o aumento do stock da dívida por este efeito foi de 2300 M€.

dos empréstimos, essencialmente devido à variação cambial dos empréstimos do FMI (Gráfico 12).

**Gráfico 12 – Variação da dívida em janeiro de 2015, por instrumento**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Na rubrica “depósitos” incluem-se os Certificados do Tesouro e de Aforro (exceto a capitalização).

### Desenvolvimentos recentes no âmbito do Semestre Europeu de 2015

No final de fevereiro, completou-se mais uma etapa do ciclo do Semestre Europeu de 2015. A Comissão Europeia publicou os Relatórios Individuais por País (RIP), de análise das políticas económicas dos 27 Estados-Membros da UE e do conjunto da área do euro, antecipando a sua data de divulgação em cerca de três meses. Nos ciclos anteriores do Semestre Europeu, estas análises eram habitualmente disponibilizados em maio/junho, conjuntamente com as Recomendações Específicas por País (REP). Com esta antecipação a Comissão Europeia pretende alargar o tempo disponível para discutir o Relatório com os Estados-Membros e os restantes intervenientes no processo, antes da apresentação dos Programas Nacionais de Reformas e da finalização das REP.

Simultaneamente, foram publicadas as Apreciações Aprofundadas realizadas ao abrigo do Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos (PDM) para 16 Estados-Membros, incluindo Portugal, que tinham sido anunciadas pela Comissão Europeia no Relatório do Mecanismo de Alerta de 2015, divulgado em novembro passado. Estas análises têm por objetivo avaliar se existem efetivamente desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos nos países sinalizados e foram agora integradas nos RIP.

Recorde-se que Portugal não tinha sido anteriormente alvo de análise neste enquadramento por se encontrar sob o Programa de Assistência Económica e Financeira, sendo portanto a primeira vez que integra o exercício de avaliação do Semestre Europeu desde o seu início e, nesse contexto, o PDM, em paralelo com a avaliação pós-programa.

Nos RIP encontra-se também a avaliação do progresso alcançado na implementação das REP emitidas no âmbito do Semestre Europeu de 2014. Estas Recomendações consistem num aconselhamento político adaptado à situação de cada Estado-Membro com base nas prioridades identificadas no Relatório Anual do Crescimento e na informação sobre os planos estratégicos, recebida em abril de cada ano.

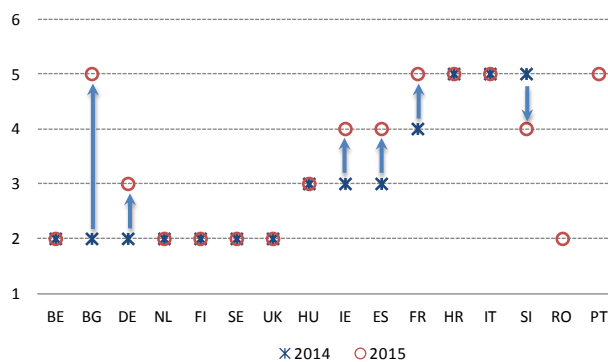
Recorde-se também que Portugal foi plenamente integrado no Semestre Europeu de 2014 após o termo do Programa de

Assistência Económica e Financeira. Neste contexto, a Comissão Europeia emitiu, em junho de 2014, REP para Portugal, para o período 2014-2015, que são agora objeto de avaliação.

### Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos: resultado das Apreciações Aprofundadas por País

A partir das análises realizadas, a Comissão Europeia concluiu existirem desequilíbrios nos 16 Estados-Membros analisados (Gráfico 13). No caso de Portugal, foi identificada uma situação de desequilíbrios excessivos que requer acompanhamento específico e atuação política decisiva. Esta classificação corresponde ao nível 5, numa escala que ordena de 1 a 6 a situação de cada país, correspondendo o nível 1 à ausência de desequilíbrio e o nível 6 a uma situação de desequilíbrios excessivos e à ativação do Procedimento dos Desequilíbrios Excessivos. No mesmo patamar de desequilíbrios excessivos atribuído a Portugal, foram identificados quatro outros Estados-Membros: Croácia, Bulgária, França e Itália. É de salientar, no entanto, que para a França e a Croácia a Comissão anunciou que decidirá em maio a possível ativação do Procedimento dos Desequilíbrios Excessivos, após a análise dos respetivos Programas Nacionais de Reformas e de outras reformas estruturais que possam ser entretanto anunciadas. Para os restantes Estados-Membros analisados foram identificadas situações de Desequilíbrios, de níveis diversos. Face ao PDM de 2014, em que 14 países foram sujeitos a Apreciações Aprofundadas<sup>9</sup>, cinco Estados-Membros registaram um agravamento do nível de Desequilíbrios Macroeconómicos e que apenas um reduziu o grau de Desequilíbrios Macroeconómicos, na avaliação realizada pela Comissão Europeia.

**Gráfico 13 – Resultados das Apreciações Aprofundadas por País**



Fonte: Comissão Europeia. | Nota: A classificação atribuída no âmbito do Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos é constituída pelos seguintes seis níveis: 1 – Sem desequilíbrio, 2 – Desequilíbrios, que requerem acompanhamento e atuação política, 3 – Desequilíbrios, que requerem acompanhamento e atuação política decisiva, 4 – Desequilíbrios, que requerem acompanhamento específico e atuação política decisiva, 5 – Desequilíbrios excessivos, que requerem acompanhamento específico e atuação política decisiva, 6 – Desequilíbrios excessivos, que requerem atuação política decisiva e a ativação do Procedimento de Desequilíbrios Excessivos.

Concretamente, no caso específico de Portugal a Comissão Europeia concluiu que apesar do progresso substancial alcançado durante o Programa, quer em termos de ajustamento económico quer em termos de políticas, subsistem em Portugal riscos importantes que sustentam a classificação de desequilíbrio excessivo atribuída. De acordo

<sup>9</sup>Em 2014 Portugal e Roménia não participaram no Semestre Europeu e no PDM, por estarem, respetivamente, sob Programa de Assistência Financeira e Programa Cautelar.

com o comunicado emitido pela Comissão Europeia<sup>10</sup>, estes riscos estão relacionados com os elevados níveis de endividamento registados quer no plano interno quer na vertente externa, e em vários setores da economia, que requerem uma atenção acrescida. Para além deste aspeto, a Comissão salienta também a existência de fortes pressões de desalavancagem, tendo em conta o baixo crescimento da economia, a baixa inflação e o elevado nível de desemprego.

A tabela que se segue (Tabela 11) apresenta o painel de indicadores do PDM, utilizado para monitorização dos desequilíbrios macroeconómicos internos, dos desequilíbrios externos e da competitividade externa. Para a identificação de uma situação de desequilíbrio macroeconómico, a leitura daqueles indicadores não é, contudo, realizada de forma automática, sendo a sua análise complementada com outra informação relevante.

**Tabela 11 – Indicadores do painel de avaliação do Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos para Portugal**

		Uniares	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Desequilíbrios e competitividade externos	Saldo da Balança Corrente (% do PIB)	Média de 3 anos	-4%/6%	-10,8	-10,8	-10,9	-8,9	-6,1	-2,5
		p.m.: Nível anual	-	-12,1	-10,4	-10,1	-6,2	-2,0	0,7
	Posição de Investimento Internacional (% do PIB)		-35%	-95,1	-107,9	-104,3	-101,0	-113,8	-116,2
	Taxa de câmbio real efetiva (42 países industrializados - deflatores IHPIC)	Variação (%) (3 anos)	±5% & ±11%	2,0	1,0	-3,1	-3,0	-4,0	-0,6
		p.m.: Variação homóloga (%)	-	0,6	-0,6	-3,1	0,7	-1,6	0,3
	Quota de mercado mundial das exportações	Variação (%) (5 anos)	-6%	-12,6	-8,8	-7,8	-8,9	-15,7	-5,3
	p.m.: Variação homóloga (%)	-	-4,1	0,7	-9,3	0,9	-4,6	7,7	
	Custos unitários do trabalho (ULC)	Variação (%) (3 anos)	9% & 12%	4,5	6,6	4,2	-0,6	-6,0e	-3,0e
		p.m.: Variação homóloga (%)	-	2,8	2,7	-1,2	-2,0	-2,9e	1,9e
Desequilíbrios internos	Preços do Imobiliário Deflacionados (variação homóloga (%))		6%	1,0b	1,0	-1,0	-6,5	-8,3	-2,5
	Fluxo de crédito para o setor privado em % do PIB, consolidado		14%	15,9	5,3	5,3	0,4	-2,7e	-2,4e
	Dívida do setor privado em % do PIB, consolidada		133%	196,2	204,2	201,5	204,2	207,8e	202,8e
	Dívida do Setor das Administrações Públicas em % do PIB		60%	71,7	83,6	96,2	111,1	124,6	128,0
		Média de 3 anos	10%	8,7e	9,3e	10,4e	11,8e	13,6e	15,0
	Taxa de desemprego	p.m.: Nível anual	-	8,5e	10,6e	12,0e	12,9	15,8	16,4
	Passivo total do setor financeiro (variação homóloga (%))		16,50%	4,4	8,9	11,5	-4,6	-3,7	-5,3

Fonte: Comissão Europeia. | Notas: b: quebra de série. e: valor estimado pela Comissão.

No que se refere à vertente externa dos desequilíbrios macroeconómicos, a Comissão Europeia na Apreciação Aprofundada para Portugal conclui que o elevado passivo face ao exterior, evidenciado pela Posição de Investimento Internacional, representa uma das principais fontes de vulnerabilidade da economia portuguesa. A Comissão salienta ainda o facto da melhoria verificada ao nível da balança corrente de Portugal face ao exterior não ser suficiente para contrabalançar as variações negativas da Posição Líquida de Investimento Internacional, que continuou a evidenciar uma deterioração. O reequilíbrio da Posição Líquida de Investimento Internacional através de excedentes sustentados da balança corrente, refere a Comissão, não só deverá demorar algum tempo a concretizar-se como também exigirá um crescimento económico mais dinâmico, um maior volume de exportações e uma maior atratividade para o investimento direto estrangeiro.

Em termos de competitividade, a Comissão faz referência à melhoria da competitividade externa e da capacidade de exportação da economia Portuguesa verificada nos últimos anos, decorrente de uma melhoria da eficiência em termos de custos e da melhoria da qualidade dos bens exportados.

Contudo, a Comissão alerta para a necessidade de se alcançarem melhorias adicionais no que concerne aos custos, num contexto de baixa inflação, que podem ser dificultadas pelo facto de persistirem ineficiências e rigidez ao nível no mercado interno.

Na vertente dos desequilíbrios macroeconómicos internos, a Comissão destaca o elevado nível de endividamento das empresas não financeiras como uma das principais fontes de vulnerabilidade da economia portuguesa. O elevado endividamento deste setor, salienta a Comissão, constitui um entrave à rentabilidade das empresas, pode comprometer o investimento e o crescimento e ainda gerar riscos sobre o balanço dos bancos e a estabilidade financeira, devido à sua exposição ao setor não financeiro através de empréstimos concedidos.

Relativamente à dívida pública, a Comissão enfatiza que embora esta seja sustentável, a materialização de um conjunto de choques adversos e plausíveis, no que se refere ao crescimento do PIB nominal, à taxa de juro e ao esforço orçamental, pode deteriorar consideravelmente a dinâmica da dívida. Uma trajetória insustentável para a dívida pública, alerta a Comissão, teria efeitos consideravelmente adversos na economia Portuguesa e poderia também gerar um efeito de contágio negativo sobre outros Estados-Membros, por via do seu efeito sobre a perceção de risco soberano. A Comissão adverte ainda para a elevada pressão que o atual nível de dívida pública em Portugal coloca sobre as finanças públicas e enfatiza que a disciplina orçamental e a adoção de reformas estruturais que promovam o crescimento são necessárias para preservar a sustentabilidade e alcançar uma redução significativa da dívida.

Relativamente ao mercado de trabalho, a Comissão Europeia destaca o facto da taxa de emprego se encontrar significativamente abaixo da registada em 2008. Na avaliação da Comissão, existe o risco da taxa de desemprego vir a estabilizar em níveis elevados, reduzindo o crescimento potencial da economia, com efeito negativo sobre a pobreza e a exclusão social.

### Próximas etapas do Semestre Europeu de 2015

Os RIP e para a área do euro, incluindo as conclusões da Comissão relativas às Apreciações Aprofundadas no âmbito da vigilância exercida pelo PDM, foram apresentados pela Comissão Europeia e discutidos na reunião do Conselho do ECOFIN de 10 de março. Na sequência desta reunião, a Senhora Ministra de Estado e das Finanças declarou não considerar necessária a aplicação novas medidas em Portugal para assegurar o cumprimento da meta orçamental de 2015, afirmando que estaria disponível para ajustar a estratégia orçamental caso tal se venha a revelar necessário. Os Relatórios produzidos ao abrigo do Semestre Europeu serão também apresentados e discutidos na reunião do Conselho Europeu de 19 e 20 de março, concluindo a primeira fase do Semestre Europeu de 2015.

No decorrer do mês de março, a Comissão Europeia realizará reuniões bilaterais com os Estados-Membros para discutir os Relatórios de cada país. Em meados de abril os Estados-Membros apresentam dos Programas Nacionais de Reformas, onde definem as prioridades em matéria de reformas estruturais, assim como os respetivos Programas de Estabilidade/Convergência, com os objetivos orçamentais de

<sup>10</sup> [European Semester 2015: College decisions](#), de 25 de fevereiro.



médio prazo. Com base nestes elementos, a Comissão apresentará, em maio, as REP para 2015-2016, com a identificação das principais prioridades a enfrentar por cada Estado Membro. Estas Recomendações serão discutidas pelo Conselho Europeu no final de junho. O Semestre Europeu de 2015 ficará concluído em julho com a adoção formal daquelas Recomendações pelo Conselho.

Para países em situação de desequilíbrio macroeconómico excessivo, como é o caso de Portugal, o PDM prevê que a Comissão realize um acompanhamento específico da implementação das reformas. Neste contexto, a Comissão deverá realizar missões técnicas adicionais junto de Portugal e reportar ao Conselho do ECOFIN, encontrando-se prevista a realização de dois exercícios desta natureza, um no outono e outro no inverno.

#### **Avaliação de progresso na implementação das REP emitidas no contexto do Semestre Europeu de 2014**

A primeira recomendação específica para Portugal emitida no âmbito do Semestre Europeu de 2014 encontra-se diretamente relacionada com questões de natureza orçamental, especificando o seguinte:

Recomendação n.º 1: “Aplicar as medidas de consolidação orçamental necessárias para 2014, a fim de atingir os objetivos orçamentais e evitar a acumulação de novos pagamentos em atraso. Relativamente ao ano de 2015, aplicar uma estratégia orçamental revista, a fim de reduzir o défice para 2,5 % do PIB, em sintonia com a meta fixada na recomendação formulada no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos, procedendo simultaneamente ao necessário ajustamento estrutural. Substituir as medidas de consolidação consideradas inconstitucionais pelo Tribunal Constitucional por medidas de dimensão e qualidade análogas, o mais rapidamente possível. A correção da situação de défice excessivo deverá ser efetuada de uma forma sustentável e favorável ao crescimento, limitando o recurso a medidas extraordinárias/temporárias. Após a correção da situação de défice excessivo, prosseguir o ajustamento estrutural anual programado no sentido do objetivo a médio prazo, em conformidade com o requisito de um ajustamento estrutural anual de, pelo menos, 0,5% do PIB, e superior em períodos favoráveis, e assegurar que a regra relativa à dívida seja cumprida a fim de colocar o elevado rácio da dívida geral numa trajetória sustentável. Dar prioridade à consolidação orçamental baseada nas despesas e aumentar a eficiência e qualidade das despesas públicas. Manter um controlo rigoroso das despesas da administração central, regional e local. Prosseguir com a reestruturação das empresas públicas. Desenvolver até ao final de 2014 novas medidas abrangentes que integrem a reforma das pensões em curso, destinadas a melhorar a sustentabilidade a médio prazo do sistema de pensões. Controlar o crescimento das despesas de saúde e prosseguir com a reforma hospitalar. Examinar o regime fiscal e torná-lo mais favorável ao crescimento. Continuar a melhorar o controlo do cumprimento das obrigações fiscais e a luta contra a evasão fiscal mediante o aumento da eficiência da administração fiscal. Reforçar o sistema de gestão das finanças públicas finalizando e aplicando rapidamente a abrangente reforma da Lei de Enquadramento Orçamental até ao final de 2014. Garantir o cumprimento rigoroso da Lei dos compromissos e

pagamentos em atraso. Aplicar eficazmente tabelas únicas de salários e suplementos no setor público a partir de 2015.”

Avaliação: Portugal realizou, em termos globais, **alguns progressos** relativamente a esta primeira recomendação (esta avaliação global não inclui uma avaliação da conformidade com o Pacto de Estabilidade e Crescimento):

- **Alguns progressos** em matéria de medidas orçamentais estruturais.
- **Progressos limitados** no desenvolvimento de novas medidas abrangentes no quadro da reforma em curso do sistema de pensões, embora com **alguns progressos** nas reformas hospitalares.
- **Alguns progressos** na revisão do sistema fiscal. Foram adotadas as reformas do IRS, da fiscalidade verde e as medidas adicionais associadas à reforma do IRC. Observaram-se novos progressos na operacionalização do sistema de faturas eletrónicas, na reforma da administração fiscal e noutras medidas de combate à fraude anunciadas no OE/2015.
- **Alguns progressos** no reforço do quadro orçamental. A reforma da Lei de Enquadramento Orçamental encontra-se prevista para o 1.º trimestre de 2015. A revisão da Lei dos Compromissos e Pagamentos em Atraso foi aprovada em janeiro, reforçando uma vez mais o controlo orçamental.
- **Alguns progressos** na aplicação de tabelas únicas de salários e suplementos. A Lei da Tabela Remuneratória Única foi publicada em setembro de 2014 e deveria ser aplicada a partir de janeiro de 2015. O Decreto-Lei sobre a Tabela Única de Suplementos está em fase de preparação.

As restantes recomendações versam sobre outras questões, que se relacionam de forma mais indireta com matérias orçamentais. A avaliação detalhada de todas as recomendações encontra-se disponível no [Anexo A do RIP](#) de Portugal para 2015.