

### Condições de mercado

1 Em junho, o sentimento nos mercados financeiros continuou a ser marcado pelas expectativas sobre a evolução da política monetária nos EUA. A Reserva Federal dos EUA comunicou, na reunião do Comité de Política Monetária (FOMC) a 19 de junho, que irá continuar o programa de aquisição de ativos financeiros ainda que se encontre preparada para diminuir o ritmo de compras. B. Bernanke acrescentou ainda que a moderação do ritmo de compras deverá ocorrer no final deste ano, se as condições económicas forem consistentes com a previsão da Reserva Federal, i.e., se a taxa de desemprego se encontrar em níveis desejáveis (abaixo dos 6,5%) e a taxa de inflação permanecer abaixo dos 2,5%.<sup>1</sup> A redução das compras, por parte da Reserva Federal, deverá continuar progressivamente até meados do próximo ano. A antecipação da remoção do caráter acomodaticio da política monetária nos EUA tem contribuído para o aumento da volatilidade nos mercados de capitais, em vários países.

2 Neste contexto, as taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública aumentaram significativamente em junho, quer na área do euro quer nos EUA. Em termos médios e em relação ao mês de maio, as taxas de rendibilidade das obrigações com maturidade a 10 anos aumentaram 0,4 p.p., nos EUA e 0,3 p.p. na Alemanha. Os mercados de países periféricos da área do euro foram também penalizados, para o que terão contribuído, i) os receios sobre a continuidade do programa do BCE de Transações Monetárias Definitivas (OMT na sigla inglesa), perante a avaliação do Tribunal Constitucional alemão sobre a participação da Alemanha neste programa, e ii) a divulgação dos resultados da avaliação ao programa de assistência financeira da Grécia pelo FMI, sugerindo que a reestruturação de dívida pública deveria ter sido antecipada e gerando receios sobre a possibilidade de reestruturação de dívida nos países sob programas de assistência financeira. O diferencial face à Alemanha aumentou na maioria dos países da área do euro, interrompendo a tendência de estreitamento dos últimos meses (Tabela 1). Em Espanha, foi divulgada a conclusão da 3.ª avaliação do programa de assistência financeira para a recapitalização das instituições financeiras, que se mantém dentro do previsto.

Tabela 1 – Diferenciais de taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública a 10 anos face à Alemanha (em pontos percentuais)

	31-Dez-09	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	30-Abr-13	31-Mai-13	28-Jun-13	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	0,7	3,6	11,0	5,6	4,5	4,0	4,7	0,6	-0,9
Itália	0,8	1,8	5,2	3,2	2,7	2,7	2,8	0,2	-0,4
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,9	2,9	2,9	3,0	0,1	-0,9
Irlanda	1,5	6,1	-	-	2,3	2,2	2,3	0,1	-
França	0,2	0,4	1,3	0,7	0,5	0,6	0,6	0,0	-0,1
Bélgica	0,3	1,0	2,2	0,7	0,7	0,7	0,9	0,2	0,2

Fonte: IGCP

3 Na reunião de 21 de junho, o Eurogrupo aprovou as extensões de maturidades dos empréstimos a Portugal e à Irlanda, no âmbito do programa de assistência financeira. O Eurogrupo decidiu também sobre a recapitalização bancária através do Mecanismo Europeu de Estabilidade. O Conselho da UE decidiu, no final de junho, sobre o fundo de resolução bancária e os novos requisitos de capital bancário. Os pilares definidos pelo Conselho da UE para a união bancária incluem a criação de um mecanismo único de supervisão, mecanismo único de resolução e a possibilidade de recapitalização bancária através do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE). Neste contexto, o Eurogrupo decidiu, na reunião de 21 de junho, sobre alguns aspetos operacionais da utilização do MEE como instrumento de recapitalização bancária.<sup>2</sup> Em relação ao fundo de resolução, a decisão do Conselho, na reunião do ECOFIN a 27 de junho, estabelece um enquadramento comum a todas as autoridades nacionais no caso de um evento de falência bancária, com vista a minimizar o custo aos contribuintes.<sup>3</sup> A 20 de junho, o Conselho da UE adotou a transposição dos requisitos de capital previstos na regulação de Basileia III, para a legislação europeia.

4 Em junho, verificaram-se quedas nos índices acionistas e a apreciação do euro face ao dólar. Os preços dos principais mercados acionistas diminuíram em junho, registando-se um desempenho mais negativo nos mercados europeus e emergentes. O índice *Eurostoxx 50* diminuiu 6,4 %, em relação ao final de maio, enquanto o *Dow Jones Industrials* diminuiu 1,4% e o índice *Nikkei* 0,7%. O índice *Morgan Stanley Capital International* para o grupo de países BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) diminuiu 5,3%. Para esta evolução contribuiu a decisão do banco central da China de restringir a liquidez ao sistema bancário local, com o objetivo de limitar a concessão de crédito, gerando receios quanto a uma desaceleração mais acentuada do crescimento económico. O euro apreciou-se em relação ao dólar e à libra esterlina, tendo-se depreciado em relação ao iene e ao franco suíço.

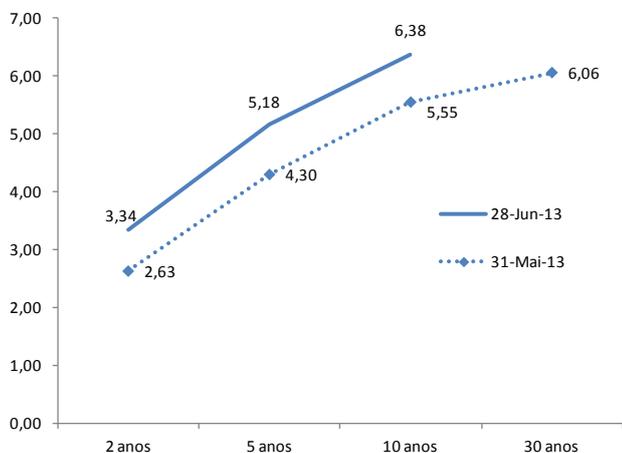
<sup>2</sup> Com base no documento "ESM direct bank recapitalisation instrument – main features of the operational framework and way forward". O MEE poderá, a pedido de um membro, proceder à recapitalização direta de uma instituição que cumpra um conjunto de requisitos: i) o país membro do MEE não esteja em condições de concretizar a assistência financeira em pleno sem consequências muito negativas sobre a sua sustentabilidade orçamental, ou sobre o acesso aos mercados por parte do país; ii) a assistência financeira é indispensável para garantir a estabilidade financeira da área do euro ou de um Estado-membro; iii) a instituição está em incumprimento dos requisitos de capital estabelecidos pelo BCE – enquanto entidade supervisora – e é incapaz de atrair capital suficiente de fontes privadas para resolver os seus problemas de capital; iv) a instituição tem uma relevância sistémica, ou coloca séria ameaça à estabilidade financeira da área do euro ou do Estado-membro. O MEE estabeleceu um limite *ex ante* de 60 mil M€ à assistência financeira neste âmbito, para limitar os riscos potenciais a assumir e garantir uma capacidade suficiente, deixando, contudo, em aberto futuras revisões deste limite. A estrutura de recapitalização que definida deverá garantir que os investidores privados sejam os primeiros a contribuir e poderá também ser solicitada uma contribuição aos Estados-membros, em parceria com o MEE.

<sup>3</sup> Em particular, a decisão inclui medidas de *bail-in*, isto é, requer-se a imposição de perdas dos acionistas e credores da instituição em falência, no montante mínimo de 8% do total do passivo e capital próprio, antes de qualquer processo de recapitalização por parte das autoridades. Nestas perdas existem exceções, tais como os depósitos cobertos pela garantia de depósito (abaixo do limite de 100 mil €), e outras deixadas ao critério das autoridades. A contribuição do fundo de Resolução não deverá exceder 5% do total dos passivos da instituição em falência.

<sup>1</sup> Em junho, a taxa de desemprego situou-se em 7,6%, e a taxa de inflação, que serve de referência para as decisões de política monetária (o índice *Personal Consumption Expenditure*), situou-se em 1,9% em 2012 e em 2,6% no primeiro trimestre de 2013.

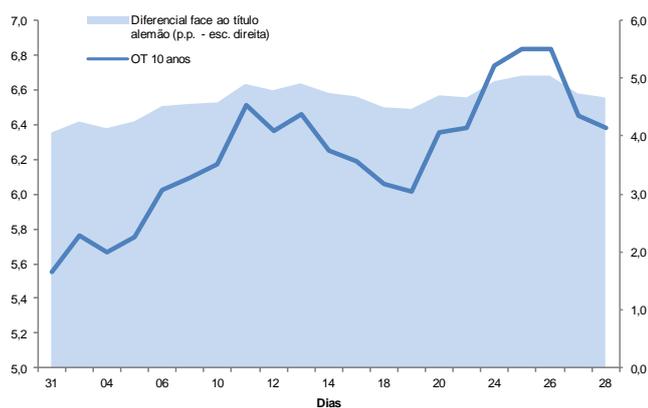
5 No mercado português, a curva de rendimentos dos títulos governamentais portugueses registou um movimento de subida. Em relação ao final de maio, a taxa de rentabilidade a 2 anos aumentou 0,7 p.p. e a 10 anos 0,8 p.p.. O diferencial a 10 anos face ao título alemão aumentou cerca de 0,6 p.p. (para 4,7 p.p.) (Gráfico 1 e Gráfico 2).

Gráfico 1 – Curva de rendimentos dos títulos benchmark da dívida pública (em percentagem)



Fonte: IGCP

Gráfico 2 – Evolução diária em junho da taxa de rentabilidade a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP

6 Já em julho, registou-se elevada volatilidade nos mercados financeiros da área do euro, em particular na sequência da incerteza política em Portugal, motivando decisões de agências de rating. Neste contexto, a agência de notação de crédito *Standard&Poor's* (S&P's) reviu em baixa o *outlook* para a notação de crédito da República Portuguesa de estável para negativo. Esta decisão poderá preceder uma descida da notação de crédito da dívida soberana portuguesa, no caso de se verificar que a incerteza política retarda o processo de ajustamento orçamental e dificulta o apoio dos credores oficiais internacionais, incluindo a UE e o FMI. A S&P's procedeu também à redução da notação de crédito da dívida da Itália, de BBB+ para BBB, considerando que a contração económica poderá agravar-se e que existe uma disfunção do mecanismo de transmissão monetária.<sup>4</sup> Em sentido contrário, a S&P's reviu o *outlook* da

<sup>4</sup> Esta disfunção do mecanismo de transmissão monetária traduz-se, de acordo com a S&P's, em taxas de juro reais dos empréstimos concedidos a sociedades

divida da Irlanda, de estável para positivo, refletindo a perspetiva de cumprimento dos objetivos orçamentais e de dívida pública mais cedo do que a anterior previsão.

7 O FMI apresentou uma revisão em baixa das perspetivas de crescimento, de acordo com a atualização do *World Economic Outlook*. Para a área do euro, a perspetiva de variação do PIB em 2013 é de -0,6% (-0,4% nas previsões de abril), perante a revisão em baixa das perspetivas para a Alemanha (de crescimento económico de 0,3%), França (contração do PIB de -0,2%) e Itália (contração de -1,8%). Para Espanha, o FMI prevê o adiamento do crescimento económico, antes previsto para 2014 (previsão revista considera -1,6% para 2013, sem alteração face à anterior, e 0% para 2014). Em 2014 o PIB da área do euro deverá aumentar 0,9% (0,1 p.p. abaixo da previsão anterior).

#### Dívida direta do Estado <sup>5</sup>

8 O stock da dívida direta do Estado aumentou, em maio, 1,6% em termos mensais e 4,7% em termos homólogos. A dívida direta do Estado fixou-se no final de maio em 203 473 M€ (Tabela 2). Em termos de composição, e em relação a abril, o maior aumento verificou-se na dívida titulada de médio e longo prazo, para o que terá contribuído a emissão de obrigações a 10 anos. A evolução da dívida referente ao programa de assistência financeira refletiu, em maio, o desenvolvimento favorável a Portugal da taxa de câmbio. Em relação a dezembro, o aumento da dívida foi essencialmente composto por dívida titulada, em particular de médio e longo prazo, e pelo programa de assistência financeira.

Tabela 2 – Dívida Direta do Estado (stock em final de período, em milhões de euros)

	Mai-12	Dez-12	Abr-13	Mai-13	Variação (%)		
					mensal	homóloga	peso (%)
<b>Titulada</b>	125 132	119 840	124 124	127 409	2,6	1,8	62,6
Curto prazo	18 562	24 360	26 263	26 554	1,1	43,1	13,1
Médio e longo prazo	106 570	95 479	97 861	100 855	3,1	-5,4	49,6
<b>Não titulada</b>	13 643	11 612	11 609	11 646	0,3	-14,6	5,7
Cert. Aforro	10 293	9 669	9 691	9 722	0,3	-5,5	4,8
Cert. do Tesouro	1 374	1 416	1 403	1 398	-0,4	1,7	0,7
Outra	1 977	527	516	526	2,1	-73,4	0,3
Assist. Financeira	55 587	63 013	64 456	64 418	-0,1	15,9	31,7
<b>Total</b>	<b>194 362</b>	<b>194 466</b>	<b>200 191</b>	<b>203 473</b>	<b>1,6</b>	<b>4,7</b>	<b>100,0</b>
Por memória:							
Transaccionável	120 606	115 280	118 918	121 723	2,4	0,9	59,8
Não Transaccionável	73 756	79 185	81 272	81 750	0,6	10,8	40,2
Euro	172 375	171 391	176 551	179 885	1,9	4,4	88,4
Não euro	21 987	23 075	23 640	23 588	-0,2	7,3	11,6

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.

9 No âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, foi desembolsada a 8.ª tranche do empréstimo concedido pelo FMI. A 14 de junho, a República Portuguesa recebeu 658 M€ (valor de encaixe) provenientes do FMI, com maturidade média de 7,25 anos e maturidade final de 10 anos. Este desembolso corresponde à 8.ª tranche do empréstimo acordado em 2011. Em termos acumulados, os valores recebidos do FMI totalizam 22 821 M€, cerca de 83% do total previsto (Tabela 3). Apesar da conclusão da 7.ª avaliação regular efetuada no âmbito do PAEF, não foram ainda desembolsadas as tranches da UE (prevê-se que sejam cerca de 1,8 mil M€).

não financeiras do setor privado substancialmente acima do nível observado antes da crise financeira, apesar do hiato do produto ser positivo e do caráter acomodaticio da política monetária do BCE.

<sup>5</sup> A dívida direta do Estado é um subconjunto da dívida das administrações públicas na ótica de *Maastricht* e utiliza critérios diferentes.

**Tabela 3 – Desembolsos no âmbito do PAEF**  
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	2011	2012	2013	Total recebido	2013	2014	Total do programa
	Executado	Executado	Até 30-Jun		Previsto*	Previsto*	
<b>TOTAL</b>	<b>34,2</b>	<b>27,5</b>	<b>2,3</b>	<b>64,0</b>	<b>9,9</b>	<b>7,9</b>	<b>79,5</b>
FMI	13,1	8,2	1,5	22,8	3,4	2,7	27,4
U.E.	21,1	19,3	0,8	41,2	6,5	5,2	52,1
MEEF	14,1	7,9	0,0	22,0	-	-	-
FEFF	7,0	11,3	0,8	19,2	-	-	-

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (\*) Previsão que consta no relatório da comissão europeia "The Economic Adjustment Programme for Portugal: Seventh Review"; o montante total já recebido difere do indicado na Tabela 2 por não incluir a margem exigida pelo FEFF acima do seu custo de financiamento, as mais/menos valias e variações cambiais.

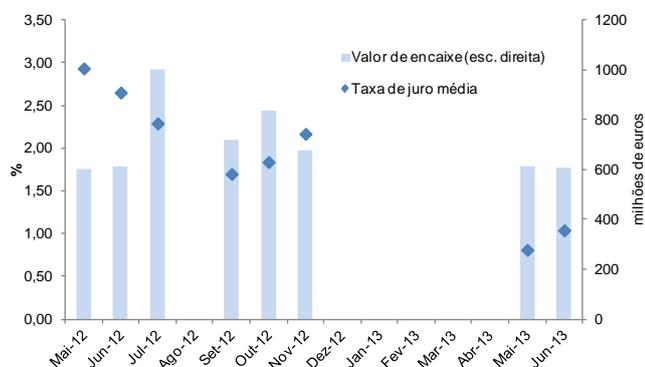
**10 Foram emitidos dois Bilhetes do Tesouro (BT) a 6 e 18 meses.** A 19 de junho foram emitidos dois Bilhetes do Tesouro (Tabela 4, Gráfico 3 e Gráfico 4). As colocações resultaram numa taxa de juro ligeiramente superior à da última operação, contudo abaixo dos níveis observados no ano passado. As taxas médias de colocação foram de 1,04% e 1,6% para os BT com maturidade a 6 e 18 meses, respetivamente.

**Tabela 4 – Emissões brutas de dívida pública em junho**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Dez-13	Dez-14
Maturidade	19-Jun	19-Jun
Data da Transacção	19-Jun	19-Jun
Prazo	6 meses	18 meses
Montante Colocado (M€) <sup>1</sup>	612	1 298
Montante de Procura (M€) <sup>1</sup>	1 122	2 202
Taxa média (%) <sup>2</sup>	1,041	1,603
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	16-Mai-13	20-Mar-13
	0,811	1,506

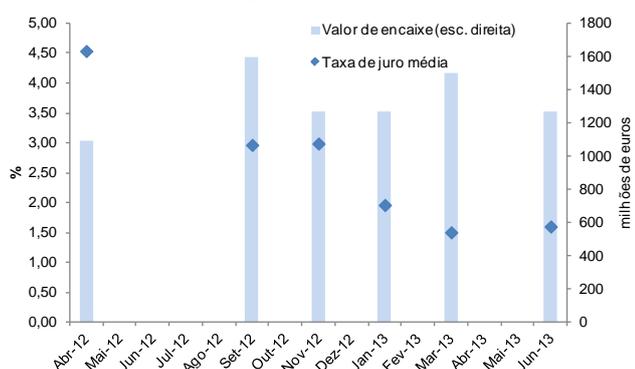
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: 1) Valor nominal, em fase competitiva e não competitiva. 2) Resultado do leilão em fase competitiva.

**Gráfico 3 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 6 meses**  
(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 4 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 18 meses**  
(em percentagem e em milhões de euros)

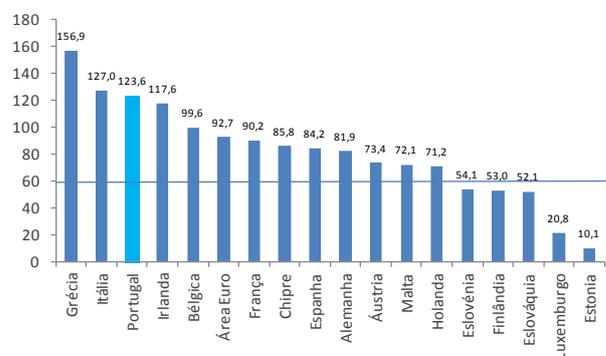


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

## Sustentabilidade orçamental na área do euro

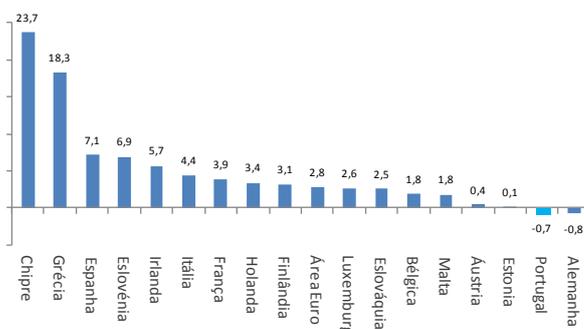
**11 No contexto da área do euro, Portugal apresentou em 2012 um dos maiores rácios de dívida pública em percentagem do PIB.** Segundo a Comissão Europeia, o rácio da dívida pública em percentagem do PIB atingiu os 123,6% em Portugal em 2012. Dos países pertencentes à área do euro, Portugal foi, depois da Grécia (156,9%) e da Itália (127,0%), o país com maior nível de dívida pública. Ao invés, a Estónia (10,1%) e o Luxemburgo (20,8%) foram os que apresentaram um menor rácio de dívida pública/PIB (Gráfico 5). Relativamente ao objetivo estipulado no tratado de Maastricht para o nível de dívida (60% do PIB), todos os países o ultrapassam com exceção da Estónia, do Luxemburgo, da Eslovénia, da Eslováquia e da Finlândia. Apenas Portugal (-0,7% PIB) e Alemanha (-0,8% PIB) perspetivam, nas suas respetivas atualizações do Programa de Estabilidade e de Convergência (PEC), uma redução deste rácio em 2013.<sup>6</sup> Por último, é projetado um acréscimo significativo no caso da Grécia (18,3%) e Chipre (23,7%) (Gráfico 5).

**Gráfico 5 – Níveis de dívida pública em 2012**  
(em percentagem do PIB)



Fonte: Comissão Europeia.

**Gráfico 6 – Variação esperada da dívida em 2013**  
(em pontos percentuais do PIB)



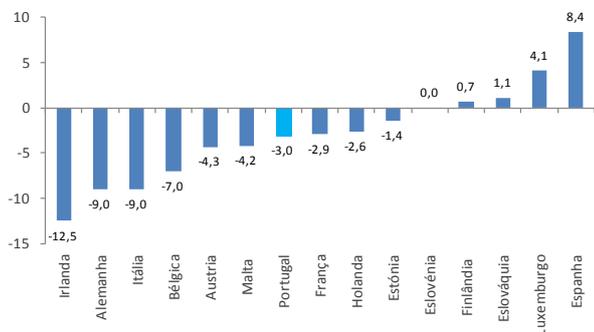
Fontes: Comissão Europeia (Programas de Estabilidade e de Convergência de 2013) e cálculos da UTAO.

**12 No período 2013-2016, projeta-se uma redução da dívida pública em Portugal, bem como na maioria dos países da área do euro.** Os países da área do euro perspetivam, em geral, nos seus respetivos Programas de Estabilidade e de Convergência, uma redução da dívida pública até 2016, com exceção de Espanha e Luxemburgo. No caso de Portugal, prevê-se uma diminuição de -3,0 p.p. do PIB até 2016 (Gráfico 7). Apesar da consolidação orçamental contribuir

<sup>6</sup> No fim do 1º trimestre a dívida pública portuguesa fixou-se em 127,1% do PIB. A redução da dívida até ao final do ano estará dependente da concretização de operações pontuais relacionadas com ativos financeiros, uma vez que as necessidades líquidas de financiamento decorrentes do défice orçamental contribuem para o aumento da dívida pública.

para o decréscimo do rácio da dívida pública através da melhoria do saldo primário, o comportamento da dívida pública estará dependente, em grande medida, do efeito dinâmico, ou seja, da evolução do produto nominal e da taxa de juro (vulgo efeito “bola de neve”) e do ajustamento défice-dívida.

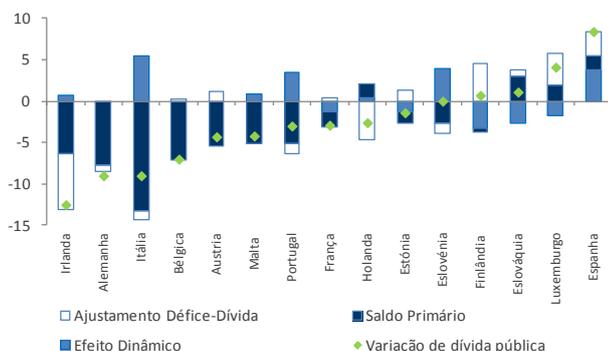
**Gráfico 7 – Projeção da variação de dívida 2013-2016**  
(em pontos percentuais do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (Programas de Estabilidade e de Convergência de 2013) e cálculos da UTAO.

**13 Na área do euro, em geral, perspetiva-se que a redução da dívida pública no período 2013-2016 venha a dever-se, sobretudo, ao contributo do saldo primário.** Segundo os vários Programas de Estabilidade e de Convergência regista-se que, em países como Portugal, Bélgica, Itália, Alemanha e Áustria, a evolução do saldo primário é o maior determinante para a redução do rácio de dívida pública/PIB (Gráfico 8). Por outro lado, para a maioria dos países da área do euro, o efeito dinâmico tem um contributo negativo ou nulo. Saliente-se que, este último efeito tem um peso muito significativo no caso português, espanhol e italiano uma vez que ambos os países enfrentam taxas de juro elevadas e embora se perspetive uma regularização no acesso aos mercados, este deverá ocorrer a taxas ainda elevadas quando comparadas com o período anterior à crise. Por último, perspetiva-se que o ajustamento défice-dívida venha a ter um contributo pouco significativo para a variação da dívida pública na área do euro, embora este contributo seja bastante diferenciado dependendo do país em análise. Nomeadamente, em Espanha, o ajustamento défice-dívida deverá ser uma das principais razões para o aumento da dívida pública. Tal deve-se ao apoio financeiro do setor público ao setor financeiro. No caso finlandês, também o ajustamento défice-dívida deverá ter um contributo negativo, uma vez que se prevê um acréscimo de responsabilidades associado ao sistema de pensões.

**Gráfico 8 – Variação de dívida entre 2013 e 2016 decomposição por efeitos**  
(em pontos percentuais do PIB)



Fontes: Programas de estabilidade e de convergência de 2013 e cálculos da UTAO.

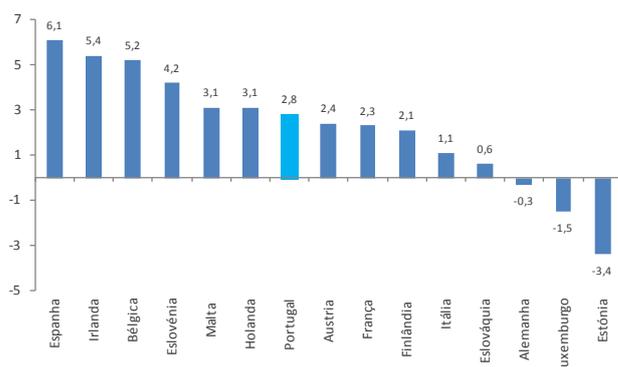
**14 A sustentabilidade das finanças públicas na área do euro implicará um esforço orçamental significativo.** A avaliação geral dos riscos a que os Estados-membros estão sujeitos em termos de sustentabilidade de longo prazo é usualmente baseada em indicadores específicos. Entre outros, a Comissão Europeia utiliza o indicador S1 que mede o ajustamento do saldo estrutural primário até 2020 (Gráfico 9) necessário para garantir que a dívida pública se situe no valor máximo de 60% do PIB em 2030.<sup>7</sup> Segundo a Comissão Europeia, para que este objetivo seja alcançado na área do euro, torna-se necessário que o saldo primário estrutural aumente de 1,5% do PIB em 2014 para 3,7% em 2020 e permaneça nesse nível. No caso português, o aumento do saldo primário estrutural terá de ser de 2,8 p.p. face à estimativa da Comissão Europeia para o valor de partida estimado para 2014 (2,3% do PIB) (Tabela 5). Embora este indicador mostre que a dimensão dos ajustamentos orçamentais tenha de ser muito significativa em diversos países (e resultar em excedentes primários igualmente elevados durante quase duas décadas), a Comissão Europeia não deixa de considerar plausível esse objetivo, uma vez que nas últimas três décadas terão existido 14 episódios em economias avançadas de correções do saldo primário estrutural superior a 7 p.p. do PIB.<sup>8</sup>

**Tabela 5 – Tabela síntese de alguns indicadores do PEC/2013**  
(em pontos percentuais do PIB)

Área do Euro	Dívida Pública		Saldo Estrutural Primário		S1	Saldo Estrutural Primário - Objetivo 2020
	2012	2014	2012	2014		
Área do Euro	92,7	96,0	1,0	1,5	2,2	3,7
Bélgica	99,6	102,1	0,4	0,9	5,2	6,1
Alemanha	81,9	78,6	2,8	2,6	-0,3	2,3
Estónia	10,1	9,6	0,3	0,3	-3,4	-3,1
Irlanda	117,6	119,5	-3,7	0,2	5,4	5,6
Espanha	84,2	96,8	-2,5	-2,0	6,1	4,1
França	90,2	96,2	-1,0	0,2	2,3	2,5
Itália	127,0	132,2	4,1	4,9	1,1	6,0
Luxemburgo	20,8	25,2	0,5	0,8	-1,5	-0,7
Malta	72,1	74,9	-1,0	-0,5	3,1	2,6
Holanda	71,2	75,8	-0,7	-0,4	3,1	2,7
Áustria	73,4	73,7	1,1	0,9	2,4	3,3
Portugal	123,6	124,3	0,2	2,3	2,8	5,1
Eslóvenia	54,1	66,5	-0,6	-0,5	4,2	3,7
Eslóvaquia	52,1	56,7	-2,3	-0,5	0,6	0,1
Finlândia	53,0	57,7	0,3	0,5	2,1	2,6

Fontes: Comissão Europeia (Programas de Estabilidade e de Convergência de 2013) e cálculos da UTAO.

**Gráfico 9 – Indicador de sustentabilidade das finanças públicas**  
(caso não haja implementação de novas políticas após 2014)



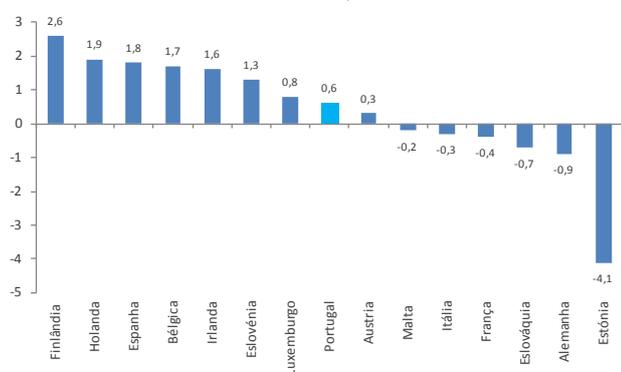
Fonte: Comissão Europeia. | Nota: ajustamento suplementar do saldo estrutural primário até 2020 necessário para garantir que a dívida pública se situe no valor máximo de 60% do PIB em 2030, tendo como base de partida o saldo primário estrutural estimado pela Comissão Europeia para 2014.

<sup>7</sup> O indicador S1 tem em atenção a posição orçamental e o rácio da dívida pública em percentagem do PIB de partida, bem como o custo de longo prazo do envelhecimento da população. Para uma descrição mais detalhada recomenda-se a consulta do [Relatório de Sustentabilidade Orçamental de 2012](#) da Comissão Europeia (capítulo 1.3).

<sup>8</sup> Ver IMF (2010a), "Fiscal monitor - Fiscal exit: from strategy to implementation", Caixa 2.1. *Market Concerns about Advanced Economies and Default Risks*, Washington, DC.

**15 Segundo a Comissão Europeia, a implementação das medidas previstas no Documento de Estratégia Orçamental 2013-2017 assegura a sustentabilidade das finanças públicas portuguesas.** Retomando o ponto anterior (ponto 14), o ajustamento orçamental necessário de forma a garantir a sustentabilidade das finanças públicas varia significativamente de país para país, dependendo do saldo primário estrutural de partida. A Comissão europeia conclui que, mesmo que as políticas definidas nos programas de estabilidade e de convergência sejam implementadas, será necessária uma consolidação orçamental suplementar na Bélgica, Espanha, Luxemburgo, Holanda, Áustria, Eslováquia e Finlândia. Por exemplo, no caso da Finlândia é necessário que o saldo primário estrutural aumente em 2,6% do PIB. Registe-se que, no caso português e segundo a Comissão Europeia, a consolidação orçamental suplementar à estipulada no Programa de Estabilidade e de Convergência de 2013 é pouco significativa (0,6% do PIB) (Gráfico 10).<sup>9</sup>

**Gráfico 10 – Indicador de sustentabilidade das finanças públicas S1**  
(se as políticas discriminadas no PEC forem implementadas entre 2013 e 2017)



Fonte: Comissão Europeia (Programas de Estabilidade e de Convergência de 2013).

<sup>9</sup> No caso português, o Programa de Estabilidade e Convergência está inserido no Documento de Estratégia Orçamental 2013-2017. Para Portugal o acréscimo de saldo primário estrutural terá de ser de 0,6 p.p. do PIB caso as políticas definidas no DEO 2013-2017 sejam implementadas, mas terá de ser de 2,8 p.p. caso não haja implementação dessas medidas.