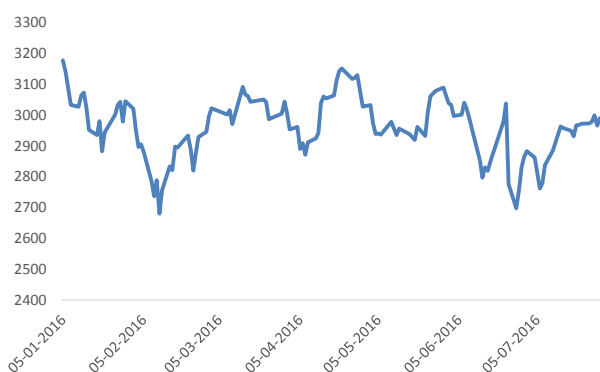


### Condições de mercado

**1 No mês de julho foram parcialmente corrigidos os movimentos de aversão ao risco do mês anterior associados ao resultado do Brexit.** Num contexto de menor aversão ao risco, os principais índices acionistas valorizaram-se, quer nas principais economias quer nas economias periféricas. O Eurostoxx 50 apreciou-se 4,4% face ao final do mês de junho, e o PSI20 registou uma *outperformance* ao apreciar-se 6,6% (Gráfico 1).

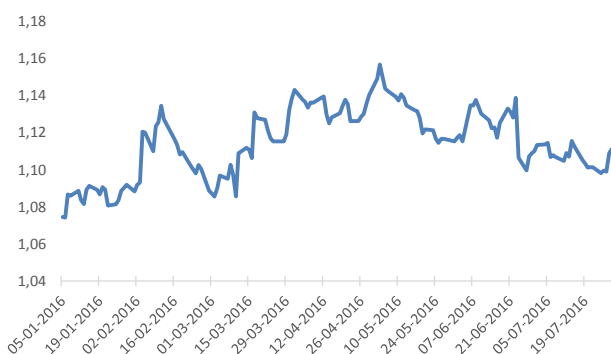
Gráfico 1 – Índice Euro Stoxx 50



Fonte: Yahoo

**2 No mercado cambial observou-se uma apreciação generalizada do euro face às principais divisas.** O euro apreciou-se 2,1% face à libra esterlina, continuando a beneficiar da instabilidade provocada pelos resultados do referendo ao Brexit. Face ao dólar norte-americano a apreciação foi pouco expressiva, de 0,1% em relação ao final do mês de junho (Gráfico 2). Para esta apreciação pouco expressiva contribuiu a manutenção das expectativas sobre a evolução da política monetária nestas economias.

Gráfico 2 – Cotação do euro-dólar  
(1 euro = x dólares)

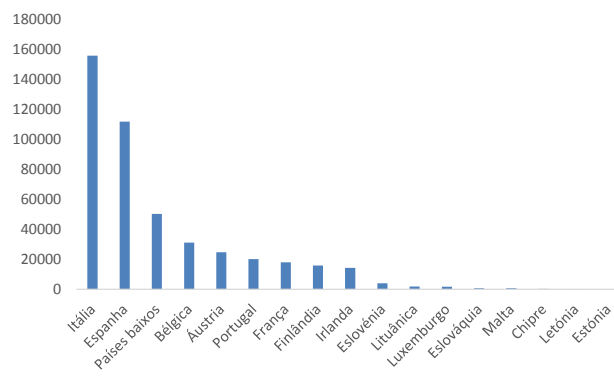


Fonte: BCE

**3 O Banco Central Europeu (BCE) manteve inalteradas as principais taxas de juro, em linha com o esperado.** Na reunião de 21 de julho, o Presidente do BCE, Mario Draghi, reforçou que as taxas de juro deverão permanecer nos atuais níveis ou em níveis mais baixos por um longo período de tempo. Adicionalmente, foi confirmado que o programa de compra de ativos atingirá, mensalmente, 80 mil M€ até ao final de Março de 2017.

**4 No final de julho, o BCE tinha acumulado 954,205 mil M€ de títulos de dívida pública, ao abrigo do programa de compra de ativos do setor público (Public Sector Purchase Programme, PSPP) (Gráfico 3).** O BCE comprou 20,1 mil M€ de dívida portuguesa, desde o início do programa, tendo em julho comprado 959 M€ de dívida, ligeiramente abaixo do valor do mês anterior. A repartição das compras do BCE por emitente deverá respeitar a quota de capital de cada país no capital total do BCE e não deverá ser superior a um terço das emissões de cada país. Em termos de maturidades médias dos títulos comprados, variaram entre 2,13 e 10,07 anos, tendo os títulos portugueses a maturidade média mais elevada.

Gráfico 3 – Repartição de ativos detidos pelo BCE no âmbito do programa PSPP desde o início do programa  
(em milhões de euros)



Fonte: BCE

**5 Para além do programa de compra de títulos de dívida pública, o BCE prosseguiu o programa de compra de títulos de dívida privada, contribuindo para a significativa descida das taxas de rentabilidade dos títulos da EDP, REN, Brisa Concessões Rodoviárias e outras empresas que, embora não diretamente intervencionadas pelo BCE acabaram por beneficiar da pressão da procura do mercado.** Em julho, o BCE interveio no mercado primário participando no grupo de investidores da emissão da EDP que resultou na colocação de 2 mil M€ de dívida com maturidade em 2024, taxa de cupão 1,125% e taxa de rentabilidade de 1,18%. Esta emissão obteve uma das taxas mais baixas de sempre para a empresa. No mercado secundário, os títulos da Brisa chegaram a atingir valores negativos.

**6 A autoridade europeia de supervisão bancária divulgou os resultados dos stress tests aos bancos da UE.** O contexto deste exercício é marcado por um aumento da posição de capital da amostra de 51 bancos da UE para 13,2% do rácio Core Equity Tier 1, no final de 2015, o que representa um aumento de 200 p.b face ao ano anterior e de 200 p.b. face a 2011. O resultado do exercício em cenário adverso revelou a deterioração do rácio de capital para, em média, 9,4% no final de 2018, traduzindo-se numa elevada resiliência do setor bancário. Nenhum banco português foi incluído na amostra.

**7 Na sequência da divulgação dos stress test pela Reserva Federal (Fed) dos EUA e após o FMI ter alertado para o risco que Deutsche Bank poderá representar para a estabilidade financeira mundial, as ações do banco têm descido significativamente de valor.** O Deutsche Bank e o Santander reprovaram no teste anual de stress da Fed, devido a falhas

nos planos de capital e de gestão de risco. Esta notícia terá contribuído para uma nova fuga de investidores do banco alemão.

**8 Na reunião de 27 de julho, o Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) manteve inalterada a política monetária.** Apesar da não alteração da política monetária mantêm-se as expectativas de uma possível subida da taxa de juro até ao final do ano, sobretudo num contexto em que o FOMC assinalou que os riscos para a economia doméstica diminuiriam.

**9 No Reino Unido, surpreendendo a maioria dos participantes do mercado, o Banco de Inglaterra manteve a taxa repo em 0,5% e o montante de compras de ativos de longo prazo em 375 mil milhões de libras,** mas as declarações que acompanharam a decisão reforçaram a ideia de que o Banco de Inglaterra prefere esperar pela publicação do relatório de inflação, no dia 4 de Agosto, para determinar os estímulos a adotar. Na nota de 12 de julho, a Moody's referiu que a economia portuguesa, entre outras, poderá ser mais penalizada com a saída do Reino Unido da União Europeia. De acordo com a agência, a eventual retração no turismo poderá condicionar especialmente país como Chipre, Portugal e Espanha que, adicionalmente, possuem necessidades de financiamento elevadas.

**10 O FMI reviu em baixa as previsões do crescimento económico mundial, dando especial destaque aos possíveis efeitos do Brexit nas economias europeias.** O FMI reviu em baixa a previsão para o crescimento mundial em -0,1 pontos percentuais (p.p.) em 2016 e 2017, para 3,1% e 3,4%, respetivamente (Tabela 1). Esta revisão em baixa resultou da previsão para as economias avançadas. De acordo com o FMI, o resultado do referendo no Reino Unido, favorável ao Brexit, poderá implicar um aumento substancial da incerteza em termos económicos, políticos e institucionais, contribuindo para uma revisão em baixa de 0,2 p.p. do crescimento económico da área do euro em 2017. Para 2016, o crescimento da área do euro foi revisto em alta em 0,1 p.p., com destaque para a França, em grande medida devido ao bom desempenho do 1.º trimestre. Em relação aos EUA, o FMI reviu o crescimento para 2016 em baixa em 0,2 p.p, mas não alterou o de 2017. Para além do impacto na dinâmica económica mundial resultante da turbulência nos mercados e da aversão ao risco, o FMI destaca também os fatores políticos internos nas economias avançadas, a fuga para políticas protecionistas, o problema dos refugiados, tensões geopolíticas e condições climatéricas adversas nalgumas regiões.

**Tabela 1 – Projeções para a taxa de crescimento do PIB real do FMI**  
(taxa de variação anual)

	2015	2016	2017	Variação face às previsões de Abril	
				2016	2017
<b>Economia mundial</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>Economias avançadas</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Área do euro</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>
Alemanha	1,5	1,6	1,2	0,1	-0,4
França	1,3	1,5	1,2	0,4	-0,1
Itália	0,8	0,9	1,0	-0,1	-0,1
Espanha	3,2	2,6	2,1	0,0	-0,2
EUA	2,4	2,2	2,5	-0,2	0,0
Japão	0,5	0,3	0,1	-0,2	0,2
Reino Unido	2,2	1,7	1,3	-0,2	-0,9
<b>Economias de mercado emergentes</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Fonte: FMI

**11 Relativamente aos desenvolvimentos nos mercados obrigacionistas da área do euro, verificou-se uma descida generalizada das taxas de rendibilidade a 10 anos nos países da área do euro, contrastando com a ligeira subida dos títulos da Alemanha** (Tabela 2). Nos títulos com maturidade de 2 anos, as taxas de rendibilidade diminuiriam em Portugal e na Irlanda, reduzindo o diferencial face aos títulos alemães. Nos títulos com maturidade a 10 anos, verificou-se uma descida generalizada das taxas de rendibilidade na maioria dos países da área do euro, observando-se uma ligeira subida nos títulos alemães, que ainda permanecem em valores negativos (Tabela 3).

**Tabela 2 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos**  
(em percentagem e em pontos percentuais)

	31-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	30-jun-16	29-jul-16	Var. mensal (em p.p.)	Var. desde o início do ano (em p.p.)
Portugal	1,7	3,0	2,4	2,5	3,0	2,9	-0,1	0,4
Itália	1,2	2,3	1,7	1,6	1,3	1,2	-0,1	-0,4
Espanha	1,2	2,3	1,9	1,8	1,2	1,0	-0,1	-0,8
Irlanda	0,7	1,6	1,2	1,1	0,5	0,4	-0,1	-0,7
França	0,5	1,2	1,0	1,0	0,2	0,1	-0,1	-0,9
Bélgica	0,4	1,2	0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8
Alemanha	0,2	0,8	0,6	0,6	-0,1	-0,1	0,0	-0,7

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Tabela 3 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos base)

	31-mar-15	30-jun-15	30-set-15	30-dez-15	30-jun-16	29-jul-16	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	150	222	180	188	312	304	-8	116
Irlanda	57	87	64	52	64	53	-11	1
França	29	43	40	36	31	22	-9	-14
Bélgica	26	45	32	34	36	24	-12	-10
Itália	106	157	114	97	139	129	-10	32
Espanha	103	153	130	114	129	114	-16	0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: 100 pontos base corresponde a 1 ponto percentual.

**12 Em Portugal e Espanha as taxas de rendibilidade foram influenciadas pelo processo da Comissão Europeia sobre a eventual aplicação de sanções.** Face ao não cumprimento do procedimento dos défices excessivos e do ajustamento do défice estrutural em 2015, a Comissão Europeia anunciou, a 7 de julho, que o processo iria tramitar para o Conselho para que fossem tomadas decisões sobre as eventuais sanções a aplicar a Portugal e a Espanha. O Ecofin confirmou esta recomendação a 12 de julho. Contudo, no final do mês de julho, a Comissão recomendou a não aplicação de sanções e recomendou uma nova trajetória para o ajustamento orçamental de 2016 (Caixa 1 e Caixa 2). Esta recomendação contribuiu para a redução das taxas de rendibilidade a 10 anos da República Portuguesa no final do mês (Gráfico 4). A curva de rendimentos registou uma ligeira diminuição da inclinação, perante descidas mais acentuadas nos prazos mais longos (Gráfico 5).

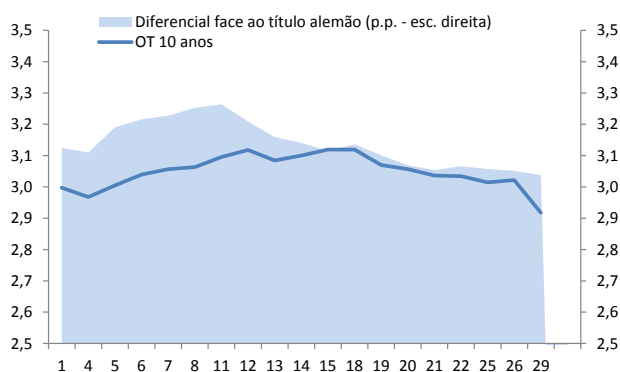
**13 Na sequência da decisão sobre a não aplicação de sanções a Portugal, as principais agências de rating pronunciaram-se.** A DBRS, agência canadiana que mantém o rating da dívida portuguesa acima de investimento especulativo, revelou preocupação com o risco de desvios na execução orçamental deste ano e irá analisar cuidadosamente a resposta do governo na correção do défice excessivo deste ano. A agência de notação Fitch afirmou que a decisão da Comissão Europeia de cancelar as sanções por défice excessivo a Portugal e Espanha prejudica a credibilidade das regras orçamentais.

**14 A agência Moody's considerou que as perspetivas para o setor bancário em Portugal continuam a piorar.** A agência de rating considera que os bancos portugueses estão entre os menos capitalizados da área do euro, não antecipando

margem para melhorias significativas nos próximos 12 a 18 meses e alertando para o facto dos rácios medidos pelo Banco de Portugal poderem indicar uma visão mais otimista que a real no que toca aos ativos tóxicos nos balanços dos maiores bancos portugueses.

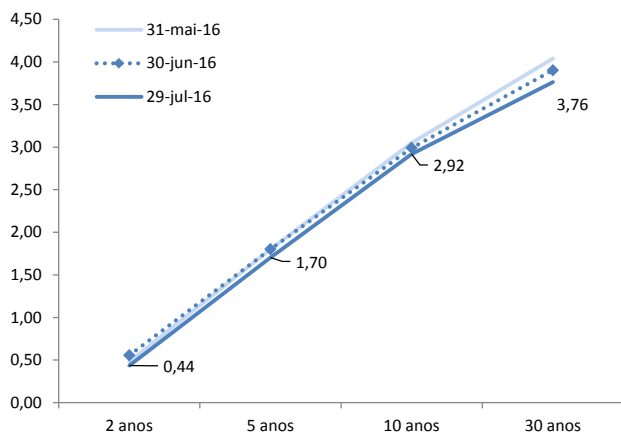
**15 A República Portuguesa colocou 1 155 M€ de obrigações em dois leilões com maturidade em 2022 e em 2026.** O leilão de títulos a 6 anos resultou na colocação de 571 M€ à taxa de 2,355%. O leilão do título a 10 anos resultou numa colocação de 584 M€ e yield de 3,093%. Apesar da descida das taxas de rendibilidade face a leilões equivalentes note-se que estas emissões registaram rácios *bid-to-cover* inferiores aos já observados este ano.

**Gráfico 4 – Evolução diária em julho da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa** (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

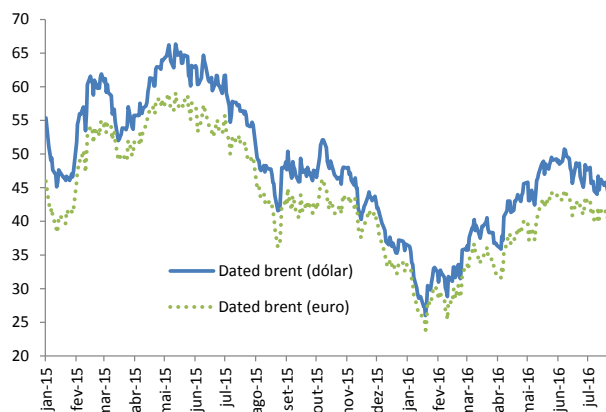
**Gráfico 5 – Curva de rendimentos da dívida pública** (em percentagem)



Fonte: IGCP. | Nota: A curva de rendimentos é baseada na taxa de rendibilidade dos títulos de dívida benchmark.

**16 O preço do petróleo desceu 15% face ao mês anterior, num contexto de diminuição das perspetivas para o crescimento económico mundial.** A descida do preço do petróleo foi acompanhada por notícias de aumento das existências de petróleo nos EUA, decorrente do aumento do preço dos últimos meses (Gráfico 6).

**Gráfico 6 – Preço do petróleo (dated brent)** (preço do barril)



Fonte: Thomson Reuters.

## Dívida direta do Estado

**17 No primeiro semestre, o Estado apresentou necessidades líquidas de financiamento inferiores às verificadas no período homólogo.** As necessidades líquidas de financiamento do Estado no primeiro trimestre atingiram cerca de 5,4 mil M€ (Tabela 4). Para tal contribuiu o défice orçamental do subsector Estado de 4,8 mil M€ e a despesa líquida com ativos financeiros de 627 M€. A despesa em ativos financeiros foi sobretudo realizada em dotações de capital (639 M€), nomeadamente na Infraestruturas de Portugal (400 M€), CP-Comboios de Portugal (113 M€), Metropolitano de Lisboa (73,6 M€) e na Carris (48,5 M€), e em empréstimos de médio e longo prazo (84 M€), sobretudo ao Metro do Porto (43 M€) e Parque Escolar (30 M€). Face ao registado no período homólogo, as necessidades líquidas de financiamento do Estado registaram uma redução de 1582 M€, devido sobretudo à despesa líquida com ativos financeiros que ascendeu a 1859 M€ no primeiro semestre de 2015. Em termos mensais, o défice orçamental do Estado de 2511 M€ registado em junho contribuiu com quase de metade das necessidades líquidas de financiamento do primeiro semestre.

**Tabela 4 – Necessidades líquidas de financiamento** (em milhões de euros)

	2015	Abr	Mai	Jun	Jan-Jun	OE 2016
<b>Necessidades líquidas de financiamento</b>	<b>11853</b>	<b>1246</b>	<b>-598</b>	<b>2508</b>	<b>5444</b>	<b>10440</b>
<b>Défice orçamental (sub-setor Estado)</b>	<b>5606</b>	<b>940</b>	<b>-596</b>	<b>2511</b>	<b>4816</b>	<b>6305</b>
<b>Despesa com ativos financeiros</b>	<b>6789</b>	<b>310</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>742</b>	<b>4924</b>
<b>Empréstimos de médio e longo prazo</b>	<b>1874</b>	<b>30</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>84</b>	<b>2504</b>
<b>Dotações de Capital</b>	<b>4843</b>	<b>279</b>	<b>9</b>	<b>27</b>	<b>639</b>	<b>2298</b>
<b>Outros</b>	<b>69</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>122</b>
<b>Receita com ativos financeiros</b>	<b>542</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>37</b>	<b>115</b>	<b>788</b>
<b>Despesa líquida com ativos financeiros</b>	<b>6246</b>	<b>306</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>627</b>	<b>4136</b>

Fontes: DGO e cálculos da UTAO.

**18 O aumento da dívida direta do Estado no primeiro semestre de 2016 foi superior ao défice do subsector Estado registado nesse período.** O aumento da dívida direta do Estado registado entre janeiro e junho, o qual ascendeu a 8,4 mil M€, foi superior ao défice do subsector Estado verificado nesse período, de 4,8 mil M€. Este diferencial esteve associado à despesa com ativos financeiros, como os referidos no parágrafo anterior, e ao aumento da tesouraria do Estado (superior a 2,5 mil M€).

**19 A dívida direta do Estado voltou a registar um acréscimo no mês de junho.** No final do primeiro semestre de 2016, a dívida direta do Estado fixou-se em 234,7 mil M€, o que representa um aumento de 1,9 mil M€ face ao mês anterior e

de 12,0 mil M€ em termos homólogos (Tabela 5).<sup>1</sup> Tal refletiu-se, sobretudo, por via do acréscimo da dívida titulada de médio e longo prazo, em consequência da emissão das Obrigações do Tesouro (OT) a 5 anos, no valor de 627 M€, e a 9 anos num montante de 439 M€.<sup>2</sup> Adicionalmente, registou-se um acréscimo líquido do stock de Bilhetes de Tesouro em 889 M€ (a emissão de 245 M€ a 3 meses e de 754 M€ a 11 meses mais que compensou a recompra de 110 M€ da BT a julho de 2016). Por outro lado, observou-se um aumento líquido do stock dos Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro em 10 M€ e 245 M€, respetivamente. Por último, de referir que a flutuação cambial contribuiu para um acréscimo da dívida em 52 M€.<sup>3,4</sup>

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

	Jun-15			Mai-16			Jun-16		
	Variação (%)			Variação (%)			Variação (%)		
	mensal	homólogo	peso (%)	mensal	homólogo	peso (%)	mensal	homólogo	peso (%)
Titulada	127 652	137 347	138 909	1,1	8,8	59,2	1 561	11 257	11 257
Curto prazo	19 780	20 265	20 770	2,5	5,0	8,8	505	990	990
Médio e longo prazo	107 872	117 082	118 139	0,9	9,5	50,3	1 056	10 267	10 267
Não titulada	22 865	25 227	25 586	1,4	11,9	10,9	359	2 721	2 721
Cert. Aforro	12 696	12 904	12 914	0,1	1,7	5,5	10	218	218
Cert. do Tesouro	6 922	9 420	9 664	2,6	39,6	4,1	245	2 743	2 743
Outra	3 247	2 904	3 008	3,6	-7,4	1,3	104	-239	-239
Assist. Financeira	72 195	70 217	70 251	0,0	-2,7	29,9	33	-1 945	-1 945
<b>Total</b>	<b>222 713</b>	<b>232 792</b>	<b>234 746</b>	<b>0,8</b>	<b>5,4</b>	<b>100,0</b>	<b>1 954</b>	<b>12 033</b>	<b>12 033</b>
Por memória:									
Transacionável	121 074	131 248	133 193	1,5	10,0	56,7	1 946	12 119	12 119
Não Transacionável	101 639	101 545	101 553	0,0	-0,1	43,3	8	-86	-86
Euro	197 847	210 076	211 977	0,9	7,1	90,3	1 901	14 130	14 130
Não euro	24 865	22 716	22 768	0,2	-8,4	9,7	52	-2 097	-2 097
Contas margem	2 072	1 784	1 888	-	-	-	104	-184	-184

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.

**20 A despesa com juros e outros encargos líquidos até junho registou um acréscimo homólogo similar ao implícito para o conjunto do ano.** A despesa com juros e outros encargos líquidos da dívida direta do Estado no primeiro semestre do ano fixou-se em 4690 M€ (Tabela 6), o que representa um aumento de 6,8 %, valor ligeiramente superior ao implícito para o conjunto do ano (6,4%). Para tal contribuiu, sobretudo, o pagamento em fevereiro do cupão das OT com maturidade em fevereiro de 2016, 2024, 2030 e 2045, com maturidade em abril de 2037 e das OT com maturidade em junho de 2018 e 2019 (com uma despesa de 3,1 mil M€, o que compara com os 2,8 mil M€ do período homólogo), bem como os juros relativos a Certificados de Aforro e aos Certificados do Tesouro que se fixaram em 418 M€ (229 M€ no período homólogo).<sup>5</sup> Relativamente aos empréstimos no âmbito do PAEF foram pagos 1085 M€ em juros, valor inferior ao verificado no primeiro semestre de 2015 (1249 mil M€).

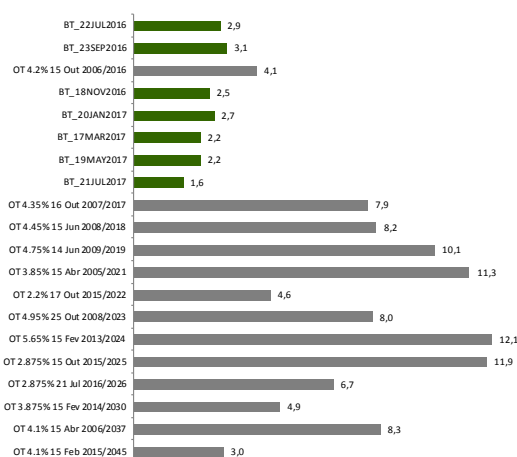
**Tabela 6 – Despesa com juros e outros encargos da dívida**  
(em milhões de euros)

	2015	2016			Jan-jun		Objectivo OE-2016	Grau de Execução (%)
		abr	mai	jun	2015	2016		
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>7 038</b>	<b>824</b>	<b>475</b>	<b>1 632</b>	<b>4 359</b>	<b>4 643</b>	<b>7 475</b>	<b>62,1</b>
Bilhetes do Tesouro	99	0	1	0	85	7	11	62,6
Obrigações do Tesouro	4 087	680	0	1 378	2 770	3 141	4 632	67,8
Empréstimos PAEF	2 119	21	427	190	1 249	1 085	1 947	55,7
Certif. de Aforro e do Tesouro	562	73	62	49	230	418	807	51,9
CEDIC / CEDIM	37	1	0	3	16	13	16	79,2
Outros	133	49	-15	12	9	-20	62	-33,2
<b>Comissões</b>	<b>67</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>3</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>80</b>	<b>62,5</b>
Empréstimos PAEF	2	0	10	0	2	16	2	794,6
Outros	65	6	10	3	40	34	78	43,7
<b>Juros e outros encargos pagos</b>	<b>7 105</b>	<b>830</b>	<b>495</b>	<b>1 636</b>	<b>4 401</b>	<b>4 693</b>	<b>7 555</b>	<b>62,1</b>
Tvh (%)	0,1	-4,0	-9,0	0,7		6,6		6,3
Por memória:								
Juros recebidos de aplicações	-13	-1	0	0	-12	-4	-9	
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>7 092</b>	<b>829</b>	<b>495</b>	<b>1 635</b>	<b>4 389</b>	<b>4 690</b>	<b>7 546</b>	<b>62,1</b>
Tvh (%)	1,7	-3,9	-8,9	0,9		6,8		6,4

Fontes: DGO, IGCP e cálculos da UTAO.

**21 Encontra-se previsto, até ao final do ano, a amortização de BT e OT no valor de 12,7 mil M€, em valor nominal.** Até ao final do ano está projetada a amortização das Obrigações do Tesouro com maturidade em outubro, no valor de 4,1 mil M€ (Gráfico 7). Adicionalmente está prevista a amortização de BT, no valor aproximado de 8,6 mil M€ (em valor nominal incluindo títulos detidos pelo fundo de regularização da dívida pública) nos meses de julho, setembro e novembro de 2016.

**Gráfico 7 – Perfil de amortização em julho de 2016**  
(em mil milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os dados estão ordenados por ordem crescente de maturidade

**22 Em julho a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a seis e a doze meses.** No dia 20 de julho, a República Portuguesa colocou dois BT via leilão. O primeiro no valor de 592 M€ com maturidade a 6 meses, cuja procura superou os 1000 M€, a uma taxa média de -0,003%, e o segundo a 12 meses no valor de 1,6 mil M€, cuja procura se situou nos 2,3 mil M€, a uma taxa de 0,038%. De referir que em ambos os casos a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida na última operação de maturidade comparável (Tabela 7, Gráfico 8 e Gráfico 9).

<sup>1</sup> Em valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto como os Bilhetes do Tesouro, valorizados à taxa de câmbio do final do período.

<sup>2</sup> Verificou-se uma recompra bilateral no valor de 30 M€ da OT com maturidade em junho de 2018.

<sup>3</sup> Relativamente às contrapartidas das contas margem recebidas no âmbito de derivados financeiros, fixaram-se em 1888 M€, um aumento de 104 M€.

<sup>4</sup> A dívida após coberturas cambiais fixou-se em 232,8 mil M€.

<sup>5</sup> Recorde-se que em os Certificados do Tesouro, criados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 40/2010, o pagamento anual dos juros a partir do 5.º ano têm como referência a taxa da OT a 5 anos verificada na data de subscrição.

**Tabela 7 – Emissão de Bilhetes do Tesouro**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jan-17	Jul-17
Maturidade		
Data da Transacção	20-Jul	20-Jul
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	592	1 626
Montante de Procura (M€)	1 006	2 328
<b>Taxa média (%)</b>	<b>-0,003</b>	<b>0,038</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	Mai-16	Jun-16
	0,021	0,146

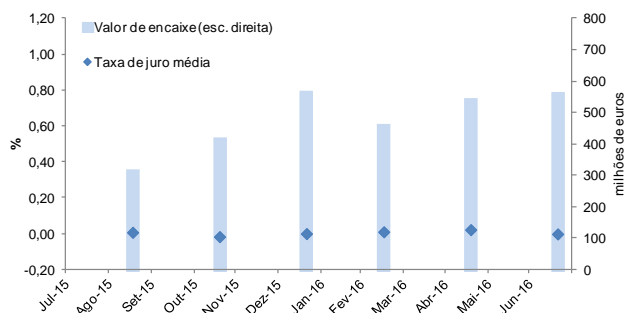
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Tabela 8 – Emissão de Obrigações do Tesouro**

Instrumento	Obrigações do Tesouro			
	Out-25	Abr-37	Out-22	Jul-26
Maturidade				
Data da Transacção	01-Jul	01-Jul	13-Jul	13-Jul
Prazo	9 anos	21 anos	6 anos	10 anos
Montante Colocado (M€) <sup>1</sup>	777	289	581	693
Montante de Procura (M€) <sup>2</sup>	777	289	831	869
<b>Taxa média (%)</b>	<b>2,870</b>	<b>3,830</b>	<b>2,355</b>	<b>3,093</b>

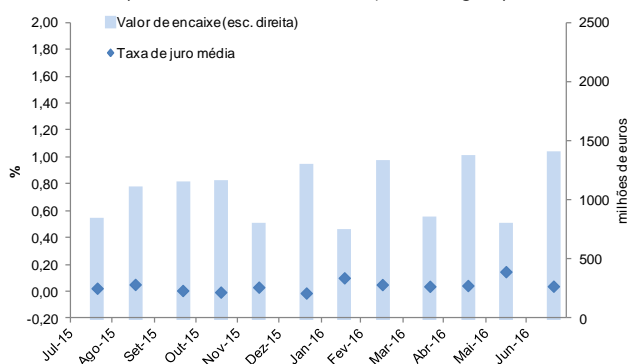
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: As emissões realizadas no dia 1 de julho foram realizadas no âmbito de uma oferta de troca, através da qual amortizou antecipadamente as OT com maturidade em outubro 2017 (547 M€), em junho de 2018 (315 M€) e em junho de 2019 (150 M€).

**Gráfico 8 – Bilhetes do Tesouro a seis meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

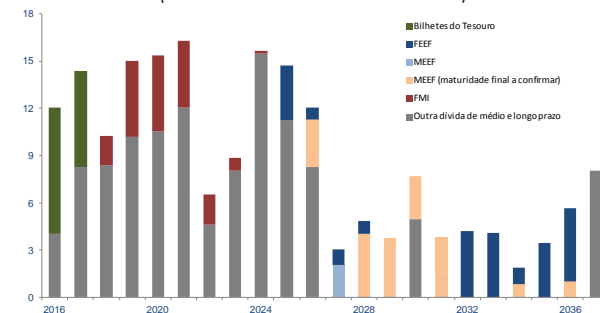
**Gráfico 9 – Bilhetes do Tesouro a doze meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**23 Portugal emitiu em julho Obrigações do Tesouro a seis e a dez anos.** No dia 13 de julho, a República Portuguesa realizou dois leilões de OT, uma com maturidade em outubro de 2022, colocando 581 M€ (procura de 831 M€) a uma taxa de 2,355%, e outra com maturidade em julho de 2026, num montante de 693 M€ (procura de 869 M€) a uma taxa de 3,093% (Tabela 8). Adicionalmente, no dia 1 de julho realizou-se uma oferta de troca de Obrigações do Tesouro: amortização antecipadamente das OT com maturidade em outubro 2017 (547 M€), em junho de 2018 (315 M€) e em junho de 2019 (150 M€) por troca de OT com maturidade em outubro de 2025 (emissão de 777 M€) e com maturidade em abril de 2037 (289 M€).

**Gráfico 10 – Perfil de amortização**  
(em milhares de milhões de euros)

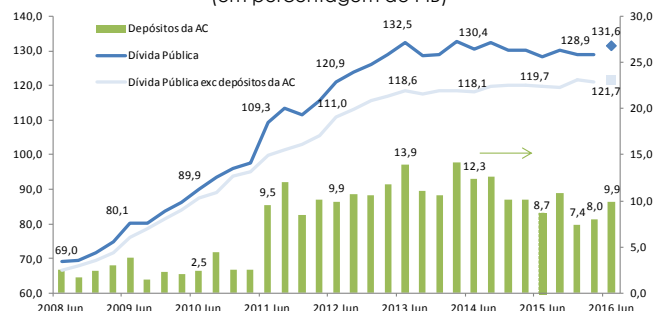


Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

## Dívida pública na ótica de Maastricht <sup>6</sup>

**24 De acordo com o Banco de Portugal a dívida pública, na ótica de Maastricht, registou um acréscimo no primeiro semestre de 2016.** Segundo o Banco de Portugal, a dívida pública na ótica de Maastricht no final de junho ascendeu a 240,2 mil M€, um valor superior ao registado no final de 2015 (de 231,3 M€). Adicionalmente, o Banco de Portugal estima que a dívida pública líquida de depósitos da administração central se tenha fixado em 221,9 mil M€ o que representa um acréscimo de 3,9 mil M€ face ao início do ano. Em resultado desta evolução, os depósitos da Administração Central aumentaram de 15,3 mil M€ para 18,0 mil M€.

**Gráfico 11 – Dívida pública**  
(em percentagem do PIB)



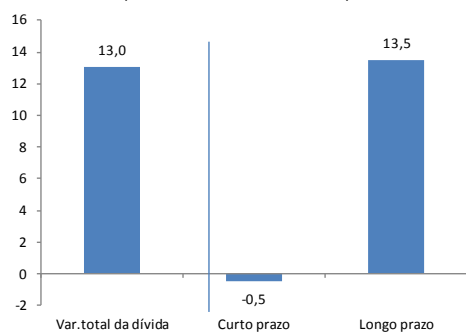
Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

<sup>6</sup> A 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.

## 25 Por maturidade original, registou-se um aumento do peso da dívida de médio e longo prazo no total da dívida pública.

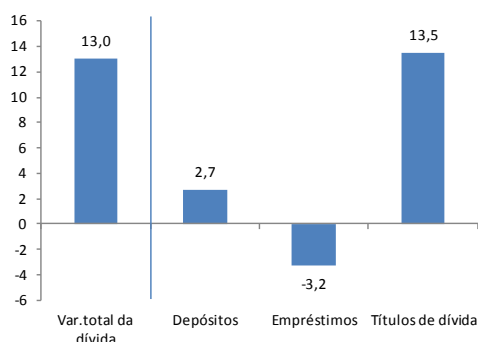
No final do primeiro semestre, o peso da dívida de médio e longo prazo aumentou em termos homólogos de 85,3% para 86,3%. Tal resultou: (i) da emissão, em termos líquidos, de títulos de médio e longo prazo (16,2 mil M€), nomeadamente de Obrigações do Tesouro, que mais que compensou a amortização de empréstimos de médio e longo prazo (2,7 mil M€), nomeadamente do empréstimo do FMI; e (ii) da redução dos títulos de curto prazo (2,7 mil M€) e empréstimos de curto prazo (502 M€). Por último, verificou-se uma emissão líquida de numerário e depósitos (2,7 mil M€), no qual se inserem os Certificados do Tesouro e Certificados de Aforro.

**Gráfico 12 – Dívida pública: variação anual por maturidade original**  
(em mil milhões de euros)



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".

**Gráfico 13 – Dívida pública: variação anual por instrumento**  
(em mil milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

**26 A UTAO estima que a dívida pública em percentagem do PIB no final do 1.º semestre de 2016 se tenha situado entre 130,9% e 132,3% do PIB.** A dívida pública no final do primeiro semestre atingiu os 240,1 mil M€, um acréscimo de 2,4 mil M€ em termos mensais e de 8,7 mil M€ face ao final de 2015. De acordo com a informação disponível, a estimativa realizada aponta para que o valor central da dívida pública em percentagem do PIB no final do primeiro semestre tenha ascendido a 131,6% do PIB (Gráfico 11), sendo que esta estimativa está dependente da hipótese assumida quer para a taxa de crescimento do PIB real, quer para o deflador do PIB.<sup>7</sup> A confirmar-se, regista-se um acréscimo face ao valor provisório da dívida pública no final do primeiro trimestre (128,9% do PIB), sendo este valor superior ao previsto para o

<sup>7</sup> Na sua análise a UTAO tem em consideração as previsões para o crescimento do PIB nominal no primeiro trimestre (acréscimo de 3,3%), bem como para o ano 2016 (no caso do Ministério das Finanças, a previsão de crescimento do PIB real é de 1,8% e do deflador do PIB de 2,1%).

final do ano pelo FMI e pela OCDE (128,3% do PIB), pela Comissão Europeia (126% do PIB) e pelo Ministério das Finanças (124,8% do PIB) (Tabela 9). No entanto, existem fatores que podem contribuir positivamente para uma aproximação à projeção do Ministério das Finanças, nomeadamente a amortização da Obrigação de Tesouro com maturidade em outubro de 2016, e a utilização de depósitos da administração central para recompra de dívida pública e/ou amortização do empréstimo do FMI.<sup>8</sup> Por outro lado, existem riscos que concorrem negativamente para a referida projeção oficial, designadamente a possível recapitalização da Caixa Geral de Depósitos, a venda do Novo Banco abaixo do valor previsto ou o adiamento da mesma, a revisão em alta da meta do défice público, na sequência das recomendações da Comissão Europeia e decisões do Conselho (veja-se Caixa 1 e Caixa 2), e a não concretização das projeções para o crescimento económico e para o deflador do PIB (Tabela 10).<sup>9</sup> Por último, de sublinhar que a dívida pública excluindo os depósitos da administração central terá atingido 121,7% do PIB no final do 1.º semestre, estando previsto 118,3% no final do ano.

**Tabela 9 – Projeções para a dívida pública de 2016**

	OCDE	FMI	CE	MF
<b>Dívida Pública</b>				
(% PIB)	128,3	128,3	126,0	124,8
Milhares de M€	235,7	236,6	232,5	232,5
<b>PIB nominal (mil M€)</b>	183,7	184,4	184,5	186,3

Fontes: FMI, OCDE, Comissão Europeia e Programa de Estabilidade 2016/20 do Ministério da Finanças.

**Tabela 10 – Fatores que podem influenciar a evolução da dívida pública até ao final do ano**

Positivamente	Amortização da OT 4.2% 15 Out 2006/2016
	Utilização de depósitos da administração central p/ amortização do empr. do FMI e de outra dívida
Negativamente	Venda do Novo Banco abaixo do valor previsto
	Recapitalização da CGD
	Revisão em alta do défice orçamental
	Revisão em baixa do crescimento económico

Fontes: IGCP, FMI e OCDE, Comissão Europeia.

### Caixa 1 – Decisão de Execução do Conselho relativa à aplicação de uma multa a Portugal por não tomar medidas eficazes para corrigir um défice excessivo

No dia 8 de agosto de 2016, foi emitida a Decisão do Conselho relativa à anulação da multa de 0,2 % do PIB a aplicar a Portugal por não ter tomado medidas eficazes para corrigir a situação de défice excessivo, conforme a recomendação do Conselho de 21 de junho de 2013. Transcreve-se de seguida a referida decisão, identificando-se a **bold** os aspetos considerados mais relevantes:

«O CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA,  
Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia,  
Tendo em conta o Regulamento (UE) n.º 1173/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de novembro de 2011, relativo ao exercício eficaz da supervisão orçamental na área do euro, nomeadamente o artigo 6.º,

Considerando o seguinte:

<sup>8</sup> Segundo o IGCP, a tesouraria no final de 2016 será similar à de final de 2015. Nesse sentido deverá registar-se uma redução de aproximadamente 5 mil M€ de depósitos durante o segundo semestre.

<sup>9</sup> A título de exemplo, no âmbito da quarta monitorização pós-programa por parte do FMI as previsões para o défice público, crescimento económico e deflador do PIB são de 3,0%, de 1,0% e de 1,7%, respetivamente, sendo as do Ministério das Finanças de 2,2%, de 1,8% e de 2,1%.

(1) O Conselho, por decisão adotada em 12 de julho de 2016, ao abrigo do artigo 126.º, n.º 8, do Tratado, determinou que **Portugal não tomou medidas eficazes para corrigir a situação de défice excessivo**, em resposta à recomendação do Conselho de 21 de junho de 2013, formulada ao abrigo do artigo 126.º, n.º 7, do Tratado.

(2) Na sequência da decisão do Conselho, de **12 de julho de 2016**, segundo a qual Portugal não tomou medidas eficazes para corrigir a situação de défice excessivo, a Comissão deve recomendar ao Conselho que imponha uma multa.

(3) A multa a aplicar a Portugal deve, em princípio, corresponder a 0,2 % do PIB do ano anterior, mas o seu montante pode ser reduzido ou anulado, com base em circunstâncias económicas excecionais ou na sequência de um pedido fundamentado apresentado pelo Estado-Membro em causa.

(4) O PIB de Portugal em 2015 foi de 179,37 mil milhões de euros e o montante equivalente a **0,2 % desse PIB ascende a 358 738 200 EUR**.

(5) Em conformidade com o artigo 2.º, n.º 3, do Regulamento (UE) n.º 1173/2011, entende-se por "circunstâncias económicas excecionais", circunstâncias em que o caráter excessivo do défice orçamental em relação ao valor de referência é excecional e temporário, na aceção do artigo 126.º, n.º 2, alínea a), segundo travessão, do Tratado, tal como indicado no Regulamento (CE) n.º 1467/97 do Conselho. Em conformidade com este último regulamento, esse caráter excessivo é excecional quando resulte i) de uma circunstância excecional não controlável pelo Estado-Membro em causa e tenha um impacto significativo na situação das finanças públicas, ou ii) de uma recessão económica grave, o que significa uma taxa de crescimento anual negativa do volume do PIB ou de uma perda acumulada do produto durante um período prolongado de crescimento anual muito reduzido do volume do PIB relativamente ao seu crescimento potencial.

(6) A avaliação da aplicação das condições acima referidas a Portugal produziu as seguintes conclusões:

– Embora o crescimento anual do PIB português se tenha contraído a um ritmo mais rápido do que o previsto em 2011 e 2012, a economia tem vindo a seguir uma trajetória de recuperação moderada desde a primavera de 2013. Depois de ter aumentado significativamente até 2013, o desemprego retomou uma trajetória descendente em 2014, visto a economia portuguesa ter começado finalmente a recuperar. O PIB tem vindo a aumentar muito acima do crescimento do produto potencial desde 2014 e esta situação dever-se-á manter em 2016. De acordo com as previsões da Comissão da primavera de 2016, espera-se que o PIB cresça 1,5 % em 2016 e conheça um aumento maior de 1,7 % em 2017. Por conseguinte, **não houve uma grave recessão económica** no período abrangido pela recomendação do Conselho de 21 de junho de 2013 (ou seja, 2013-2015).

– Além disso, **não se verificou nenhum acontecimento imprevisto**, alheio ao controlo do Governo, com um impacto significativo nas finanças públicas durante o período de 2013-2015.

(7) Por conseguinte, não há circunstâncias económicas excecionais que possam justificar uma redução do montante da multa.

(8) Em **18 de julho de 2016**, Portugal apresentou um **pedido fundamentado** à Comissão para recomendar ao Conselho que fixasse o montante da multa em zero. Em apoio do seu pedido, Portugal invocou os seguintes motivos.

Portugal recordou o vultoso esforço de consolidação orçamental e as reformas estruturais executadas durante o recente programa de ajustamento económico. Além disso, reafirmou o compromisso firme de corrigir o défice excessivo em 2016, incluindo o compromisso de, sempre que necessário, adotar medidas para corrigir os desvios orçamentais, e de proceder a um ajustamento orçamental em 2017 em consonância com as recomendações orçamentais específicas por país adotadas pelo Conselho em 12 de julho de 2016. Portugal considerou que a aplicação de sanções prejudicaria a realização dos objetivos orçamentais de correção da situação de défice excessivo no ano em curso. Chamou também a atenção para os compromissos

de política económica, em particular no que respeita à estabilização do sistema financeiro e as medidas apresentadas no Programa Nacional de Reformas de 2016. Por último, Portugal considerou que qualquer sanção é inadequada no atual clima europeu e internacional, em especial tendo em conta as grandes incertezas decorrentes do resultado do referendo no Reino Unido sobre a permanência na União.

(9) Uma avaliação dos argumentos supracitados leva às considerações que se seguem.

(10) Embora Portugal não tenha tomado medidas eficazes para corrigir a situação de défice excessivo, em conformidade com a recomendação do Conselho de 21 de junho de 2013, **o ajustamento orçamental global de 2010 a 2014 foi efetivamente muito palpável**. A redução do défice global líquido de medidas extraordinárias em mais de 5 % do PIB foi impulsionada pela melhoria do saldo estrutural em mais de 6 %. No entanto, **esta dinâmica estagnou após a conclusão do programa económico**, tal como salientado na decisão do Conselho de 12 de julho de 2016. O ajustamento orçamental tem sido acompanhado por um vasto conjunto de reformas estruturais ao abrigo do programa de ajustamento que foi concluído com êxito em junho de 2014, lançando as bases para uma recuperação económica mais sólida. Continua a haver desafios importantes, pois persistem níveis elevados de dívida pública e privada que representam um fardo para a economia, e de desemprego que, por seu turno, dificultam o ajustamento económico.

(11) O compromisso apresentado pelas autoridades portuguesas no sentido de corrigir o défice excessivo em 2016 e respeitar a recomendação específica por país em 2017 constitui um sinal importante da intenção do Governo de respeitar o Pacto de Estabilidade e Crescimento. Para 2016, o Governo reafirma o compromisso assumido no âmbito do Eurogrupo de 11 de fevereiro de 2016 de adotar, sempre que necessário, medidas orçamentais para corrigir eventuais desvios na execução orçamental. O Governo também se **compromete a manter o congelamento de algumas dotações equivalentes a 0,2 % do PIB**, tal como salientado no Programa de Estabilidade. O anexo do pedido fundamentado de 18 de julho de 2016 fornece informações adicionais sobre a forma como estas dotações podem ser utilizadas, o que torna mais credível o compromisso de não gastar, enquanto o congelamento se revelar necessário. Em primeiro lugar, indica que as dotações foram previstas para instituições públicas, cujo financiamento já aumentou em comparação com 2015; assim, estas poderão abster-se de solicitar mais financiamento. Em segundo lugar, para aceder a estas dotações, qualquer serviço público tem de apresentar autorizações de despesas que exigem a aprovação explícita do Ministro das Finanças. Por último, **tais dotações vêm acrescentar-se às dotações já orçamentadas e das reservas igualmente sujeitas a aprovação**.

(12) No que se refere à correção duradoura da situação de défice excessivo e, em especial, **ao orçamento para 2017**, o pedido fundamentado de 18 de julho de 2016 refere-se sobretudo ao futuro projeto de plano orçamental a apresentar em outubro de 2016 e compromete-se a **cumprir as recomendações orçamentais específicas por país, o que implica um ajustamento estrutural de, pelo menos, 0,6 % do PIB**. Trata-se de uma melhoria, em comparação com o ajustamento estrutural de **apenas 0,35% do PIB** definida no Programa de Estabilidade de 2017, ao passo que **as medidas específicas de ajustamento ainda não foram definidas**.

(13) Quanto ao alegado impacto negativo das sanções na correção da situação de défice excessivo em 2016, o montante da multa é limitado pelo artigo 6.º, n.º 1, do Regulamento (UE) n.º 1173/2011 a 0,2 % do PIB, um valor **suficientemente pequeno** para ser compatível com a correção da situação de défice excessivo. Acresce que **nenhuma eventual multa viria influenciar a variação do saldo estrutural**.

(14) O compromisso de avançar com as **reformas estruturais** nas principais áreas de política económica e com medidas destinadas a estabilizar o sistema bancário é bem-vindo, que fazem também parte das recomendações específicas por país dirigidas a Portugal. No que

diz respeito a outras reformas estruturais previstas para 2016 e depois, designadamente as que se destinam a melhorar o clima empresarial e a combater a subcapitalização das empresas, as medidas indicadas não divergem expressivamente do que já tinha sido indicado no Programa Nacional de Reformas de 2016. Não obstante o seu carácter, em princípio, sólido, **estas reformas estão sujeitas a riscos ao nível da execução**. Por último, o anexo do pedido fundamentado de 18 de julho de 2016 refere explicitamente a necessidade de definir um programa para reduzir os créditos em risco.

(15) No que respeita à adequação da decisão no atual clima internacional e europeu, o Conselho está plenamente consciente do aumento das incertezas no contexto presente, nomeadamente na ótica dos resultados do referendo no Reino Unido sobre a permanência na União.

(16) Atendendo ao pedido fundamentado de Portugal de 18 de julho de 2016 e tendo em conta os pontos acima referidos, em especial o ajustamento orçamental sofrido durante o programa de ajustamento económico, que foi acompanhado por um amplo conjunto de reformas estruturais; os compromissos i) de adotar, sempre que necessário, medidas orçamentais para corrigir eventuais desvios na execução orçamental em 2016, ii) de proceder a mais um ajustamento estrutural de 0,25 % do PIB em 2017, em comparação com o ajustamento de 0,35 % do PIB estabelecido no programa de estabilidade de abril de 2016, e iii) de proceder a reformas estruturais em domínios fundamentais, tendo em conta os desafios existentes, incluindo medidas destinadas a estabilizar o sistema bancário, **os motivos avançados por Portugal são considerados bastantes para justificar a supressão da multa de 0,2 % do PIB**,

ADOTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

A multa de 0,2 % do PIB a aplicar a Portugal por não ter tomado medidas eficazes em resposta à recomendação do Conselho de 21 de junho de 2013 é **anulada**.

Artigo 2.º

A destinatária da presente decisão é a República Portuguesa.»

**Fonte:**

- Conselho da União Europeia (2016), "DECISÃO DE EXECUÇÃO DO CONSELHO relativa à aplicação de uma multa a Portugal por não tomar medidas eficazes para corrigir um défice excessivo", 11555/16, Bruxelas, 5 de agosto de 2016

### **Caixa 2 – Decisão do Conselho da União Europeia que notifica Portugal no sentido de adotar medidas para a redução do défice, considerada necessária para obviar à situação de défice excessivo em 2016**

No dia 8 de agosto de 2016, foi emitida a Decisão do Conselho que notifica Portugal no sentido de adotar medidas para a redução do défice considerada necessária para obviar à situação de défice excessivo. Transcreve-se de seguida a referida decisão, identificando-se a **bold** os aspetos considerados mais relevantes:

« O CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nomeadamente o artigo 126.º, n.º 9,  
Tendo em conta a recomendação da Comissão Europeia,

Considerando o seguinte:

(1) Nos termos do artigo 126.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), os Estados-Membros devem evitar défices orçamentais excessivos.

(2) O Pacto de Estabilidade e Crescimento assenta no objetivo de assegurar a solidez das finanças públicas como forma de reforçar as condições propícias à estabilidade dos preços e a um crescimento forte e sustentável, favorável à criação de emprego. O Pacto de Estabilidade e Crescimento inclui o Regulamento (CE) n.º 1467/97 do Conselho, que foi adotado com o objetivo de assegurar a rápida correção dos défices excessivos das administrações públicas.

(3) Em 2 de dezembro de 2009, o Conselho decidiu, em conformidade com o artigo 126.º, n.º 6, do TFUE, que há um défice excessivo em Portugal, tendo formulado uma recomendação no sentido da sua correção até 2013 o mais tardar, em conformidade com o artigo 126.º, n.º 7, do TFUE e com o artigo 3.º do Regulamento (CE) n.º 1467/97. Na sequência de um pedido de assistência financeira por parte da União, dos Estados-Membros da área do euro e do Fundo Monetário Internacional (FMI), apresentado pelas autoridades portuguesas, o Conselho decidiu conceder assistência financeira a Portugal. O Memorando de Entendimento sobre as Condicionalidades de Política Económica (a seguir denominado "Memorando de Entendimento") entre a Comissão e as autoridades portuguesas foi assinado em 17 de maio de 2011. Desde então, o Conselho dirigiu duas recomendações a Portugal (em 9 de outubro de 2012 e 21 de junho de 2013) com base no artigo 126.º, n.º 7, do TFUE, que prorrogaram o prazo para a correção do défice excessivo até 2014 e 2015, respetivamente. Em ambas as recomendações, o Conselho considerou que, embora Portugal tivesse tomado medidas eficazes, tinham ocorrido acontecimentos económicos adversos inesperados com importantes consequências desfavoráveis para as finanças públicas.

(4) Ademais, nos termos do artigo 126, n.º 8, do TFUE, **o Conselho decidiu em 12 de julho de 2016 que Portugal não adotou medidas eficazes em resposta à Recomendação do Conselho de 21 de junho de 2013**.

(5) Em conformidade com o Regulamento (CE) n.º 479/2009, se os dados reais indicarem que uma situação de défice excessivo não foi corrigida pelo Estado-Membro participante no prazo especificado numa recomendação formulada nos termos do artigo 126.º, n.º 7, do TFUE, o Conselho deve adotar imediatamente uma decisão ao abrigo do artigo 126.º, n.º 9, do TFUE.

(6) As previsões da primavera de 2016 da Comissão apontam para uma recuperação moderada da economia portuguesa. Em 2016, prevê-se um crescimento real do PIB de 1,5 %, a um ritmo idêntico ao de 2015, impulsionado sobretudo pela procura interna, num contexto que continua a caracterizar-se por desequilíbrios macroeconómicos significativos. Antecipa-se que o **consumo privado** diminua em 2016, devido ao aumento dos impostos indiretos e a uma ligeira retoma da inflação dos preços da energia. A forte retoma do **consumo de bens duradouros** no primeiro semestre de 2015 não deverá perdurar a médio prazo, uma vez que a elevada taxa de desemprego e os níveis da dívida deverão manter em alta as pressões sobre as poupanças das famílias. O **investimento das empresas** desacelerou de uma forma notória ao longo do segundo semestre de 2015, não se esperando que venha a retomar a taxa de crescimento anterior, apesar de apresentar uma taxa de utilização da capacidade relativamente elevada. Prevê-se que o investimento total venha a ganhar dinamismo em 2017, graças aos **Fundos Estruturais** da UE e à melhoria das condições de financiamento. As previsões apontam para que as **exportações** cresçam em sintonia com a procura externa, mas as **importações** deverão ainda exceder as exportações. Por conseguinte, tudo aponta para que a contribuição do comércio líquido para o crescimento do PIB se mantenha ligeiramente negativa, embora bastante menos do que em 2015. A **inflação** baseada no índice harmonizado de preços ao consumidor (IHPC) deverá aumentar para 0,7 % em 2016, impulsionada principalmente pelo aumento dos impostos indiretos. Embora os riscos que pesam sobre as perspetivas no sentido da baixa tenham aumentado desde a publicação das previsões da primavera, os dados relativos ao primeiro trimestre de 2016 e as informações preliminares sobre o segundo trimestre confirmam a panorâmica das previsões para o resto do ano.



(7) Segundo as previsões da primavera de 2016 da Comissão, espera-se que o défice das administrações públicas baixe para 2,7 % do PIB em 2016. O orçamento de 2016, que entrou em vigor em 31 de março de 2016, prevê um défice de 2,2 % do PIB, previsão que foi confirmada no Programa de Estabilidade de 2016. A **diferença entre o objetivo do governo e as previsões da Comissão** deve-se ao cenário macroeconómico menos otimista da Comissão, que contempla uma diminuição das receitas fiscais e o aumento das despesas sociais, e ao facto de a Comissão ter sido mais prudente ao avaliar os rendimentos de algumas das **medidas de consolidação**, em particular no que respeita às economias previstas no consumo intermédio e noutras despesas correntes. De acordo com as previsões da primavera de 2016 da Comissão, o défice das administrações públicas deverá continuar a baixar para atingir 2,3 % do PIB em 2017. A melhoria prevista está sobremaneira associada a uma medida corretiva extraordinária no valor de cerca de ¼ % do PIB ligada à projetada retoma da garantia bancária do Banco Privado Português (BPP). Depois de ajustado para ter em conta o impacto orçamental desta medida extraordinária, prevê-se que o défice atinja 2,6 % do PIB em 2017. Com base na avaliação da Comissão dos rendimentos das medidas indicadas no orçamento de 2016 e no Programa de Estabilidade de 2016, **prevê-se um agravamento do défice estrutural de ¼ % do PIB por ano, em 2016 e 2017, de acordo com as previsões da primavera de 2016 da Comissão.**

(8) Em termos gerais, o **rácio da dívida bruta** das administrações públicas em relação ao PIB estabilizou durante o período 2013-2015, atingindo 129,2 % em 2013, 130,2 % em 2014 e 129,0 % em 2015. Tendo em conta a realização de importantes ajustamentos défice-dívida com efeito de redução da dívida em 2016 e a manutenção dos excedentes primários, as previsões da primavera de 2016 da Comissão apontam para que o rácio da dívida diminua para 126 % do PIB em 2016 e, posteriormente, para 124,5 % do PIB em 2017. Portugal não parece correr grandes riscos de sofrer pressões orçamentais a **curto prazo**, embora não seja possível negar a existência de desafios a curto prazo (decorrentes da dívida pública bruta e líquida, necessidades de financiamento brutas, posição líquida de investimento internacional, bem como o nível e a evolução do peso relativo dos créditos em risco ou as necessidades gerais de capital do sistema bancário). A **médio prazo**, porém, os riscos parecem ser significativos atendendo ao elevado nível da dívida e à grande sensibilidade do rácio da dívida a eventuais aumentos das taxas de juro e a choques negativos no crescimento nominal. A **longo prazo**, desde que os saldos primários estruturais sejam preservados de forma sistemática, os riscos em matéria de sustentabilidade afiguram-se ser baixos graças à reforma do sistema de pensões empreendida no passado.

(9) Atendendo às medidas de política orçamental adotadas no orçamento de 2016, o **defíce das administrações públicas** situar-se-ia a um valor inferior a 3 % do PIB em 2016. No entanto, segundo as previsões da primavera de 2016 da Comissão, a **marginem de segurança** para se evitar a ultrapassagem do valor de referência do Tratado é limitada. Num contexto de grande incerteza quanto à evolução económica e orçamental, os objetivos orçamentais recomendados para o período de correção deviam ser fixados a um nível claramente inferior ao do valor de referência estabelecido no TFUE de 3 % do PIB, de modo a garantir uma correção duradoura da situação de défice excessivo dentro do prazo previsto.

(10) Em conformidade com o artigo 5.º do Regulamento (CE) n.º 1467/97, na sua decisão de notificar um Estado-Membro no sentido de adotar medidas para reduzir o défice, nos termos do artigo 126.º, n.º 9, do TFUE, o Conselho deve exigir ao Estado-Membro que cumpra objetivos orçamentais anuais que, com base nas previsões subjacentes à notificação, sejam compatíveis com uma melhoria anual mínima de 0,5 % do PIB, como valor de referência, do seu saldo corrigido de variações cíclicas e excluindo medidas extraordinárias ou temporárias. Posto que essa decisão é **adotada no segundo semestre** do ano, e tendo em conta as atuais estimativas da Comissão relativamente às previsões da primavera, seria necessário garantir que o saldo estrutural se mantivesse inalterado em 2016, a fim de proporcionar uma **marginem de segurança suficiente** para uma correção duradoura do défice excessivo.

(11) Por conseguinte, uma **trajetória de ajustamento sustentável** e credível exigiria que Portugal alcançasse um défice das administrações públicas de 2,5 % do PIB em 2016, o que é coerente com um saldo estrutural inalterado em relação a 2015. Estes objetivos orçamentais têm em conta a necessidade de compensar os efeitos secundários da consolidação fiscal nas finanças públicas, atendendo à sua incidência na economia em geral.

(12) O **objetivo fixado** para o défice derivado da trajetória de ajustamento proposta **não incorpora** o possível efeito orçamental direto de eventuais medidas de apoio aos bancos no segundo semestre de 2016, **devido à grande incerteza** quanto à aplicação eficaz e ao registo estatístico dessas medidas e, por conseguinte, à sua eventual incidência sobre o défice orçamental e a dívida pública. Quaisquer eventuais medidas de apoio ao setor bancário devem ter o propósito de limitar o impacto orçamental ao mínimo possível para garantir a sustentabilidade da dívida.

(13) **Para atingir os objetivos orçamentais decorrentes da presente trajetória de ajustamento, são consideradas necessárias medidas de consolidação suplementares com um impacto estimado de 0,25 % do PIB em 2016**, nomeadamente na perspetiva da deterioração estrutural identificada nas previsões da primavera de 2016 da Comissão. Em especial, Portugal deverá aplicar **as medidas incluídas no orçamento** de 2016, bem como o mecanismo de controlo das despesas no âmbito da aquisição de bens e serviços, tal como assinalado no Programa de Estabilidade de 2016. Estas economias teriam de ser **complementadas com outras medidas** de ordem estrutural que incidissem no lado das **receitas**, tendo em vista aumentar as receitas dos impostos indiretos mediante o alargamento da base tributária e a redução das despesas fiscais. Uma forma de alcançar este objetivo pode passar por ajustar o amplo recurso a **taxas reduzidas de IVA.**

(14) Acresce que Portugal deveria consolidar as **reformas estruturais** destinadas a reforçar a competitividade e o crescimento sustentável a longo prazo, em consonância com as Recomendações do Conselho dirigidas a Portugal no contexto do semestre europeu, designadamente as relacionadas com o procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos. Em especial, são necessárias medidas estruturais para aumentar a resiliência das finanças públicas portuguesas. A aplicação rigorosa e atempada da reforma da **Lei de Enquadramento Orçamental** e da **Lei dos Compromissos e dos Pagamentos em Atraso**, bem como de outras melhorias na cobrança de receitas e no controlo das despesas pode prestar uma contribuição importante para se alcançar e manter uma posição orçamental sã. Portugal deveria apresentar um **calendário claro** e aplicar medidas destinadas a **regularizar integralmente os atrasos** e melhorar a eficácia do sistema de cuidados de saúde, tornar o **sistema de pensões** menos dependente de transferências orçamentais e garantir economias orçamentais no plano da reestruturação das empresas públicas.

(15) Em conformidade com o artigo 126.º, n.º 9, do TFUE, o Conselho, quando dirige uma notificação a um Estado-Membro ao abrigo dessa disposição, pode pedir ao Estado-Membro em causa que lhe apresente relatórios sobre o esforço de ajustamento de acordo com um calendário específico. Em conformidade com o artigo 5.º, n.º 1-A, do Regulamento (CE) n.º 1467/97, o relatório do Estado-Membro deve incluir os objetivos relativos à despesa e à receita pública e especificar as medidas de política orçamental, tanto no lado da despesa como no lado da receita, bem como informações sobre as medidas adotadas em resposta às recomendações específicas do Conselho. A fim de facilitar o controlo do prazo para cumprimento das recomendações formuladas na presente decisão, bem como o prazo para a correção da situação de défice excessivo, Portugal deverá apresentar **um relatório sobre esta matéria até 15 de outubro de 2016**, ao mesmo tempo que o seu projeto de plano orçamental para 2017.

(16) Além disso, Portugal deve apresentar, até ao mesmo prazo de **15 de outubro** de 2016, um **programa de parceria económica** nos termos do artigo 9.º, n.º 1, e do artigo 17.º, n.º 2, do Regulamento (UE) n.º 473/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho. O programa de parceria económica deve descrever as medidas e as reformas

### Caixa 3 – Recomendação de Recomendação do Conselho relativa ao Programa Nacional de Reformas e ao Programa de Estabilidade de Portugal para 2016

estruturais necessárias para garantir uma correção efetiva e duradoura do défice excessivo, com base no programa nacional de reformas e do programa de estabilidade e tendo plenamente em conta as recomendações do Conselho sobre a aplicação das orientações integradas para as políticas económicas e de emprego.

(17) Portugal deve também apresentar **relatórios à Comissão e ao Comité Económico e Financeiro**, tal como previsto ao abrigo do artigo 10.º do Regulamento (UE) n.º 473/2013 do Conselho, de acordo com o especificado no Regulamento Delegado (UE) n.º 877/2013 da Comissão. **O primeiro relatório deve ser apresentado até 15 de janeiro de 2017 e, posteriormente, de três em três meses,**

ADOTOU A PRESENTE DECISÃO:

#### Artigo 1.º

1. Portugal deve pôr termo à atual situação de défice excessivo até 2016.
2. Portugal deve reduzir o défice nominal para 2,5 % do PIB em 2016. Este objetivo não inclui o impacto de possíveis apoios a bancos. Esta melhoria no défice das administrações públicas é coerente com um saldo estrutural inalterado no que diz respeito a 2015, com base nas previsões da primavera de 2016 da Comissão. Portugal deve canalizar todas as receitas excecionais para acelerar a redução do défice e da dívida.
3. Para além das poupanças já incluídas nas previsões da primavera de 2016 da Comissão, Portugal deve adotar e aplicar cabalmente medidas de consolidação no valor de 0,25 % do PIB em 2016. Em especial, Portugal deve executar na íntegra as medidas de consolidação previstas no orçamento de 2016, incluindo as despesas suplementares de controlo na aquisição de bens e serviços assinaladas no programa de estabilidade. Portugal deve complementar as referidas poupanças com medidas adicionais de carácter estrutural, a fim de realizar o esforço estrutural recomendado.
4. Portugal deve estar preparado para adotar novas medidas caso se concretizem os riscos suscetíveis de afetar os planos orçamentais. As medidas de consolidação orçamental devem assegurar uma melhoria duradoura do saldo estrutural das administrações públicas de uma forma que favoreça o crescimento económico.
5. Para garantir melhorias duradouras das finanças públicas, Portugal deve aplicar com rigor a Lei de Enquadramento Orçamental e a Lei dos Compromissos e dos Pagamentos em Atraso e melhorar a cobrança da receita e o controlo da despesa. Portugal deve apresentar um calendário claro e aplicar medidas para regularizar integralmente os atrasos e melhorar a eficácia do sistema de cuidados de saúde, tornar o sistema de pensões menos dependente de transferências orçamentais e garantir economias orçamentais no plano da reestruturação das empresas públicas.

#### Artigo 2.º

O Conselho fixa o prazo de **15 de outubro de 2016 para Portugal tomar medidas eficazes e apresentar um relatório ao Conselho e à Comissão sobre as medidas adotadas em resposta à presente decisão**. O relatório deve incluir os objetivos relativos à despesa e receita pública e especificar as medidas discricionárias tanto no lado da despesa como no da receita, bem como informações sobre as medidas adotadas em conformidade com o artigo 1.º, n.º 5.

#### Artigo 3.º

A destinatária da presente decisão é a República Portuguesa.»

#### Fonte:

- Conselho da União Europeia (2016), "DECISÃO DO CONSELHO que notifica Portugal no sentido de adotar medidas para a redução do défice considerada necessária para obviar à situação de défice excessivo", 11553/16, Bruxelas, 2 de agosto de 2016.

No âmbito do Semestre Europeu de 2016, apresenta-se de seguida a recomendação de recomendação do Conselho relativa ao Programa Nacional de Reformas e ao Programa de Estabilidade para Portugal.

As recomendações dizem respeito às políticas económicas, orçamentais e de emprego dos Estados-Membros, e às respetivas reformas estruturais, tendo em conta a situação de cada país. Os governos deverão implementar estas recomendações ao longo de 2016.

O novo ciclo do Semestre Europeu começa no final do outono de 2016.

« O CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nomeadamente o artigo 121.º, n.º 2, e o artigo 148.º, n.º 4,

Tendo em conta o Regulamento (CE) n.º 1466/97 do Conselho, de 7 de julho de 1997, relativo ao reforço da supervisão das situações orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas, nomeadamente o artigo 5.º, n.º 2,

Tendo em conta o Regulamento (UE) n.º 1176/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de novembro de 2011, sobre prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente o artigo 6.º, n.º 1,

Tendo em conta a recomendação da Comissão Europeia,

Tendo em conta as resoluções do Parlamento Europeu,

Tendo em conta as conclusões do Conselho Europeu,

Tendo em conta o parecer do Comité do Emprego,

Tendo em conta o parecer do Comité Económico e Financeiro,

Tendo em conta o parecer do Comité da Proteção Social,

Tendo em conta o parecer do Comité de Política Económica,

Considerando o seguinte:

(1) Em 26 de novembro de 2015, a Comissão adotou a Análise Anual do Crescimento, assinalando o início do Semestre Europeu para a coordenação das políticas económicas de 2016. As prioridades da Análise Anual do Crescimento foram aprovadas pelo Conselho Europeu em 17 e 18 de março de 2016. Em 26 de novembro de 2015, a Comissão adotou, com base no Regulamento (UE) n.º 1176/2011, o relatório sobre o mecanismo de alerta, em que identificou Portugal como um dos Estados-Membros para o qual deveria ser realizada uma apreciação aprofundada. No mesmo dia, a Comissão adotou uma Recomendação de Recomendação do Conselho sobre a política económica da área do euro. Essa recomendação foi aprovada pelo Conselho Europeu em 18 e 19 de fevereiro de 2016, e adotada pelo Conselho em 8 de março de 2016. Enquanto país cuja moeda é o euro e tendo em conta a estreita interligação entre as economias da União Económica e Monetária, Portugal deverá garantir a execução plena e atempada da recomendação.

(2) O relatório de 2016 relativo a Portugal foi publicado em 26 de fevereiro de 2016. O relatório avaliou os progressos realizados por Portugal para dar resposta às recomendações específicas por país adotadas pelo Conselho em 14 de julho de 2015 e para cumprir as metas nacionais da Estratégia Europa 2020. O relatório incluiu ainda os resultados da apreciação aprofundada realizada nos termos do artigo 5.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011. Em 8 de março de 2016, a Comissão apresentou os resultados da apreciação aprofundada. A análise da Comissão levou-a a concluir que Portugal regista desequilíbrios macroeconómicos excessivos. Em especial, o grande volume de dívida externa líquida, de dívida pública e privada e uma avultada percentagem de crédito em risco constituem vulnerabilidades, num contexto de elevado desemprego. Persistem lacunas nas medidas de política direcionadas para os mercados de

serviços e produtos, a reestruturação da dívida empresarial, na área fiscal e em certos domínios do mercado de trabalho.

(3) Em 29 de abril de 2016, Portugal apresentou o seu Programa Nacional de Reformas para 2016 e o seu Programa de Estabilidade para 2016. A fim de ter em conta as interligações entre ambos, os dois programas foram avaliados simultaneamente. O Programa Nacional de Reformas de Portugal revela um grau de ambição suficiente para fazer face aos desequilíbrios excessivos, apresenta medidas relevantes para dinamizar a competitividade e reduzir a dívida privada e atende aos desafios apontados no Relatório de 2016 relativo a Portugal e às recomendações para a área do euro com incidência na necessidade de relançar o investimento e garantir a sustentabilidade das finanças públicas. Se forem aplicadas na íntegra e rapidamente, estas medidas ajudarão Portugal a corrigir os desequilíbrios macroeconómicos. Com base na análise dos compromissos políticos assumidos por Portugal, não é necessário, no momento atual, passar à fase seguinte do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos.

(4) As recomendações específicas por país pertinentes foram tidas em conta na programação dos Fundos Europeus Estruturais e de Investimento para o período de 2014-2020. Conforme prevê o artigo 23.º do Regulamento (UE) n.º 1303/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, a Comissão pode pedir que um Estado-Membro reveja e proponha alterações ao seu acordo de parceria e a programas relevantes, caso tal seja necessário para apoiar a execução das recomendações pertinentes do Conselho. A Comissão forneceu mais detalhes sobre a forma como tenciona fazer uso desta disposição nas orientações para medidas destinadas a ligar a eficácia dos Fundos Europeus Estruturais e de Investimento a uma boa governação económica.

(5) Portugal encontra-se atualmente sujeito à vertente corretiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Não cumpriu o prazo de 2015 para a correção do défice excessivo e não concretizou o esforço orçamental recomendado pelo Conselho. No seu Programa de Estabilidade de 2016, o Governo prevê corrigir o défice excessivo e atingir um défice de 2,2% do PIB em 2016. Uma vez conseguida uma correção sustentável do défice excessivo, Portugal ficará sujeito à vertente preventiva e à regra transitória em matéria de dívida. Entre 2016 e 2020, o saldo estrutural (recalculado) só deverá melhorar no equivalente a cerca de 0,35% do PIB por ano, ficando abaixo dos 0,6% do PIB exigidos, e não se prevê que o objetivo orçamental de médio prazo – um excedente estrutural de 0,25% do PIB – venha a ser atingido no horizonte temporal do Programa. Segundo o Programa de Estabilidade, o rácio da dívida pública face ao PIB deverá cair para 124,8% em 2016 e continuar a descer até 110,3% em 2020. O cenário macroeconómico subjacente a estas projeções orçamentais afigura-se bastante otimista. Além disso, as medidas necessárias para sustentar os objetivos definidos para o défice a partir de 2017 não foram suficientemente especificadas. Segundo as previsões da primavera de 2016 da Comissão, o défice das administrações públicas deverá atingir 2,7% do PIB em 2016, abaixo do valor de referência, previsto no Tratado, de 3% do PIB, e 2,3% do PIB em 2017. Uma vez que se prevê que o défice estrutural aumente ligeiramente em 2016 e 2017, o esforço orçamental não está em linha com as exigências do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Acresce que não se prevê que Portugal venha a cumprir a regra transitória em matéria de dívida em 2017. Com base na sua avaliação do Programa de Estabilidade e tendo em conta as previsões da primavera de 2016 da Comissão, o Conselho é de opinião de que há o risco de Portugal não cumprir as disposições do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Por conseguinte, será necessário adotar medidas adicionais em 2016 e 2017.

(6) Nos termos do artigo 10.º, n.º 1, do Regulamento (CE) n.º 1467/97, a Comissão acompanhará regularmente a aplicação das medidas tomadas por Portugal em resposta à Recomendação do Conselho, de 21 de junho de 2013, ao abrigo do artigo 126.º, n.º 7, do TFUE, pelo que a Comissão recomendará ao Conselho as medidas adequadas a tomar no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos.

(7) A aplicação atempada e rigorosa da nova Lei de Enquadramento Orçamental e da Lei dos Compromissos e Pagamentos em Atraso, assim como melhorias na cobrança de receitas e no controlo da despesa podem contribuir de forma significativa para conseguir o ajustamento orçamental exigido. Portugal enfrenta o duplo desafio de conseguir a sustentabilidade orçamental de longo prazo do sistema de saúde e de manter o nível de acesso aos cuidados de saúde através de ganhos de eficácia. Embora atualmente Portugal registe uma das mais baixas percentagens de despesa pública no total das despesas do setor da saúde na União, o previsto aumento da despesa pública com a saúde de 2,5% do PIB até 2060 é o mais elevado. Para responder aos desafios da sustentabilidade de longo prazo no setor da saúde, ainda não foram tomadas medidas abrangentes para promover a prevenção de doenças e políticas de saúde pública, assim como para garantir a prestação de cuidados de saúde primários numa fase precoce e com custos inferiores. No curto prazo, subsiste o importante desafio do rigor no planeamento e na execução orçamental nos hospitais a fim de garantir a liquidação dos pagamentos em atraso. Ainda que o objetivo da sustentabilidade de longo prazo dos sistemas de pensões esteja presente nas recentes reformas, falta dar resposta aos desafios da sustentabilidade de médio prazo. O sistema público de pensões caracteriza-se por uma elevada dependência de transferências orçamentais e por desigualdades intergeracionais. Os atrasos na execução das medidas e as lacunas existentes continuam a comprometer a viabilidade orçamental das empresas públicas, em particular no setor dos transportes. O reforço das medidas constantes dos planos de reestruturação das empresas públicas para lhes conferir maior eficácia é essencial para poupar recursos orçamentais.

(8) Foram envidados esforços consideráveis para reduzir a evasão fiscal através da melhoria da eficiência da administração tributária. Estão a ser tomadas medidas para combater a fraude fiscal, melhorar a partilha de informações com as instituições financeiras e reforçar o quadro de combate às operações de branqueamento de capitais. Apesar dos progressos alcançados, ainda há margem para reforçar o cumprimento das obrigações fiscais. A reforma da administração tributária numa perspetiva de maior eficácia seria também um fator propício ao investimento.

(9) A evolução global dos salários foi moderada e coerente com a elevada taxa de desemprego e com a necessidade de promover o reequilíbrio externo, ao mesmo tempo que acompanhou o crescimento da produtividade a médio prazo. A negociação coletiva ao nível setorial tem favorecido esta tendência, não obstante as características do sistema de negociação coletiva ainda dificultarem os ajustamentos à escala das empresas. Num contexto de inflação baixa e desemprego elevado, em janeiro de 2016 procedeu-se a um aumento da remuneração mínima que passou de 505 para 530 EUR mensais, estando previsto um aumento gradual até 600 EUR em 2019 (14 meses ao ano). Portugal está a meio da classificação da UE em matéria de remuneração mínima, mas conta-se entre os países com o salário mínimo mais elevado relativamente à mediana da distribuição salarial. Esta situação sugere um enviesamento da distribuição dos salários em Portugal para o lado dos salários mais baixos e leva a crer que novos aumentos do salário mínimo possam rapidamente levar a um maior número de trabalhadores abrangidos, o qual em 2016 já representava quase um quarto de todos os trabalhadores. Ainda que esta medida possa contribuir para reduzir a intensidade de pobreza no trabalho, gera também a uma maior compressão da estrutura salarial, induzindo uma pressão para a subida dos salários em geral. Se não for compensada por aumentos da produtividade, pode comprometer as perspetivas de emprego e competitividade, em especial nos setores de mão-de-obra intensiva. Comporta ainda o risco de desincentivar o investimento em competências.

(10) O mercado de trabalho português continuou a recuperar em 2014 e 2015 e têm sido desenvolvidos esforços substanciais para reformar as políticas de ativação, modernizar os serviços públicos de emprego e intensificar as ações de sensibilização junto dos jovens que não estão inscritos nos serviços de emprego, ainda que subsistam desafios no que se refere à aplicação das medidas. Perante a recente deterioração da situação social, em especial no que se

refere ao aumento da pobreza infantil, foram também tomadas importantes medidas de apoio social, a saber, em sede de rendimento mínimo, prestações familiares e pequenas pensões. O impacto destas medidas na redução da intensidade da pobreza tem de ser avaliado. No entanto, a absorção do grande número de desempregados de longa duração permanece um desafio, pelas implicações negativas que o fenómeno tem para o crescimento económico e a situação social. Há margem para uma maior ativação dos desempregados de longa duração, através de políticas de emprego direcionadas e de uma maior coordenação entre os serviços de emprego e os serviços sociais. Ainda que a recuperação económica tenha criado novos postos de trabalho em regime de contratos permanentes, a segmentação do mercado de trabalho continua a ser considerável. A percentagem de trabalhadores com contratos a termo continua a ser uma das mais elevadas na Europa e a taxa de transição de contratos temporários para contratos permanentes é baixa.

(11) O elevado nível de endividamento do setor privado continua a constituir uma grande vulnerabilidade para a economia portuguesa e as condições de financiamento para as pequenas e médias empresas continuam a ser difíceis. Houve progressos na redução do endividamento excessivo das empresas e na desalavancagem do setor privado, o qual, todavia, continua a ser um dos mais endividados da União. Esta situação representa um grande obstáculo ao investimento e ao crescimento do produto potencial. As sociedades não financeiras estão a ajustar os respetivos balanços, embora em menor medida do que as famílias. Os níveis elevados e crescentes de crédito em risco no setor empresarial pesam nos balanços do setor financeiro e não financeiro e constituem um dos principais obstáculos ao investimento. Foram tomadas medidas a vários níveis para fazer face ao endividamento das empresas, mas os resultados tardam em revelar-se. O regime de fiscalidade das empresas continua a favorecer níveis elevados de endividamento. Nos últimos anos, o Governo tentou resolver este problema através da introdução de regras de subcapitalização e da possibilidade de dedução de uma remuneração convencional do capital próprio. No entanto, em 2015, a diferença em termos de custo do capital (antes e depois de impostos) entre investimentos financiados por instrumentos de dívida e por capitais próprios continua a ser uma das mais elevadas da UE. O acesso ao crédito continua dispendioso e difícil para as empresas, em especial as pequenas e médias empresas e as *start-up*. As fontes alternativas de financiamento como o capital próprio, o capital de risco, o *crowdfunding* e os *business angels* ainda são marginais e incipientes.

(12) Apesar dos progressos, as barreiras regulamentares e a reduzida capacidade institucional continuam a dificultar o crescimento das empresas, a competitividade e o investimento. O sistema judicial de Portugal continua pouco eficiente, em especial no tratamento dos litígios fiscais. A contratação pública em Portugal é bastante transparente. Contudo, segundo os dados do portal dos contratos públicos BASE, as entidades adjudicantes em Portugal recorrem com frequência ao ajuste direto. Assim aconteceu no período de 2013-2015 em 87,3% dos contratos públicos que representaram 47% dos valores contratados. A transparência continua a ser um desafio no que se refere aos contratos de concessão e às parcerias público-privadas, em especial nas esferas local e regional. A Unidade Técnica de Acompanhamento de Projetos (UTAP), que depende do Ministério das Finanças, controla algumas parcerias público-privadas geridas pela administração central, mas as concessões e as parcerias público-privadas regionais e locais não estão sujeitas ao seu controlo. As reformas do setor portuário continuam marcadas por atrasos de execução e obstáculos à entrada de novos operadores. O registo de uma empresa tornou-se mais fácil, mas o processo de licenciamento continua complexo e os procedimentos administrativos complexos prejudicam a confiança dos investidores. Persistem os desafios nas formalidades de acesso ao mercado da construção, na obtenção de licenças de construção e no que se refere à aplicação efetiva de regras de licenciamento ambiental simplificadas. As barreiras regulamentares em alguns setores dos serviços às empresas obstam a uma afetação eficiente dos recursos, nomeadamente em matéria de serviços jurídicos. As disposições que regem os organismos

profissionais, em especial as relativas aos respetivos estatutos e regulamentos internos, são restritivas e dificultam o acesso de pessoas singulares e coletivas às profissões relevantes. Esta situação afeta particularmente as profissões jurídicas, em que prevalecem, entre outras, restrições em matéria de publicidade e atividades pluridisciplinares.

(13) Portugal acusa um fraco desempenho na cooperação entre a ciência e as empresas e na comercialização do conhecimento. São muitos os obstáculos à cooperação entre as universidades e o setor empresarial devido a barreiras regulamentares e burocráticas, bem como à falta de incentivos à cooperação no sistema universitário. Esta situação compromete as perspetivas de emprego dos diplomados e obsta à inovação. O lançamento dos Cursos Técnicos Superiores Profissionais (CTeSP) abriu novas oportunidades de cooperação entre os institutos politécnicos e os agentes económicos regionais, mas os programas universitários continuam afastados do processo de modernização.

(14) No contexto do Semestre Europeu, a Comissão procedeu a uma análise exaustiva da política económica de Portugal que publicou no relatório de 2016 relativo a Portugal. A Comissão analisou também o Programa de Estabilidade e o Programa Nacional de Reformas, bem como o seguimento dado às recomendações dirigidas a Portugal em anos anteriores. Tomou em consideração não só a sua relevância para uma política orçamental e socioeconómica sustentável em Portugal, mas também a sua conformidade com as regras e orientações da UE, dada a necessidade de reforçar a governação económica global da UE mediante um contributo ao nível UE para futuras decisões nacionais. As recomendações no âmbito do Semestre Europeu estão refletidas nas recomendações 1 a 5 infra.

(15) À luz desta análise, o Conselho examinou o Programa de Estabilidade, estando o seu parecer refletido, em especial, na recomendação 1 infra.

(16) À luz dos resultados da apreciação aprofundada da Comissão e desta avaliação, o Conselho analisou o Programa Nacional de Reformas e o Programa de Estabilidade. As suas recomendações ao abrigo do artigo 6.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011 estão refletidas nas recomendações 1 a 5 infra.

#### **RECOMENDA QUE Portugal tome medidas em 2016 e 2017 no sentido de:**

1. Garantir uma correção sustentável do défice excessivo ~~em 2016 por meio de uma redução do défice das administrações públicas para 2,3% do PIB em 2016~~, de acordo com as decisões ou recomendações relevantes no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos, adotando para tal as medidas estruturais necessárias e fazendo uso de todos os ganhos extraordinários para reduzir o défice e a dívida. ~~Esta correção é coerente com uma melhoria do saldo estrutural de 0,25% do PIB em 2016.~~ Seguidamente, atingir um ajustamento orçamental anual de pelo menos 0,6% do PIB ~~em 2017~~. Proceder, até fevereiro de 2017, a um profundo reexame da despesa ~~a todos os níveis da administração pública~~ e reforçar o controlo das despesas, a eficácia em termos de custos e a orçamentação adequada a todos os níveis da administração pública. Garantir a sustentabilidade de longo prazo do setor da saúde, sem comprometer o acesso aos cuidados de saúde primários. Tornar o sistema de pensões menos dependente de transferências orçamentais. Até ao final de 2016, reorientar os planos de reestruturação em curso das empresas públicas.
2. Em consulta com os parceiros sociais, assegurar a coerência do salário mínimo com os objetivos de promoção do emprego e da competitividade nos diferentes setores.
3. Garantir a ativação efetiva dos desempregados de longa duração e melhorar a coordenação entre os serviços de emprego e os serviços sociais. Reforçar os incentivos para que as empresas contratem pessoal em regime de contratos permanentes.
4. Tomar medidas, até outubro de 2016, para facilitar o saneamento dos balanços das instituições de crédito e fazer frente aos níveis

elevados de crédito em risco. Tornar o regime de fiscalidade das empresas menos propício ao recurso ao endividamento e melhorar o acesso ao financiamento através do mercado de capitais para as start-up e as pequenas e médias empresas.

- Reforçar a transparência e a eficiência da contratação pública no que se refere às parcerias público-privadas e às concessões. Até ao final de 2016, melhorar e acelerar os processos administrativos e de licenciamento, acelerar a resolução dos litígios fiscais e reduzir as barreiras regulamentares, em especial nos serviços às empresas. Incentivar a cooperação entre as universidades e o setor empresarial. »

Na sequência das conclusões do Conselho Europeu e de pareceres de diversos Comitês, o **texto original** das recomendações da Comissão Europeia **de 18 de maio de 2016 foi alterado**. A alteração evidenciou-se com **uma linha horizontal sobre o texto original da Comissão Europeia**.

Após a divulgação das Recomendações de Recomendações do Conselho de 6 de julho, sucedeu uma Decisão do Conselho do dia 12 de julho, segundo a qual Espanha e Portugal não tomaram medidas eficazes para corrigir os défices excessivos. Na sequência dessa decisão, a Comissão Europeia viu-se legalmente obrigada a apresentar, no prazo de 20 dias, uma proposta de multa.

Seguidamente, reconhecendo a existência de uma conjuntura económica difícil, os esforços dos dois países e o compromisso assumido no sentido de respeitar as regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento, no dia 27 de julho de 2016, a Comissão veio recomendar o cancelamento de multas e propor novas trajetórias orçamentais.

Compete ao Conselho adotar, alterar ou rejeitar as propostas da Comissão Europeia. No caso da proposta relativa ao cancelamento da multa, o Conselho dispõe de um prazo de 10 dias para a sua adoção. Por seu turno, o prazo para a adoção de medidas eficazes para o cumprimento dos objetivos orçamentais por parte de Portugal (i.e. adotar e implementar medidas de consolidação adicionais no montante de 0,25% do PIB em 2016 e manter-se disponível para adotar medidas adicionais caso os riscos em torno das previsões orçamentais se materializem – veja-se a Caixa 2 da Informação Técnica da UTAO n.º 24/2016 – Execução Orçamental em Contabilidade Pública – janeiro a junho de 2016) e comunicação das mesmas à Comissão Europeia termina a 15 de outubro de 2016.

No dia 8 de agosto de 2016, foram emitidas as Decisões do Conselho que notificam Portugal no sentido de adotar medidas para a redução do défice considerada necessária para obviar à situação de défice excessivo e notificam da anulação da sanção de 0,2% do PIB.

#### Fontes:

- Comissão Europeia (2016), "Recomendação de RECOMENDAÇÃO DO CONSELHO relativa ao Programa Nacional de Reformas de Portugal para 2016 e que emite um parecer do Conselho sobre o Programa de Estabilidade de Portugal para 2016", COM(2016) 342 final, Bruxelas, 18 de maio de 2016;

- Conselho da União Europeia (2016), "Recomendação de RECOMENDAÇÃO DO CONSELHO relativa ao Programa Nacional de Reformas de Portugal para 2016 e que emite um parecer do Conselho sobre o Programa de Estabilidade de Portugal para 2016", 9225/1/16 REV 1, Bruxelas, 6 de julho de 2016;

- Comissão Europeia (2016), "Recommendation for a COUNCIL DECISION imposing a fine on Portugal for failure to take effective action to address an excessive deficit", COM(2016) 519 final, Bruxelas, 27 de julho de 2016;

- Comissão Europeia (2016), "Recommendation for a COUNCIL DECISION giving notice to Portugal to take measures for the deficit reduction judged necessary in order to remedy the situation of excessive deficit", COM(2016) 520 final, Bruxelas, 27 de julho de 2016;

- Comissão Europeia (2016), "Commission Staff Working Document accompanying the document Recommendation for a COUNCIL DECISION giving notice to Portugal to take measures for the deficit reduction judged necessary in order to remedy the situation of excessive deficit", Commission Staff Working Document SWD(2016) 264 final, Bruxelas, 27 de julho de 2016;

- Conselho da União Europeia (2016), "DECISÃO DO CONSELHO que notifica Portugal no sentido de adotar medidas para a redução do défice considerada necessária para obviar à situação de défice excessivo", 11553/16, Bruxelas, 2 de agosto de 2016.

- Conselho da União Europeia (2016), "DECISÃO DE EXECUÇÃO DO CONSELHO relativa à aplicação de uma multa a Portugal por não tomar medidas eficazes para corrigir um défice excessivo", 11555/16, Bruxelas, 5 de agosto de 2016

#### Caixa 4 – Recomendações Específicas por país no âmbito do Semestre Europeu de 2016: comparação entre Estados-Membros

No âmbito do Semestre Europeu de 2016 foram adotadas recomendações aos Estados-Membros da União Europeia. As recomendações dizem respeito às políticas económicas, orçamentais e de emprego dos Estados-Membros, e às respetivas reformas estruturais, tendo em conta a situação de cada país. Os governos deverão implementar estas recomendações ao longo de 2016.

Nesta caixa apresentam-se as recomendações a cada Estado-Membro da União Económica e Monetária repartidas por quatro grandes domínios de atuação A delimitação destes domínios de atuação encontra-se definida da seguinte forma:

- "Orçamentais-estruturais" inclui administração pública, despesas relacionadas com o envelhecimento e políticas fiscais;
- "Mercado dos Produtos" abrange regulamentos relativos a setores de atividade específicos;
- "Mercado de trabalho" inclui política salarial, proteção do emprego, educação e políticas ativas de emprego; e
- "Condições de contexto" engloba a envolvente regulatória, contratação pública, sistema judicial, regulamentação de insolvência, políticas de habitação e regulação do setor financeiro.

**Tabela 1. Número de recomendações Específicas por País por domínios de atuação e por Estado-Membro da UEM**

	Orçamentais-estruturais	Mercado dos produtos	Mercado de trabalho	Condições de contexto	Total
MT	1		1		2
EE	1		1	1	3
LU	1			2	3
NL	1		1	1	3
DE	1	1	1	2	5
FI	1	1	3	1	6
LV	2		2	2	6
AT	3		2	1	6
LT	2		3	2	7
SI	4		1	3	8
IE	2		3	3	8
BE	2	1	4	2	9
SK	2		4	3	9
FR	3	1	4	2	10
ES	1	1	4	4	10
PT	3		3	5	11
IT	6	1	2	4	13
CY	4		2	8	14

Fonte: BCE e cálculos da UTAO. | Nota: A Grécia não é incluída na análise por se encontrar sujeita a um programa de ajustamento. As recomendações específicas por país relativas ao cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento, i.e. ao cumprimento do limite de 3% e ao ajustamento estrutural anual mínimo (que corresponde às primeiras recomendações do Conselho) não se encontram incluídas no quadro.

#### Fontes:

- Banco Central Europeu (2016), "Box 6 – The 2016 country-specific recommendations", Economic Bulletin, Issue 5, Frankfurt, 4 de agosto de 2016;

- Banco Central Europeu (2016), "Box 5 – Country-specific recommendations for fiscal policies under the 2016 European Semester", Economic Bulletin, Issue 4, Frankfurt, 16 de junho de 2016.