



REPÚBLICA
PORTUGUESA

XXI GOVERNO CONSTITUCIONAL



Abril de 2017

© MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

Av.ª Infante D. Henrique, 1

1149-009 LISBOA

• Telefone: (+351) 21.881.6820 • Fax: (+351) 21.881.6862

<http://www.portugal.gov.pt>

Índice

Sumário Executivo	I
I. Enquadramento Macroeconómico	1
I.1 Desenvolvimento Internacional e Mercados Financeiros	1
I.1.1 Enquadramento Internacional	1
I.2 Cenário Macroeconómico para Portugal.....	3
I.2.1 Desenvolvimentos Recentes	3
I.2.2 Principais Hipóteses Externas	5
I.2.3 Previsões para a Economia Portuguesa (2017-2021).....	6
I.2.4 Análise de Riscos do Cenário Macroeconómico	9
II. Estratégia Orçamental	11
II.1 Desenvolvimentos Recentes das Finanças Públicas.....	11
II.2 Perspetivas de Médio Prazo para as Finanças Públicas 2017-2021	13
II.2.1 Estratégia Orçamental e Objetivos de Médio Prazo	13
II.2.2. Quadro Plurianual de Programação Orçamental para 2017-2021	20
III. Análise de Sensibilidade	23
III.1 Análise de Sensibilidade ao Enquadramento Macroeconómico	23
III.1.1 Previsões Macroeconómicas e Orçamentais de outras Entidades.....	23
III.1.2 Choques	24
III.2 Análise de Riscos na Estratégia Orçamental.....	26
III.2.1 Riscos de Responsabilidades Contingentes	26
III.2.1.1 Garantias e Contragarantias	26
III.2.1.1.1 Garantias Concedidas ao Sector Bancário.....	26
III.2.1.1.2 Garantias Concedidas a Outras Entidades	27
III.2.1.1.3 Parcerias Público Privadas (PPP)	28
III.2.2 Estratégia de Gestão da Dívida Direta do Estado e o seu Impacto na Exposição aos Riscos.....	30
IV. Sustentabilidade das Finanças Públicas	33
IV.1 Análise da Sustentabilidade de Longo Prazo das Finanças Públicas.....	33
IV.2 Dinâmica da Dívida Pública	34
V. Qualidade das Finanças Públicas	37
V.1 Fundos Estruturais – Execução, Padrão Tecnológico da Economia e Orientação Exportadora	37

V.2 Avanços na Estabilização e Consolidação do Sector Financeiro	38
Anexos 1 – Quadros Estatísticos.....	43
Anexos 2 – Parecer do Conselho das Finanças Públicas sobre as Previsões macroeconómicas subjacentes ao Programa de Estabilidade 2017-2021	49

Índice de Caixas

Caixa 1. Impactos Macroeconómicos da Estabilização do Sector Financeiro	40
---	----

Índice de Quadros

Quadro I.1.1. Crescimento Económico Mundial . 1	Quadro III.1.1. Previsões Macroeconómicas.....23
Quadro I.2.1. Principais Indicadores..... 3	Quadro III.1.2. Previsões Orçamentais24
Quadro I.2.2. Enquadramento Internacional – Principais Hipóteses..... 5	Quadro III.2.1. Garantias Concedidas ao Sector Bancário.....26
Quadro I.2.3. Principais Indicadores..... 6	Quadro III.2.2. Garantias Concedidas a Outras Entidades27
Quadro II.1.1. Medidas Temporárias e <i>one-off</i> . 12	Quadro III.2.3. Perfil de Refinanciamento da Carteira Ajustada em 31 de março de 201730
Quadro II.2.1. Previsão para a Conta das Administrações Públicas 2017-2021 15	Quadro III.2.4. Impacto de um Aumento Imediato e Permanente das Taxas de Juro de Mercado em 1 p.p.31
Quadro II.2.2. Medidas de Política Orçamental num Cenário de Políticas Invariantes: 2018-2021 17	Quadro IV.1.1. Principais Hipóteses Utilizadas no Cálculo dos Indicadores33
Quadro II.2.3. Medidas de Política Orçamental para 2018-2021 18	Quadro IV.1.2. Indicadores de Sustentabilidade de Médio e Longo Prazo – S1 e S2 para Portugal.....34
Quadro II.2.4. Principais Indicadores de Finanças Públicas 2017-2021 19	
Quadro II.2.5. Dinâmica da Dívida Pública 2017-2021 20	
Quadro II.2.6. Plurianual de Programação Orçamental..... 21	

Índice de Gráficos

Gráfico I.1.1. Preço <i>Spot</i> do Petróleo <i>Brent</i> 2	Gráfico I.2.5. Evolução da Posição de Investimento Internacional8
Gráfico I.1.2. Taxas de Juro a 3 meses do Mercado Monetário..... 2	Gráfico I.2.6. Variação da Capacidade/Necessidades de Financiamento.....8
Gráfico I.2.1. Contributos para o Crescimento do PIB..... 4	Gráfico I.2.7. Evolução dos Preços9
Gráfico I.2.2. Decomposição das Exportações de Bens 4	Gráfico I.2.8 Evolução da População Ativa9
Gráfico I.2.3. Contributos para o Crescimento do PIB..... 7	Gráfico II.1.1. Passagem do défice das AP de 2015 ao défice de 2016..... 12
Gráfico I.2.4. Decomposição da Procura Interna 7	Gráfico II.1.2. Dinâmica da Dívida Pública 2015-2016..... 13

Gráfico II.2.1. Decomposição da Despesa	15	Gráfico IV.2.2. Cenário 1 - Sensibilidade da Dívida Pública à Taxa de Juro	35
Gráfico II.2.2. Decomposição da Receita	16	Gráfico IV.2.3. Cenário 2 - Sensibilidade da Dívida Pública ao Crescimento Nominal do PIB	35
Gráfico III.1.1. Aumento do Preço do Petróleo em 20%	25	Gráfico IV.2.4. Cenário 3 - Sensibilidade da Dívida Pública ao Saldo Primário.....	35
Gráfico III.1.2. Análise de Sensibilidade à Diminuição da Procura Externa em 2 p.p. .	26		
Gráfico IV.2.1. Projeção da Dívida Pública.....	35		

Sumário Executivo

O Programa de Estabilidade (PE) 2017-2021 prossegue a estratégia apresentada em 2016. O Governo garante a continuidade, a previsibilidade e a coerência das suas políticas de crescimento económico inclusivo, com coesão social e de consolidação sustentável das contas públicas.

O PE 2017-2021 promove o crescimento económico partindo dos resultados sólidos de 2016. Portugal alcançou um défice de 2,0%, o mais baixo da história democrática e que suporta a sustentabilidade das contas públicas e da dívida, conduzindo igualmente à saída do Procedimento por Défices Excessivos (PDE). A economia cresceu 1,4%, recuperando o dinamismo ao longo do ano e voltando a convergir com os parceiros europeus. As exportações registaram máximos e o excedente externo fortaleceu-se. O desemprego caiu para mínimos de 2009, fechando o ano no limiar dos 10%. Operou-se o fortalecimento do setor financeiro, fator essencial para restaurar os normais fluxos de financiamento e apoiar o investimento.

Estes resultados permitem afirmar que a economia nacional possui, hoje, alicerces mais sólidos para convergir com a Europa, o que aconteceu já no segundo semestre de 2016. Estes alicerces têm de ser reforçados.

O PE assenta em previsões prudentes, respeitando os compromissos assumidos no Programa do Governo e com os parceiros europeus. Em 2017, o défice orçamental continuará a reduzir-se, alcançando 1,5%. No horizonte até 2021 a gestão orçamental assentará na diminuição da despesa (-3 p.p. do PIB face a 2017) acompanhada por uma redução da receita, sobretudo da receita fiscal (-0.6 p.p. do PIB). O saldo primário reforçar-se-á. Esta trajetória permitirá alcançar o Objetivo de Médio Prazo e o recuo da dívida pública para 109,4% do PIB em 2021.

A gestão rigorosa das contas públicas reforçará a confiança na economia nacional, baixando os custos de financiamento para apoiar o crescimento. A economia nacional deverá crescer 1,8% em 2017, assente no aumento do investimento e, até 2021, o crescimento deverá acelerar até 2,2%.

O mercado de trabalho continuará dinâmico, com o desemprego a baixar para 9,9% em 2017, associado a um crescimento do emprego de 1,3%. A produtividade do trabalho aumentará ao longo do horizonte de projeção, com a incorporação de trabalhadores mais qualificados no mercado de trabalho. Os custos unitários do trabalho crescem em linha com a evolução esperada para a área do euro, assegurando a manutenção da competitividade-preço da economia nacional.

O crescimento das exportações em 2017 aprofundará a mudança estrutural da economia portuguesa que se vem operando de forma mais vincada desde 2007. A procura externa terá um contributo positivo para o PIB com o aumento de 4,5% das exportações, que excederá o crescimento de 4,1% das importações. O investimento crescerá 4,8%, apoiado pela aceleração da execução dos fundos do Portugal.

O correto aproveitamento do Portugal 2020 torna-se ainda mais relevante no contexto do Programa Nacional de Reformas (PNR), que apoia a transformação do padrão produtivo nacional orientado para as exportações e a geração de emprego de qualidade. A implementação do PNR contribuirá de forma decisiva para a correção duradoura dos desequilíbrios económicos nacionais, elevando o crescimento potencial, através de mais investimento e menos desemprego, o que promove a coesão social.

A exploração completa do potencial do crescimento só é possível quando garantida a saúde do sistema financeiro. Os efeitos da crise de 2008 não foram corrigidos durante o Programa de Assistência. Ao longo de 2016, o Governo e os agentes privados do setor estabilizaram as estruturas acionistas dos principais

II PROGRAMA DE ESTABILIDADE 2017 - 2021

bancos e reforçaram as respetivas bases de capital. Em 2017, deverão ser finalizados os esforços de estabilização do setor em particular no domínio dos créditos em risco.

A estabilização do setor financeiro, a consolidação das contas públicas e a implementação do PNR constituem, assim, bases sólidas para um crescimento inclusivo que garante a convergência com a Europa.

I. Enquadramento Macroeconómico

I.1 Desenvolvimento Internacional e Mercados Financeiros

I.1.1 Enquadramento Internacional

Recuperação da Economia Mundial

O crescimento da economia mundial deverá continuar a registar uma recuperação em 2017 e 2018, acompanhado de uma retoma do comércio global, dando continuidade à aceleração da atividade económica no segundo semestre de 2016.

Para as economias avançadas, prevê-se uma melhoria do crescimento resultando da expectativa de condições financeiras favoráveis, da melhoria do mercado de trabalho e dos estímulos de política orçamental que apoiam a atividade dos EUA. Para a área do euro, o crescimento económico foi revisto em alta tanto para 2017 como para 2018, associado a uma procura externa ligeiramente mais forte no curto prazo, a uma taxa de câmbio do euro mais fraca e a um sentimento económico mais favorável, fatores que mais do que compensam o impacto adverso da subida do preço do petróleo. Em sentido inverso, destacam-se as perspetivas de crescimento de médio prazo no Reino Unido que permanecem incertas tendo em conta o impacto no plano económico, político e institucional decorrente da saída deste país da União Europeia, assim como a expectativa de crescimento económico relativamente fraco no Japão.

Quadro I.1.1. Crescimento Económico Mundial
(taxa de crescimento real, em %)

	Estrutura 2015*	2016	2017 ^P	2018 ^P
	(%)			
Economia Mundial	100,0	3,0	3,4	3,6
Economias avançadas	45,2	1,7	2,0	2,0
das quais:				
EUA	15,8	1,6	2,3	2,2
Área do Euro, da qual:	11,9	1,7	1,6	1,8
Alemanha	3,4	1,9	1,6	1,8
França	2,3	1,2	1,4	1,7
Itália	1,9	0,9	0,9	1,1
Espanha	1,4	3,2	2,3	2,1
Reino Unido	2,4	1,8	1,5	1,2
Japão	4,2	1,0	1,0	0,5
Economias Emergentes	54,8	4,0	4,5	4,8
das quais:				
China	17,3	6,7	6,4	6,2
Índia	7,0	7,0	7,1	7,5
Rússia	3,3	-0,6	0,8	1,1
Brasil	2,8	-3,5	0,6	1,7
<i>Por memória</i>				
União Europeia	16,9	1,9	1,8	1,8

Legenda: (*) com base no PIB avaliado em paridade de poder de compra.

Fonte: (P) – Previsão. CE, *Economic Forecast*, fevereiro de 2017.

Prevê-se que o conjunto dos países emergentes e em desenvolvimento continuem a ser o motor do crescimento da economia mundial em 2017-2018, destacando-se um crescimento significativo em algumas grandes economias asiáticas, a par de um abrandamento progressivo das recessões profundas que assolam alguns dos países exportadores de matérias-primas de maior dimensão (p.e. Rússia e Brasil). A China deverá continuar a desacelerar gradualmente, prosseguindo o esforço de ajustamento e correção de desequilíbrios internos e externos da sua economia, sendo que os países do Médio Oriente

devem também abrandar em 2017-18, como resultado da redução da produção de petróleo estabelecido no Acordo da OPEP de finais de 2016 e da continuação da instabilidade política e de conflitos na região.

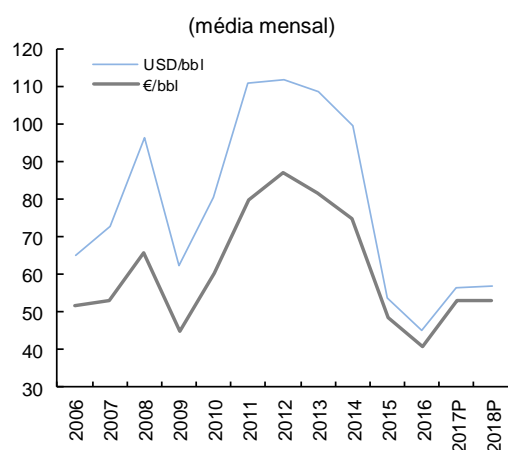
Preços e Taxas de juro

A taxa de inflação deverá acelerar para o conjunto das economias avançadas em 2017-18, situando-se, em média, em 1,8% (0,7% em 2016). Na área do euro, esta evolução reflete sobretudo o aumento dos preços de bens energéticos, o qual está associado à recente subida do preço do petróleo. Nos países emergentes e em desenvolvimento, a taxa de inflação média prevista é de 4,5% para 2017-18 (igual à de 2016).

A política monetária da zona euro permanecerá acomodatória em 2017, tendo o Conselho do BCE decidido estender até ao final de 2017 o Programa de compra de ativos do setor público¹ lançado no início de 2015, ainda que diminuindo o montante de compras mensais de 80 para 60 mil milhões de euros a partir de abril. Para além da utilização de instrumentos não convencionais, o Conselho do BCE, em março de 2017, decidiu manter inalteradas as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento (em 0,00%); à facilidade permanente de cedência de liquidez (para 0,25%); e à facilidade permanente de depósito (para -0,40%) - valores historicamente baixos. Também os Bancos Centrais do Japão e de Inglaterra mantiveram, no início de 2017, as taxas de juro diretoras em -0,10% e em 0,25%, respetivamente. Porém, nos EUA, deu-se início, em meados de março de 2017, ao processo de normalização da política monetária, tendo a Reserva Federal decidido subir as taxas de juro federais em 25 pontos base para o intervalo entre 0,75% e 1,00%, prevendo duas novas subidas até final do ano.

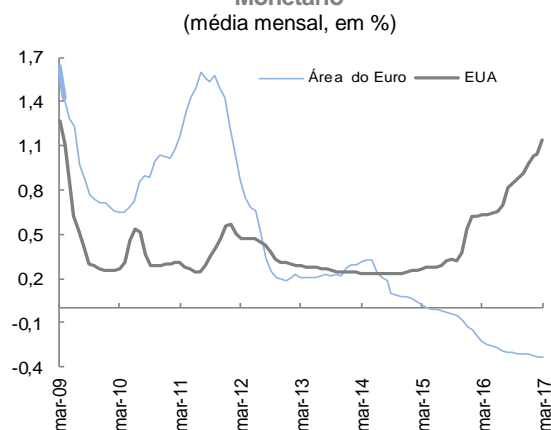
As taxas de juro de curto prazo na área do euro desceram no primeiro trimestre de 2017, renovando níveis historicamente baixos, com a *Euribor* a 3 meses a situar-se, em média, em -0,33% (-0,26% no ano de 2016). Nos EUA, pelo contrário, as taxas prosseguiram um movimento ascendente, tendo a *Libor* subido para 1,07% (0,74%, em média, no ano de 2016), vincando a divergência de orientação na política monetária para os dois lados do Atlântico.

Gráfico I.1.1. Preço Spot do Petróleo Brent



Fonte : CE, *Economic Forecast*, fevereiro de 2017.

Gráfico I.1.2. Taxas de Juro a 3 meses do Mercado Monetário



Fonte BCE.

¹ *Public Sector Purchase Programme – PSPP* integrado no programa alargado de compra de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme*). Inclui os programas existentes de compra de dívida titularizada, obrigações colateralizadas e títulos governamentais, de agências e de instituições.

I.2 Cenário Macroeconómico para Portugal

I.2.1 Desenvolvimentos Recentes

O PIB registou um crescimento real de 1,4% em 2016 (1,6% em 2015), superando a projeção de 1,2% do Orçamento do Estado para 2017. A desaceleração do crescimento face a 2015 traduz um menor contributo da procura interna e um contributo menos negativo da procura externa líquida (-0,1 p.p. em 2016 que compara com -1,0 p.p. em 2015).

Em termos intra-anuais, a atividade económica registou uma forte aceleração na segunda metade do ano, com o PIB a crescer 1,9% no segundo semestre de 2016, o que compara com um crescimento médio de 1% na primeira metade do ano. Esta aceleração resultou, em grande medida, de um forte contributo positivo da procura interna (em especial consumo privado e investimento) e de um crescimento robusto das exportações. Também, de referir que, no segundo semestre, o PIB cresceu acima da média da área do euro.

Quadro I.2.1. Principais Indicadores
(taxa de variação, %)

	2015	2016	2015				2016			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB e Componentes da Despesa (em termos reais)										
PIB	1,6	1,4	1,7	1,7	1,6	1,4	1,0	0,9	1,7	2,0
Consumo Privado	2,6	2,3	2,8	3,4	2,1	1,9	2,5	1,6	1,9	3,0
Consumo Público	0,7	0,5	-0,2	1,1	1,0	1,1	1,2	0,5	0,2	0,3
Investimento (FBCF)	4,5	-0,1	8,8	5,9	2,1	1,5	-2,5	-2,2	-0,1	4,5
Exportações de Bens e Serviços	6,1	4,4	7,7	7,6	5,6	3,7	3,7	1,9	5,6	6,4
Importações de Bens e Serviços	8,2	4,4	7,6	13,0	6,4	6,0	4,8	1,5	3,9	7,3
Contributos (p.p.)										
Procura Interna	2,6	1,5	1,8	3,9	2,1	2,4	1,5	0,8	1,0	2,6
Procura Externa Líquida	-1,0	-0,1	-0,1	-2,3	-0,5	-1,1	-0,6	0,1	0,7	-0,5
Evolução dos Preços										
IPC	0,5	0,6	-0,1	0,7	0,8	0,6	0,5	0,5	0,7	0,8
IPC Subjacente	0,7	0,7	0,4	0,6	0,8	0,8	1,0	0,8	0,7	0,6
IHPC Portugal	0,5	0,6	0,0	0,7	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	0,8
Evolução do Mercado de Trabalho										
Emprego ⁽¹⁾	1,4	1,6	1,5	1,9	0,4	1,8	1,1	0,8	2,2	2,4
População Ativa	-0,6	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1	0,1	-0,7	-0,8	0,3	-0,2
Taxa de Desemprego (%)	12,4	11,1	13,7	11,9	11,9	12,2	12,4	10,8	10,5	10,5
dos quais: % de Desemprego de Longa Duração	63,5	62,2	64,5	64,0	63,2	62,3	59,2	64,1	63,2	62,1
<i>por memória:</i> PIB da Área do Euro										
Emprego da Área do Euro	1,0	1,3	0,8	1,0	1,1	1,2	1,4	1,4	1,2	1,1
IHPC da Área do Euro	0,0	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,7

Fonte: INE, Eurostat.

(1) Contas Nacionais.

O consumo privado apresentou, em 2016, um crescimento real médio de 2,3%, abaixo dos 2,6% registados em 2015. Esta desaceleração foi sentida sobretudo ao nível dos bens duradouros (que cresceram menos cerca de 2,4 p.p.), refletindo, entre outros fatores, a convergência desta rubrica para os níveis registados no período anterior à crise, mas também um menor crescimento das novas operações de crédito ao consumo, associada ao processo de desalavancagem das famílias e ao aumento do imposto de selo sobre o crédito ao consumo. Em termos intra-anuais, importa destacar a forte aceleração do consumo privado no último trimestre de 2016, afetando de forma transversal os bens correntes e serviços e os bens duradouros. De um modo global, a evolução do consumo privado reflete as melhorias do mercado de trabalho, sobretudo o incremento do emprego, com impacto positivo no rendimento

disponível das famílias. No final de 2016, tanto o consumo privado quanto o rendimento disponível das famílias atingiram o nível de 2011.

O crescimento do consumo público fixou-se nos 0,5%, representando uma desaceleração de 0,2 p.p. face a 2015. A rubrica de remunerações cresceu, em termos reais, 0,8% (-0,7% em 2015), refletindo a dinâmica de crescimento do emprego público, enquanto a rubrica de bens e serviços registou uma diminuição de 0,1%, (em contraste com o crescimento de 3,1% registado em 2015), refletindo as opções políticas do governo de reposição salarial e de congelamento nominal do consumo intermédio, respetivamente.

A transição entre quadros comunitários afetou negativamente a evolução do investimento². Após ter registado um crescimento médio de 4,5% em 2015, o investimento apresentou uma contração média de 0,1% em 2016. O investimento em construção foi a componente que mais determinou esta evolução, tendo passado de um crescimento de 4,1% em 2015 para um decréscimo de 2,3% em 2016. Não obstante uma desaceleração de 15,6 p.p., o investimento em material de transporte permaneceu como a componente do investimento mais dinâmica ao crescer 8,6% em termos reais e encontrando-se agora a um nível próximo do registado em 2010. Já o investimento em outras máquinas e equipamento cresceu 2,2% (6% em 2015), num contexto de redução do volume de novos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras.

Gráfico I.2.1. Contributos para o Crescimento do PIB

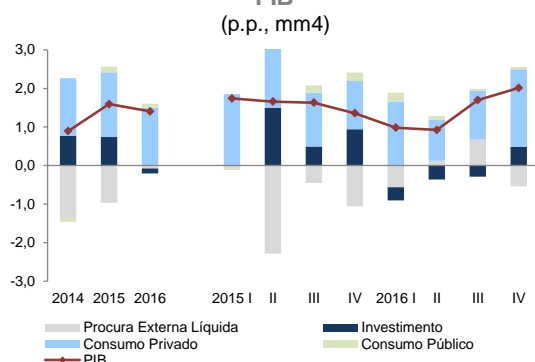
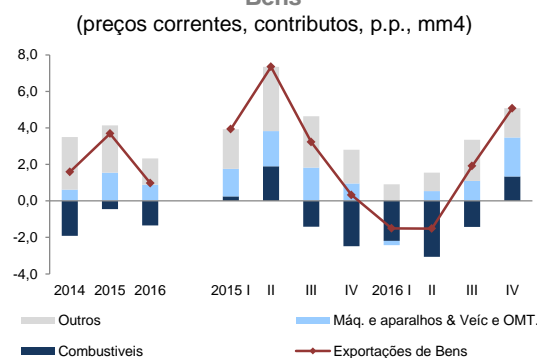


Gráfico I.2.2. Decomposição das Exportações de Bens



A procura externa líquida apresentou um contributo marginalmente negativo, -0,1 p.p., melhorando face a um contributo de -1 p.p. em 2015. As exportações cresceram 4,4% (6,1% em 2015), sendo de destacar a forte aceleração registada no segundo semestre (de 2,8% para 6%), e que se processou de forma transversal nos bens e serviços. As exportações de bens cresceram, em média, 4,7% em 2016, menos 1,9 p.p. do que em 2015. Em termos intra-anuais, o melhor desempenho na segunda metade reflete, entre outros, a retoma de alguns mercados intracomunitários e extracomunitários de relevo, como o caso de Angola, China e Espanha e a robustez das exportações de máquinas e aparelhos e veículos e outro material de transporte (gráfico I.4). Já as exportações de serviços desaceleraram 1,2 p.p., crescendo 3,6% em 2016. Esta evolução reflete essencialmente a evolução da exportação de “outros serviços”, enquanto as exportações de turismo aceleraram 0,8 p.p. para 9,7% em 2016.

As importações registaram um crescimento de 4,4% (8,2% em 2015). As importações de bens desaceleraram 3,8 p.p. (para 4,7%), enquanto as importações de serviços cresceram 2% (-4,4 p.p.).

² Formação bruta de capital fixo (FBCF).

O mercado de trabalho registou um bom desempenho ao longo de 2016. A taxa de desemprego desceu para os 11,1%, menos cerca de 1,3 p.p. do que em 2015. Este é igualmente o valor mais baixo desde 2010³ e ocorre após 2 anos consecutivos de redução da taxa de desemprego. Para o crescimento do emprego⁴ concorreu sobretudo o contributo do setor dos serviços (1,9%), que absorveu quase 69% da população empregada. Será também de realçar o acréscimo de 4,5% do emprego no setor da construção, especialmente relevante dado ter ocorrido num contexto de quebra de investimento no setor⁵. Já o emprego no setor das indústrias transformadoras cresceu 1%, abaixo da média do emprego total.

Apesar de no conjunto do ano a população ativa ter diminuído 0,3% (-0,6% em 2015), a evolução intra-anual foi marcada por uma forte aceleração entre a primeira metade do ano e a segunda metade (de -0,7% para +0,1%). Esta evolução é compatível com a recuperação da taxa de atividade que se fixou nos 50,2% em 2016.

A variação média homóloga do índice de preços no consumidor (IPC) fixou-se, em 2016, nos 0,6%, acelerando 0,1 p.p. face a 2015. Já o IPC subjacente (que exclui produtos energéticos e alimentares não transformados) cresceu mais uma décima (0,7%), mantendo-se inalterado face a 2015.

O deflator do PIB cresceu 1,6% em 2016, valor que compara com o crescimento de 2,1% registado em 2015. Para esta dinâmica concorreu, por um lado, a desaceleração do deflator da FBCF (cerca de 0,7 p.p.) e, por outro, a forte desaceleração (aproximadamente 2,1 p.p.) dos termos de troca. Com efeito, expurgando este último efeito (assumindo uma manutenção dos termos de troca aos níveis de 2015), a desaceleração do deflator do PIB teria sido de apenas 0,1 p.p. para os 2%.

I.2.2 Principais Hipóteses Externas

A procura externa relevante⁶ para Portugal deverá crescer 3,9% em 2017 e acelerar 0,2 p.p. em 2018 para os 4,1%, valor em que se deverá manter nos anos subsequentes.

Este cenário assume ainda que a taxa de juro de curto prazo se manterá em valores negativos pelo menos até 2019. Já relativamente ao preço do petróleo é esperado que este recupere, em 2017, para valores próximos dos registados em 2015, devendo-se manter em torno destes valores nos anos subsequentes. É considerada ainda uma depreciação da taxa de câmbio do euro face ao dólar em 2017 e manutenção desta nos anos seguintes.

Quadro I.2.2. Enquadramento Internacional – Principais Hipóteses

	Fonte	2016 ^(e)	2017 ^(p)	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
Crescimento da procura externa relevante (%)	MF/BdP	3,2	3,9	4,1	4,1	4,1	4,1
Preço do petróleo Brent (US\$/bbl)	FM/BdP	45,1	56,6	56,2	55,4	55,3	56,0
Taxa de juro de curto prazo (média anual, %) ^(a)	CE/BdP	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,4
Taxa de câmbio do EUR/USD (média anual)	CE/BdP	1,11	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04

Nota: (e) estimativa. (p) previsão. (a) Euribor a 3 meses.

³ De ressaltar que ocorreu uma quebra de série em 2011, pelo que os valores anteriores a 2011 poderão não ser diretamente comparáveis com a série atual.

⁴ Ótica do Inquérito ao Emprego.

⁵ De referir que o investimento em construção está reorientado para a reabilitação de património já edificado e, por norma, mais intensivo em mão de obra.

⁶ Procura externa relevante: cálculo efetuado pelo Ministério das Finanças com base nas previsões do crescimento real das importações dos principais parceiros comerciais de Portugal, publicadas no *European Economic Forecast – Winter 2017* da Comissão Europeia (fev 2017). A amostra de 46 países considerada representou 84,6% das exportações nominais de bens em 2016.

As previsões que a seguir se apresentam têm por base estas hipóteses, a informação mais atual sobre a economia portuguesa, assim como as previsões publicadas recentemente por organizações nacionais e internacionais.

I.2.3 Previsões para a Economia Portuguesa (2017-2021)

Para 2017 é esperado que o PIB cresça, em termos reais, 1,8%, 0,3 p.p. acima da projeção apresentada no Orçamento do Estado para 2017 e mais 0,4 p.p. do que crescimento observado em 2016. Esta aceleração deverá resultar de um contributo mais robusto da procura interna (1,7 p.p. e 1,5 p.p. em 2017 e 2016, respetivamente), enquanto a procura externa deverá apresentar um contributo de 0,1 p.p. (o que contrasta com um contributo marginalmente negativo em 2016) (gráfico I.5). O maior contributo da procura interna é resultado de um maior dinamismo do investimento (que deverá crescer 4,8%), sobretudo em construção, enquanto o consumo privado e o consumo público deverão desacelerar face aos valores registados em 2016. A recuperação do contributo da procura externa líquida reflete uma ligeira aceleração das exportações (0,1 p.p.), enquanto as importações deverão crescer menos 0,3 p.p. do que em 2016.

Quadro I.2.3. Principais Indicadores
(taxa de variação, %)

	2016 ^(e)	2017 ^(p)	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB e Componentes da Despesa (em termos reais)						
PIB	1,4	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
Consumo Privado	2,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Consumo Público	0,5	-1,0	-0,8	-0,9	0,0	0,5
Investimento (FBCF)	-0,1	4,8	5,1	5,1	4,8	4,7
Exportações de Bens e Serviços	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Importações de Bens e Serviços	4,4	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Contributos (p.p.)						
Procura Interna	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0
Procura Externa Líquida	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Evolução dos Preços						
Deflador do PIB	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6
IPC	0,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
Evolução do Mercado de Trabalho						
Emprego ⁽¹⁾	1,6	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Taxa de Desemprego (%)	11,1	9,9	9,3	8,6	8,0	7,4
Produtividade aparente do trabalho	-0,2	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2
Saldo das Balanças Corrente e de Capital (em % do PIB)						
Necessidades líquidas de financiamento face ao exterior	1,5	1,1	1,5	1,5	1,6	1,7
- Saldo da Balança Corrente	0,5	0,2	0,5	0,6	0,7	0,7
da qual Saldo da Balança Comercial	1,2	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0
- Saldo da Balança de Capital	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

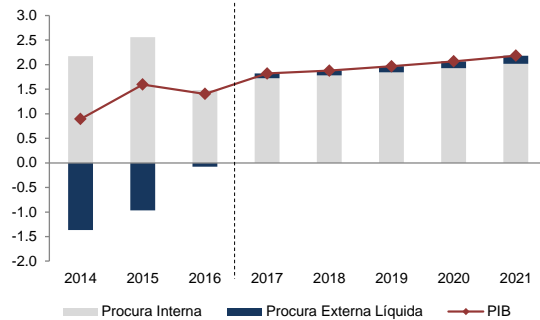
Legenda: (e) estimativa; (p) previsão.

Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Nos anos subsequentes, a atividade económica deverá acelerar progressivamente, fomentada, até 2019, por um crescimento robusto do investimento e, nos anos seguintes, por uma recuperação do consumo público, após uma contração nos 3 anos anteriores. Ao longo de todo o horizonte de projeção, o consumo

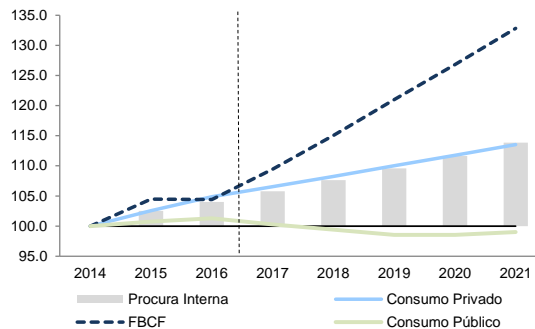
privado, as exportações e as importações deverão estabilizar em torno dos valores registados em 2017, Em 2021, o PIB deverá crescer 2,2%, 0,8 p.p. acima do registado em 2016 (ver Quadro I.2.3).

Gráfico I.2.3. Contributos para o Crescimento do PIB (p.p.)



Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Gráfico I.2.4. Decomposição da Procura Interna (2014 = 100)



Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Fruto da melhoria das condições do mercado de trabalho e de medidas de política com impacto no rendimento disponível das famílias, antevê-se uma recomposição da dinâmica de crescimento do consumo privado, com o consumo de bens correntes a ganhar uma maior preponderância. Assim, é esperada uma desaceleração do consumo de bens duradouros, após vários anos de crescimentos significativos, enquanto o consumo de bens correntes deverá acelerar ligeiramente ao longo do horizonte de projeção. No global, o consumo privado deverá crescer, em termos reais, 1,6% em todos os anos de projeção. A dinâmica do consumo privado, e em especial do consumo de bens duradouros, é compatível com a necessidade de desalavancagem das famílias, cujo endividamento, apesar de apresentar uma tendência decrescente, encontra-se ainda em níveis bastante elevados. Por outro lado, o aumento do rendimento disponível real das famílias deverá situar-se ligeiramente acima do crescimento do consumo privado, sendo esperado uma recuperação progressiva da taxa de poupança até 2021.

Ao longo do horizonte de projeção é esperada uma melhoria do consumo público alicerçada numa evolução menos negativa do emprego público, que estabiliza a partir de 2020, aliado a um crescimento contido da aquisição de bens e serviços compatível com as opções de política orçamental tomadas pelo governo para 2016 e anos seguintes.

O investimento deverá apresentar um comportamento vigoroso ao longo do horizonte de projeção, com um crescimento médio de 4,9%. A robustez do investimento resulta da necessidade de aumento da capacidade produtiva da economia, fruto de um maior dinamismo da procura interna e externa assim como das condições de financiamento particularmente favoráveis, associadas à manutenção das taxas de juro em níveis relativamente baixos e às quais serão acrescidos ganhos da estabilização do sector bancário⁷. Por outro lado, o perfil encontra-se influenciado por alguns fatores, tais como o perfil de execução dos fundos comunitários do Portugal 2020, assim como pela materialização de alguns projetos de investimento de relevo (Autoeuropa e Iberdrola). A materializar-se este cenário, o peso do investimento no PIB aumentará face a 2016 (2 p.p. para 16,8%, em 2021), concorrendo para a reposição do *stock* de capital da economia e para o aumento do produto potencial.

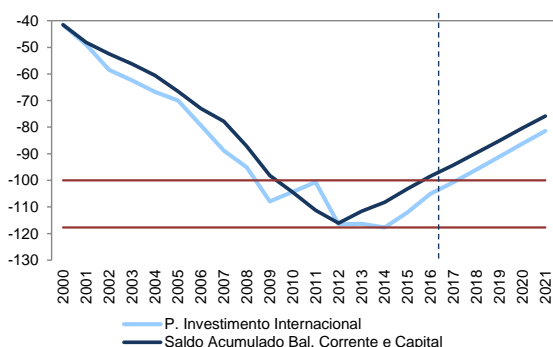
As exportações de bens e serviços deverão crescer anualmente 4,5%, a partir de 2017, ressalvando-se que as exportações de bens deverão apresentar um crescimento compatível com a evolução esperada

⁷ Nomeadamente a Recapitalização da CGD, redefinição da estrutura acionista do BPI e do BCP, extensão da maturidade dos empréstimos ao Fundo de Resolução, conclusão da venda do Novo Banco e inclusão do BANIF nas operações do Santander.

para a procura externa relevante de bens, enquanto as exportações de serviços deverão registar um comportamento mais robusto. Esta evolução reflete essencialmente: *i)* a materialização de alguns projetos de investimento direcionados maioritariamente para o mercado externo (como, por exemplo, o investimento na Autoeuropa para produção de um novo modelo automóvel), *ii)* o processo contínuo de reorientação dos recursos para setores mais produtivos; *iii)* mas também a melhoria sustentada da exportação de serviços, alicerçada numa dinâmica muito positiva do turismo. A evolução dos custos de trabalho por unidade produzida (CTUP) deverá estar em linha com a área do euro assegurando a manutenção da competitividade-preço da economia nacional.

As importações de bens e serviços deverão desacelerar ligeiramente em 2017 para 4,1%, estabilizando, posteriormente, em torno deste valor. Esta dinâmica reflete sobretudo a evolução da procura interna, e em especial, a relativa perda de importância do consumo de bens duradouros, por natureza com uma maior propensão à importação. No global, a evolução das exportações e importações, aliadas a uma estabilização dos termos de troca a partir de 2018 deverá levar a uma melhoria progressiva da balança comercial. Consequentemente, a capacidade de financiamento da economia portuguesa deverá atingir os 1,7% do PIB em 2021 (1,5% em 2016). Tal promoverá a continuada diminuição do endividamento externo da economia portuguesa, com reflexo na posição de investimento internacional (ver gráficos seguintes).

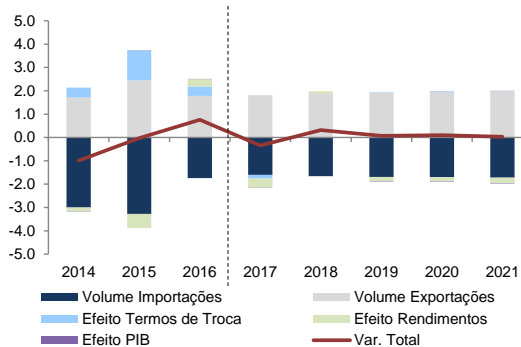
Gráfico I.2.5. Evolução da Posição de Investimento Internacional
(em % do PIB)



Fontes: INE, Banco de Portugal e Ministério das Finanças.

Nota: Saldo da balança corrente acumulado com ano base na Posição de Investimento Internacional de 2000.

Gráfico I.2.6. Variação da Capacidade/Necessidades de Financiamento
(contributos, p.p.)

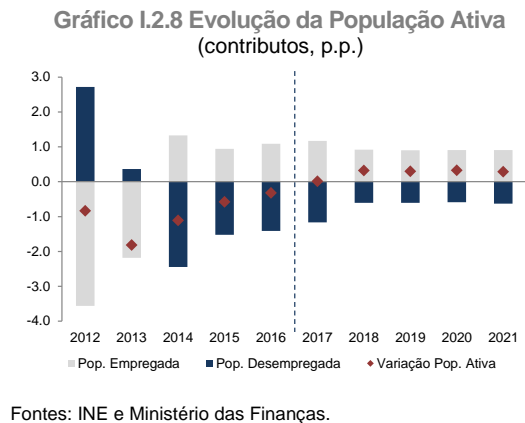
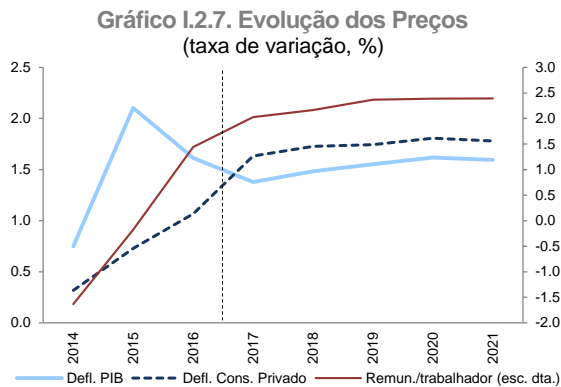


Fontes: INE e Ministério das Finanças.

A inflação medida pelo IPC deverá acelerar em 2017 para 1,6% e ligeiramente nos anos subsequentes até atingir os 1,8% em 2021, traçando assim um perfil compatível com o objetivo de estabilidade dos preços enunciado pelo Banco Central Europeu (BCE) e com as projeções recentes desta instituição para a área do euro. A forte aceleração do IPC para 2017 refletirá, entre outros, a evolução esperada da componente energética, mas também as pressões resultantes dos custos do trabalho, que evoluem em linha com a média da área do euro. Por seu turno, o deflator do PIB deverá desacelerar em 2017 (1,4%), acelerando ligeiramente nos anos subsequentes até atingir 1,6% em 2021. A dinâmica em 2017 resulta sobretudo do contributo negativo dos termos de troca, reflexo do aumento esperado do preço do petróleo e depreciação do euro face ao dólar.

A taxa de desemprego deverá diminuir de forma gradual ao longo do horizonte de projeção, de 9,9% em 2017 para 7,4% em 2021, aproximando-se da taxa natural de desemprego. Esta evolução é compatível com a evolução da atividade económica e encontra-se associada a um aumento do emprego de 1,3% em 2017 e 1% nos anos seguintes, assim como a um aumento da população ativa de 0,3% a partir de 2018. A produtividade aparente do trabalho deverá aumentar ao longo do horizonte de projeção, em especial até 2019, enquanto as remunerações por trabalhador deverão crescer até 2019, mantendo-se estáveis

nos anos seguintes. Assim, os CTUP deverão crescer entre 1,2% e 1,5% ao longo de todo o horizonte de projeção, em linha com a evolução esperada para a área do euro.



I.2.4 Análise de Riscos do Cenário Macroeconómico

Globalmente, as projeções para a economia mundial estão rodeadas de incerteza, associada sobretudo:

- (i) às alterações no plano económico, político e institucional da União Europeia, decorrente da saída do Reino Unido da UE (*Brexit*);
- (ii) ao impacto da política económica da nova presidência dos EUA. As opções por políticas protecionistas, as quais originam a redução de fluxos comerciais e da própria circulação de pessoas. Por outro lado, a normalização da política monetária dos EUA menos gradual, com uma subida mais rápida das taxas de juro federais, poderá ter um impacto negativo nas economias de mercado emergentes, mais expostas às condições financeiras mundiais e dependentes dos fluxos de capitais;
- (iii) aos resultados dos processos eleitorais a decorrer na Europa;
- (iv) às tensões geopolíticas associadas aos conflitos e guerras civis no Médio Oriente e África em acumulação com a não resolução do problema dos refugiados e dos movimentos migratórios que circundam a Europa.

De entre os riscos que mais podem afetar diretamente o crescimento económico da área do euro, destaca-se o prolongamento da situação de fragilidade dos bancos europeus que pode dificultar a obtenção de créditos bancários às empresas e afetar o desenvolvimento da economia, especialmente em termos de investimento. Por outro lado, o reconhecimento do problema a nível europeu pode promover uma solução única em termos europeus, beneficiando o crescimento económico.

II. Estratégia Orçamental

II.1 Desenvolvimentos Recentes das Finanças Públicas

Défi ce

Em 2016, o défi ce das Administrações Públicas situou-se em 2% do PIB, de acordo com a revisão da 1.^a notificação do Procedimento por Défi ces Excessivos (PDE) de 2017⁸. Este resultado superou todas as metas estabelecidas nos anteriores documentos de política orçamental (o Orçamento do Estado para 2016 e o Programa de Estabilidade estabeleciam uma meta de -2,2% e a estimativa subjacente ao Orçamento do Estado para 2017 um objetivo de -2,4%). Foi o défi ce mais baixo desde a história da democracia, longe do limiar de referência de 3% estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)⁹.

O saldo primário fixou-se em 2,2% do PIB, estimando-se como um dos maiores da União Europeia. Este indicador evidencia que as receitas totais das Administrações Públicas superaram a despesa líquida de juros em 4.114 milhões de euros.

Face a 2015, o saldo das administrações públicas melhorou 2,3 p.p. do PIB, em resultado da redução do peso da despesa no PIB (-3,3 p.p. do PIB), parcialmente anulado pela diminuição da receita em 0,9 p.p. do PIB.

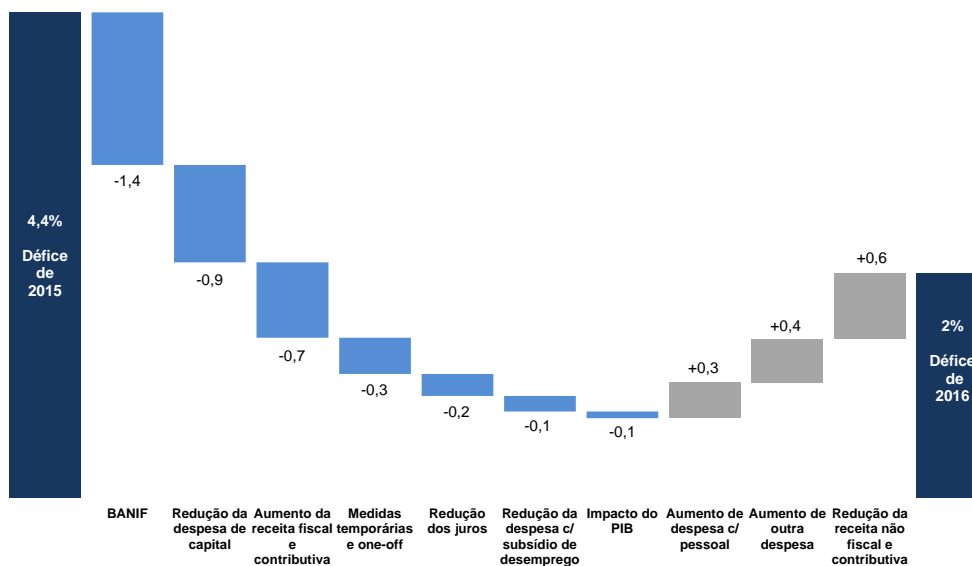
O gráfico II.1.1 evidencia os principais contributos para a melhoria do défi ce. Expurgando o efeito da medida de recapitalização aplicada ao BANIF (-1,4p.p.do PIB) em 2015, destaca-se a redução da despesa de capital (-0,9p.p. do PIB) verificada em 2016 e o contributo da receita fiscal e contributiva que reflete, principalmente, a evolução positiva da economia portuguesa e do mercado de trabalho.

Outros contributos para a redução do défi ce vieram da despesa, em particular, a diminuição dos encargos com os juros da dívida pública, com as prestações sociais relacionadas com o subsídio de desemprego e o congelamento da despesa em consumo intermédio, excluindo PPP. Estes efeitos foram, em parte, mitigados pela redução da receita não fiscal, em particular da outra receita corrente, e, do lado da despesa, pelo aumento das despesas com pessoal, que reflete a reposição integral dos salários dos funcionários públicos que se observou ao longo de 2016. Num contexto de crescimento nominal do PIB, de 3%, o efeito denominador contribuiu em 0,1 p.p. para a melhoria do saldo.

⁸ INE, Destaque sobre o Procedimento por Défi ces Excessivos (revisão da 1.^a notificação 2017), 12 de abril de 2017. Atendendo a que não foi disponibilizada informação detalhada sobre a revisão da conta de 2016, a subjacente a este exercício incorpora apenas a revisão em baixa do investimento da Administração Local.

⁹ O défi ce excluindo o efeito do PERES ficaria, ainda assim, abaixo do estabelecido pela decisão do Conselho no âmbito do Tratado de Funcionamento da União Europeia, designadamente pelo art.º 126 (9), o qual apontava para um défi ce de 2,5% para 2016.

Gráfico II.1.1. Passagem do Défice das AP de 2015 ao Défice de 2016
(p.p. do PIB)



Nota: um ajustamento negativo (positivo) melhora (agrava) o défice.

Fonte: INE e Ministério das Finanças.

As medidas temporárias e *one-off* (ver quadro II.1.1.), onde se inclui o Programa Especial de Redução de Endividamento ao Estado (PERES)¹⁰, contribuíram em 0,3 p.p. do PIB para a redução do défice. As medidas temporárias e *one-off* consideradas no presente exercício, e que servem de cálculo ao saldo estrutural, foram previamente analisadas e discutidas com a Comissão Europeia. Apresenta-se no quadro II.1.1 o conjunto de medidas, e respetivos montantes, que resultaram dessas discussões e que são utilizadas quer pelo Ministério das Finanças quer pela Comissão Europeia.

Quadro II.1.1. Medidas Temporárias e *one-off*

Medidas Temporárias e <i>one-off</i>	milhões de euros		% do PIB	
	2015	2016	2015	2016
Medidas do lado da receita	242,3	547,7	0,1	0,3
Transferências para o Fundo Único de Resolução	130,0		0,1	
Revisão do Regime dos Fundos de Investimento	112,3	-130,0	0,1	-0,1
<i>Pre-paid Margins EFSF</i>		285,8		0,2
PERES		391,9		0,2
Medidas do lado da despesa	2 463,2	-34,4	1,4	0,0
Medida de resolução aplicada ao BANIF	2 463,2		1,4	
Acerto de contribuições para UE		77,1		0,0
F-16 Roménia		-111,5		-0,1
Impacto no saldo	-2 220,9	582,1	-1,2	0,3

Fonte: Ministério das Finanças.

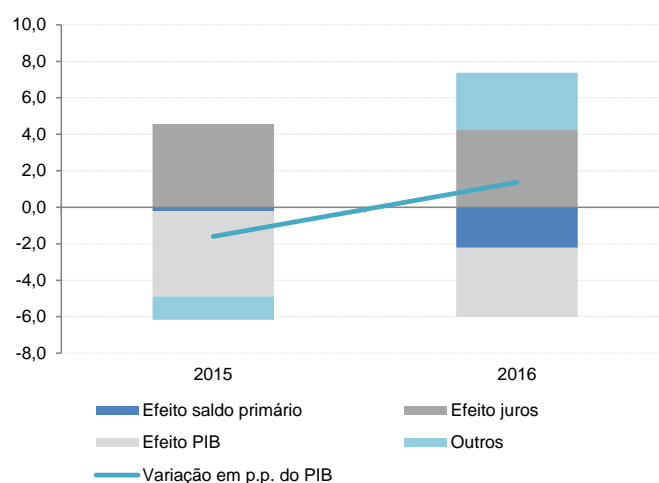
¹⁰ O montante total do PERES ascendeu a 0,3 p.p. do PIB, mas apenas 0,2 p.p. do PIB são considerados extraordinários, por excluírem a parte da receita coerciva que seria cobrada independentemente do referido programa, bem como a componente prestacional.

Adicionalmente, ao longo de 2016 observou-se um aumento significativo dos reembolsos dos principais impostos (IRS, IVA e IRC). Este aumento prejudicou a receita de 2016 em 903M€ (0,5% do PIB), resultando, em grande medida, de decisões de natureza fiscal que beneficiaram o défice de 2015.

Dívida

Em 2016, a dívida pública atingiu 130,4% do PIB, mais 1,4 p.p. que no ano anterior. Esta evolução é explicada pelo efeito dinâmico (0,5 p.p. do PIB) em que o crescimento do PIB nominal (-3,8 p.p. do PIB) ainda não compensou o efeito negativo dos juros (4,2 p.p. do PIB). No sentido inverso temos o efeito do saldo primário que contribuiu para a redução da dívida em 2,2 p.p. do PIB.

Gráfico II.1.2. Dinâmica da Dívida Pública 2015-2016
(em % do PIB)



Fonte: INE, Banco de Portugal e Ministério das Finanças

O contributo dos ajustamentos défice-dívida para o agravamento do nível de dívida (3,1 p.p. do PIB) reflete essencialmente a aquisição líquida de ativos financeiros, que incluem 1.766 milhões de euros da medida de resolução aplicada ao BANIF, S.A. (com referência a 2015) bem como 2.500 milhões de euros da recapitalização em dinheiro na Caixa Geral de Depósitos (que apenas se realizou no 1.º trimestre de 2017).

Estas operações contribuíram assim para uma diminuição do rácio da dívida pública líquida de depósitos da Administração Central em percentagem do PIB de 0,5 p.p. (121,1% do PIB em 2016), resultado do aumento dos depósitos da Administração Central (+1,9 p.p. do PIB).

II.2 Perspetivas de Médio Prazo para as Finanças Públicas 2017-2021

II.2.1 Estratégia Orçamental e Objetivos de Médio Prazo

O défice de 2% do PIB alcançado em 2016 - a primeira vez, nos últimos anos, em que Portugal cumpre todos os objetivos orçamentais propostos no Orçamento do Estado - e a trajetória sustentável deste indicador no horizonte de projeção, claramente abaixo do limite de 3% estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), criam as condições necessárias e suficientes para que Portugal saia do Procedimento por Défices Excessivos (PDE)¹¹ em 2017, tal como estabelecido na decisão do

¹¹ A revogação do PDE deverá ser conhecida após a publicação pela Comissão Europeia das previsões da primavera e na sequência das recomendações específicas a cada país no contexto do semestre europeu

Conselho, nos termos do Artigo 126(9) do TFUE¹². É intenção do Governo manter o mesmo rigor orçamental que tem prosseguido e continuar a trajetória de redução do défice e de diminuição da dívida pública. As metas para o horizonte de projeção 2017-2021 continuam a ter subjacentes estes princípios, credibilizando a estratégia económica do Governo para uma economia portuguesa plenamente integrada na União Europeia.

Neste contexto, a trajetória de consolidação orçamental permite atingir o Objetivo de Médio Prazo (OMP)¹³, que se situa em +0,25% do PIB potencial, em 2021 contribuindo assim para a sustentabilidade de médio e longo prazo das finanças públicas.

Projeções Orçamentais

A publicação pelo INE a 12 de abril da versão preliminar da conta das Administrações Públicas para 2016 com um défice de 2% identificou um desvio positivo de 0,4 p.p. do PIB no saldo das Administrações Públicas, face à estimativa subjacente ao OE2017, implicando alterações nas componentes da conta. Desta forma, na conta de 2017 agora apresentada fez-se repercutir parte desses efeitos (*carry-over*) bem como a introdução de alguns elementos já conhecidos para 2017 e que decorrem da execução orçamental até ao primeiro trimestre, nomeadamente: i) a composição da receita de impostos; ii) diminuição das vendas e outra receita corrente; iii) diminuição da receita de capital, sendo que parte se repercute em menos investimento; iv) nas despesas com pessoal foi mantido o mesmo efeito da reposição integral dos salários dos funcionários da Administração Pública prevista no OE17; v) diminuição da outra despesa corrente, tendo sido retirado o efeito da dotação orçamental e redistribuída por outras componentes; vi) e diminuição dos juros, onde foi incorporada uma estimativa mais atualizada.

Face aos resultados conseguidos em 2016, quer a nível macroeconómico quer a nível orçamental, que superaram as estimativas subjacentes ao OE2017, o Governo revê em baixa a previsão do défice de 2017 para 1,5% do PIB (menos 0,1 p.p. do PIB, face ao OE2017).

Ao longo do período de projeção, a conta das Administrações Públicas (Quadro II.2.1.) evidencia uma melhoria do saldo orçamental, atingindo um excedente de 1,3% do PIB em 2021. Esta evolução reflete um processo de consolidação orçamental concentrado essencialmente na diminuição da despesa, -3,1 p.p. do PIB, enquanto a receita total (-0,4 p.p. do PIB), e sobretudo a receita fiscal (-0,7 p.p.) reduzem o seu peso na economia portuguesa.

¹² <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11553-2016-INIT/en/pdf>.

¹³ Traduzido em termos de saldo estrutural em percentagem do PIB potencial.

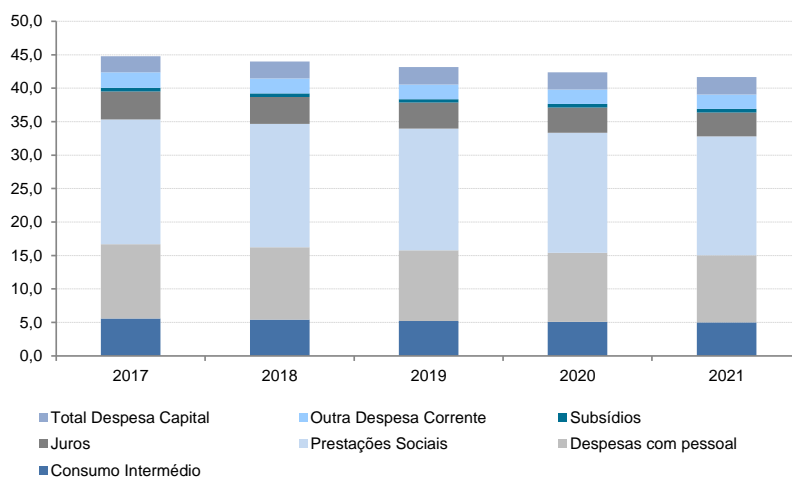
Quadro II.2.1. Previsão para a Conta das Administrações Públicas 2017-2021

	% do PIB					Var. p.p. 2021/17
	2017	2018	2019	2020	2021	
Receita Fiscal	24,9	24,7	24,5	24,4	24,2	-0,7
Impostos sobre a Produção e Importação	14,8	14,8	14,7	14,7	14,6	-0,3
Impostos sobre Rendimento e Património	10,1	9,9	9,8	9,7	9,6	-0,5
Contribuições para Fundos da Segurança Social	11,8	11,7	11,8	11,8	11,7	0,0
Das quais: Contribuições Sociais Efetivas	9,3	9,3	9,4	9,5	9,5	0,2
Vendas	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	0,0
Outra Receita Corrente	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	0,1
Total das Receitas Correntes	42,6	42,5	42,3	42,2	41,9	-0,7
Receita de capital	0,7	0,5	0,6	0,6	1,0	0,3
Total Receitas	43,3	43,0	42,9	42,8	42,9	-0,4
Consumo Intermédio	5,6	5,4	5,2	5,1	5,0	-0,6
Despesas com pessoal	11,1	10,8	10,6	10,3	10,0	-1,1
Prestações Sociais	18,7	18,4	18,2	17,9	17,7	-0,9
Das quais: que não em espécie	17,0	16,8	16,6	16,4	16,2	-0,8
Juros	4,2	4,0	3,9	3,8	3,6	-0,6
Subsídios	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0
Outra Despesa Corrente	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	-0,2
Total Despesa Corrente	42,4	41,5	40,6	39,8	39,1	-3,3
Formação Bruta Capital Fixo	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	0,1
Outra Despesas Capital	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,0
Total Despesa Capital	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	0,2
Total Despesa	44,8	44,0	43,2	42,4	41,7	-3,1
Capacid. (+)/Nec. (-) Financ. Líquido	-1,5	-1,0	-0,3	0,4	1,3	2,8

Fonte: Ministério das Finanças.

Entre 2017 e 2021, o saldo orçamental melhora em 2,8 p.p. do PIB, sendo o maior contributo atribuído à despesa (Gráfico II.2.1.).

Gráfico II.2.1. Decomposição da Despesa (% do PIB)



Fonte: Ministério das Finanças.

As despesas com pessoal, que contribuem com uma diminuição de 1,1 p.p. do PIB para a consolidação orçamental, refletem, até 2019, um rácio de novas entradas por cada saída por aposentação inferior a um, e a partir de 2020, uma estabilização do emprego. Em sentido contrário, contemplam a reversão integral dos cortes salariais em 2017 (definida já no OE2017) e o descongelamento gradual das carreiras a partir de 2018. O desenvolvimento económico e social necessita de uma Administração Pública (AP) forte. As políticas de congelamento das progressões das carreiras dos funcionários públicos iniciada na década passada e a falta de instrumentos de gestão foram um retrocesso na eficiência e atratividade dos

organismos públicos enquanto locais de desenvolvimento de carreira e de competências, que agora se inverte gradualmente, a bem da eficiência económica.

A despesa com prestações sociais cai 0,9 p.p. do PIB, explicada pelo menor peso das pensões pagas pela CGA e das prestações sociais em espécie (em parte refletindo a diminuição com PPP da saúde), pela redução da despesa com subsídio de desemprego e por um maior controlo e fiscalização nas atribuições de outras prestações sociais, no âmbito do plano de combate à fraude e evasão prestacional e contributiva. Adicionalmente, o ano de 2018 contempla o pagamento integral da atualização das pensões e um aumento da prestação social para a inclusão.

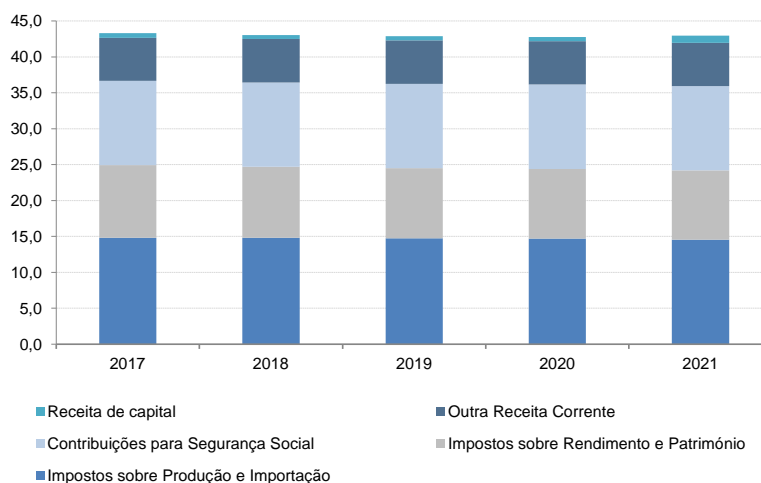
O consumo intermédio apresenta uma redução de 0,6 p.p. do PIB, refletindo os efeitos das medidas de racionalização e simplificação dos serviços públicos, bem como de medidas de contenção de custos em áreas específicas da Administração Pública - atualmente objeto de análise aprofundada no âmbito da revisão da despesa. Os encargos com PPP e subconcessões rodoviárias apresentam um perfil relativamente constante entre 2017 e 2021.

Ao longo do horizonte de projeção, estima-se uma diminuição da despesa com juros de 0,6 p.p. do PIB. Esta melhoria gradual da despesa de juros da dívida pública tem subjacente a amortização antecipada do empréstimo do FMI realizada entre o final de 2016 e o início de 2017 e prevê a prossecução desta política até 2019.

São ainda previstas medidas que fomentem a plena utilização dos fundos estruturais europeus até 2020, incluindo no setor público.

A receita deverá diminuir o seu peso no PIB em 0,4 p.p.. Esta evolução resulta de uma redução da receita fiscal de 0,7 p.p., com os impostos sobre o rendimento e o património (-0,5 p.p.) a contribuírem de forma mais acentuada do que os impostos sobre a produção e importação (-0,3 p.p.). Tal reflete a atual política de recomposição da receita fiscal entre menos impostos diretos e mais impostos indiretos, o que promove a utilização dos fatores produtivos, aumenta o rendimento disponível das famílias e melhora as condições sociais.

Gráfico II.2.2. Decomposição da Receita
(% do PIB)



Fonte: Ministério das Finanças

A evolução dos impostos sobre o rendimento e o património considera o aumento da base tributável, em linha com o crescimento económico e a massa salarial. As medidas de tributação direta incluem a redução do Pagamento Especial por Conta com efeitos a partir de 2017 no IRC. Com efeito a partir de

2018, no IRS, considera-se a eliminação da sobretaxa e uma medida de apoio a famílias de baixos rendimentos, com objetivo de aumentar a progressividade do imposto. Os impostos sobre a produção e importação refletem o crescimento da receita do IVA, em linha com o crescimento do consumo privado em termos nominais. O ISP acompanha a evolução em volume da procura interna.

As contribuições sociais evoluem com o aumento da remuneração média e do emprego, incluindo igualmente um crescimento do montante de cobrança coerciva no âmbito das medidas de combate à fraude e evasão contributiva e prestacional introduzidas no final de 2016, nomeadamente a nova declaração eletrónica. Incorpora, ainda, uma diminuição gradual das contribuições para a CGA, resultante da saída de subscritores para aposentação e reforma.

A evolução da receita de capital evidencia os recebimentos dos fundos estruturais no âmbito da execução do PT2020. O aumento anormalmente elevado em 2021 reflete a devolução das restantes *pre-paid margins* referentes ao segundo empréstimo do FEEF.

Para uma avaliação dos impactos das medidas de política orçamental na economia e na consolidação orçamental necessária no período de projeção, de forma a cumprir os requisitos orçamentais estabelecidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, elabora-se um cenário base em que se mantém as medidas existentes, eliminando as que necessitam de legislação específica. Neste cenário, pressupõe-se, regra geral, que as componentes da despesa e da receita¹⁴ crescem a um ritmo igual ao PIB nominal. As medidas consideradas para o cenário em políticas invariantes são as descritas no quadro II.2.2..

Quadro II.2.2. Medidas de Política Orçamental num Cenário de Políticas Invariantes: 2018-2021
(em milhões de euros)

Componente/medida	2018
Total da Receita	-951
Impostos correntes sobre Rendimento e Património	-180
Sobretaxa de IRS	-180
Impostos s/Produção e Importação	-321
Contribuição Extraordinária sobre o Setor Bancário (CSB)	-187
Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético (CESE)	-90
Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético 2 (CESE2)	-30
Contribuição sobre a Indústria Farmacêutica (CEIF)	-14
Transferências de capital recebidas	-450
Recuperação garantia BPP	-450
Total da Despesa	238
Prestações Sociais	238
Pensões	148
Prestação social para a inclusão (PSI) (*)	90
Impacto no saldo	-1 189

(*) Este valor não incorpora a despesa realizada com as prestações sociais que vão ser revogadas e cujos beneficiários transitarão para a nova prestação.

Fonte: Ministério das Finanças.

Neste contexto, as principais medidas de política orçamental para o horizonte de projeção encontram-se descritas no quadro II.2.3.. Estas medidas têm um carácter incremental e são analisadas face ao cenário base, de políticas invariantes, descrito anteriormente. A medida de apoio aos baixos rendimentos terá um

¹⁴ Para determinadas componentes, tais como as pensões, subsídio de desemprego, receita fiscal e outras, utiliza-se indicadores de projeção específicos.

montante anual de 200 milhões de euros. No caso do descongelamento gradual das carreiras dos funcionários públicos, haverá um incremento anual de 200 milhões de euros, pelo que no final de 2021 o aumento total da despesa líquida (despesas com pessoal líquidas de imposto e contribuições para a segurança social) face a 2017 será 564 milhões de euros.

Quadro II.2.3. Medidas de Política Orçamental para 2018-2021
(em milhões de euros)

Componente/medida	2018	2019	2020	2021
Total da Receita	461	315	83	964
Impostos correntes sobre Rendimento e Património	-175	25	30	30
Descongelamento gradual das carreiras	30	30	30	30
Contenção do emprego público	-5	-5		
Apoio aos baixos rendimentos	-200			
Impostos s/Produção e Importação	411	90	0	0
Contribuição Extraordinária sobre o Setor Bancário (CSB)	187			
Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético (CESE)	90			
Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético 2 (CESE2)	30			
Contribuição sobre a Indústria Farmacêutica (CEIF)	14			
Outros impostos	90	90		
Contribuições Sociais p/ fundos SS	58	58	77	77
Descongelamento gradual das carreiras	77	77	77	77
Contenção do emprego público	-19	-19	0	0
Transferências de capital recebidas	167	142	-24	858
Fundos Estruturais	167	142	-24	-90
<i>Pre-paid margins EFSF (*)</i>				948
Total da Despesa	-238	-170	-46	-7
Consumo Intermédio	-300	-300	-200	-100
Descongelamento nominal progressivo do Consumo Intermédio s/ PPP	-300	-300	-200	-100
Despesas com pessoal	217	217	248	248
Descongelamento gradual das carreiras	248	248	248	248
Contenção do emprego público	-31	-31		
Juros	-152	-134	38	0
Poupanças em juros	-152	-134	38	0
Subsídios	-20	-31	-11	0
Fundos Estruturais	-20	-31	-11	0
Outra Despesa Corrente	-180	-90	-90	-45
Contenção da outra despesa corrente	-180	-90	-90	-45
Formação Bruta de Capital fixo	162	140	-18	-82
Fundos Estruturais	162	140	-18	-82
Outra Despesa de Capital	36	28	-12	-27
Fundos Estruturais	36	28	-12	-27
Impacto no saldo	699	486	129	971

(*) Medida temporária e *one-off*.

Fonte: Ministério das Finanças.

As contribuições extraordinárias, incluídas nos impostos sobre a produção e importação, devem ser analisadas atendendo a que no cenário de políticas invariantes, porque precisam de legislação

específica, foram eliminadas. Estas não são, de facto, novas medidas, pelo que a sua inclusão em 2018, no cenário de políticas variantes, repõe um conjunto de medidas idêntico ao de 2017.

No caso do consumo intermédio (excluindo PPP) e da outra despesa corrente, o seu descongelamento progressivo deverá ser analisado atendendo a que no cenário de políticas invariantes estas componentes crescem de acordo com o PIB nominal, pelo que as medidas de política adotadas têm como impacto que a despesa se mantenha constante face a 2017 (exceto para 2020 e 2021 em que haverá um relaxamento desta contenção). Estas medidas estão contidas no Programa de Revisão de Despesa que se estenderá gradualmente a toda a AP.

O objetivo de médio prazo (OMP) para Portugal, fixado pela Comissão Europeia em 0,25%¹⁵ do PIB potencial, será atingido em 2021, depois de excluído o efeito da medida temporária e *one-off* das *pre-paid margins* (quadro II.2.4.). No horizonte de projeção, o ajustamento estrutural é de 2 p.p. do PIB potencial, refletindo já a convergência para o novo OMP.

Refira-se que o cálculo do Produto Potencial segue a metodologia da CE. A revisão em alta deste agregado face ao PE 2016-2020 reflete um contributo mais positivo do investimento e do emprego. O hiato do produto tem assim um perfil ligeiramente diferente, que associado a saldos orçamentais mais favoráveis, levam a um ajustamento estrutural ligeiramente melhor. Este, por sua vez, reflete a opção por uma política fiscal mais adequada ao contexto socioeconómico do país e um esforço de racionalização da despesa pública. Desta forma, o ajustamento é feito procurando maior eficiência, da qual resultam reduções na receita e na despesa estrutural de 0,5 p.p. e de 1,9 p.p. do PIB, respetivamente.

Quadro II.2.4. Principais Indicadores de Finanças Públicas 2017-2021
(% do PIB)

	2017 ^(e)	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
Saldo global	-1,5	-1,0	-0,3	0,4	1,3
Saldo primário	2,7	3,1	3,6	4,2	4,9
Saldo estrutural	-1,7	-1,1	-0,5	0,0	0,3
Var. saldo estrutural	0,3	0,6	0,6	0,5	0,3
Saldo primário estrutural	2,5	3,0	3,4	3,8	3,9
Receita estrutural	43,1	43,0	42,9	42,8	42,5
Despesa primária estrutural	40,6	40,1	39,5	39,0	38,6

Nota: As variáveis estruturais encontram-se em percentagem do PIB potencial.

(e) estimativa; (p) previsão

Fonte: Ministério das Finanças.

O saldo primário, que exclui o efeito do pagamento dos juros, apresenta uma trajetória de acumulação de excedentes, prevendo-se que atinja 4,9% do PIB em 2021, correspondendo a uma melhoria de 2,2 p.p. do PIB face a 2017.

Entre 2017 e 2021, prevê-se que a política orçamental assuma uma postura contra cíclica, ao aproveitar a melhoria da conjuntura económica para se atingir uma consolidação orçamental sustentada e a convergir para o OMP, observando-se variações positivas simultâneas no hiato do produto e no ajustamento do saldo primário estrutural.

O Programa de Estabilidade cumpre com os compromissos de redução do défice estrutural e da dívida pública.

¹⁵ Refira-se que o OMP, de acordo com as regras europeias, é revisto a cada três anos, tendo sido fixado em 0,25% do PIB potencial em 2016.

Dinâmica da Dívida Pública

Para 2017, projeta-se que a dívida pública atinja 127,9% do PIB (quadro II.2.5.). Uma revisão de -0,5 p.p. face ao Orçamento do Estado para 2017 (128,3% do PIB). Até 2021 a dívida pública apresenta uma trajetória de redução, atingindo o valor de 109,4% do PIB, menos 18,4 p.p. do que em 2017. Para esta trajetória contribui, essencialmente, o efeito do saldo primário, crescente ao longo do período de projeção. O efeito dinâmico, composto pelos efeitos conjugados dos juros e do PIB, torna-se benéfico para a diminuição da dívida a partir de 2018, o que significa que o crescimento da economia portuguesa permite compensar o impacto negativo do peso dos juros. Os outros ajustamentos défice-dívida (*stock-flow*) têm contributos diferenciados ao longo do período, sendo de destacar a maior utilização de depósitos bancários entre 2018 e 2019 e um aumento dos mesmos em 2020, antecipando as amortizações de dívida que irão ocorrer em 2021.

Quadro II.2.5. Dinâmica da Dívida Pública 2017-2021
(em % do PIB)

	2017 ^(e)	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
Dívida pública consolidada (% PIB)	127,9	124,2	120,0	117,6	109,4
Varição em p.p. do PIB	-2,5	-3,6	-4,2	-2,3	-8,2
Efeito saldo primário	-2,7	-3,1	-3,6	-4,2	-4,9
Efeito dinâmico	0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7
Efeito juros	4,2	4,0	3,9	3,8	3,6
Efeito PIB	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3	-4,3
Outros	0,1	-0,4	-0,2	2,4	-2,6

Fonte: Ministério das Finanças.

(e) estimativa; (p) previsão

II.2.2. Quadro Plurianual de Programação Orçamental para 2017-2021

O Quadro Plurianual de Programação Orçamental estabelece os limites de despesa financiada por receitas gerais para a Administração Central no seu conjunto e, para 2018, também para cada um dos seus Programas Orçamentais.

Face aos limites definidos para 2017, verifica-se um acréscimo global de cerca de 0,3% ou 132 milhões de euros em 2018. Esta evolução reflete em grande medida a diminuição dos juros da dívida pública os quais justificam a redução em 0,8% no agrupamento do Programa da área “Económica”.

Em sentido inverso, destaca-se o aumento no agrupamento do Programa da área “Social”, que beneficia de um aumento mais expressivo dos recursos alocados em 2018, sendo que os Programas que mais contribuem são o P012 – Trabalho, Solidariedade e Segurança Social e o P013 – Saúde.

Quadro II.2.6. Plurianual de Programação Orçamental

(Despesa Financiada por Receitas Gerais, Contabilidade Pública, milhões de euros)

Limites de despesa financiada por receitas gerais		2017	2018	2019	2020	2021
Soberania	P001 - Órgãos de soberania	3 457	3 474			
	P002 - Governação	114	115			
	P003 - Representação Externa	288	289			
	P008 - Justiça	615	618			
	P009 - Cultura	298	304			
Subtotal agrupamento		4 772	4 800	4 847		
Segurança	P006 - Defesa	1 743	1 752			
	P007 - Segurança Interna	1 631	1 639			
Subtotal agrupamento		3 374	3 391	3 424		
Social	P010 - Ciência Tecnologia e Ensino Superior	1 461	1 468			
	P011 - Ensino Básico e Secundário e Administração Escolar	5 254	5 280			
	P012 - Trabalho, Solidariedade e Segurança Social	13 650	13 718			
	P013 - Saúde	8 125	8 206			
Subtotal agrupamento		28 490	28 672	28 953		
Económica	P004 - Finanças e Administração Pública	3 590	3 608			
	P005 - Gestão da Dívida Pública	7 543	7 421			
	P014 - Planeamento e Infraestruturas	813	817			
	P015 - Economia	370	371			
	P016 - Ambiente	79	79			
	P017 - Agricultura, Florestas, Desenvolvimento Rural e Mar	313	314			
	P018 - Mar	48	49			
Subtotal agrupamento		12 755	12 659	12 783		
Total da Despesa financiada por receitas gerais		49 391	49 523	50 007	50 857	51 721

III. Análise de Sensibilidade

III.1 Análise de Sensibilidade ao Enquadramento Macroeconómico

III.1.1 Previsões Macroeconómicas e Orçamentais de outras Entidades

Comparativamente com as demais instituições, o cenário macroeconómico apresentado neste Programa de Estabilidade é ligeiramente mais positivo. Contudo será importante realçar que os exercícios de projeção das instituições internacionais foram realizados ainda antes de serem conhecidos os dados finais das Contas Nacionais de 2016, que, de um modo geral, superou as expectativas de todas as instituições aqui consideradas.

Quadro III.1.1. Previsões Macroeconómicas
(taxa de variação, em %)

	(taxa de variação, em %)																					
	MF					CFP					BdP			OCDE		CE		FMI				
	abr/17					mar/17					mar/17			nov/16		fev/17		fev/17				
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2019	2020	2021
PIB e Componentes da Despesa (em termos reais)																						
PIB	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,8	1,7	1,6	1,2	1,3	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0
Consumo Privado	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	2,0	1,8	1,5	1,3	0,9	2,1	1,4	1,4	1,2	1,2	1,6	1,2	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
Consumo Público	-1,0	-0,8	-0,9	0,0	0,5	-0,3	0,6	0,3	0,3	0,5	0,2	0,5	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2
Investimento (FBCF)	4,8	5,1	5,1	4,8	4,7	5,0	3,9	3,3	2,7	2,7	6,8	5,0	4,8	0,7	1,6	3,8	4,2	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4
Exportações de Bens e Serviços	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,4	4,2	4,1	4,1	6,0	4,8	4,5	3,7	4,0	4,1	4,2	3,6	3,9	4,0	3,9	4,0
Importações de Bens e Serviços	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,7	4,7	4,2	4,0	3,9	7,3	4,9	4,7	3,6	3,6	4,3	4,3	3,5	3,9	3,9	3,9	3,9
Contributos (p.p.)																						
Procura Interna	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9	1,6	1,4	1,4	:	:	:	1,1	1,1	:	:	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
Procura Externa Líquida	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	:	:	:	0,1	0,2	:	:	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Evolução dos Preços																						
Deflador do PIB	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	:	:	:	0,9	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7
IPC*	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,0	1,4	1,5	1,7	1,9	1,6	1,5	1,5	1,1	1,1	1,3	1,4	1,1	1,4	1,5	1,6	1,8
Evolução do Mercado de Trabalho																						
Emprego	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	0,6	0,4	0,4	1,6	1,0	1,1	1,1	0,6	0,8	0,6	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Taxa de Desemprego (%)	9,9	9,3	8,6	8,0	7,4	10,3	9,6	9,1	8,8	8,4	9,9	9,0	7,9	10,1	10,1	10,1	9,4	10,6	10,1	9,7	9,2	8,8
Produtividade aparente do trabalho	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	0,2	0,7	0,5	0,0	0,7	0,8	0,9	0,3	0,7	0,7	0,6	0,5
Saldos das Balanças Corrente e de Capital (em % do PIB)																						
- Capacidades líquidas de financiamento face ao exterior	1,1	1,5	1,5	1,6	1,7	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,2	:	:	1,5	1,7	0,6	0,4	0,2	-0,1	-0,3
- Saldo da Balança Corrente	0,2	0,5	0,6	0,7	0,7	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	:	:	:	0,5	0,7	0,4	0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4

Fontes: Comissão Europeia, Economic Forecast, fev 2017; Banco de Portugal - Projeções para a Economia Portuguesa: 2017-2019, mar 2017; OECD Economic Outlook - No.100, nov 2016; IMF Fifth Post Program Monitoring Staff Report, fev 2017; CFP - Finanças Públicas: Situação e Condicionantes 2017-2021, mar 2017.

O cenário macroeconómico subjacente a este Programa de Estabilidade aponta para que o PIB apresente um crescimento real de 1,8% em 2017, mais 0,4 p.p. do que em 2016. Comparativamente com as restantes instituições, este valor é idêntico ao projetado pelo banco de Portugal, 0,1 p.p. acima da previsão do CFP. Comparativamente com a CE, a projeção do MF situa-se 0,2 p.p. acima, apesar de a aceleração da atividade económica esperada pela CE encontrar-se em linha com a projeção do Programa de Estabilidade¹⁶.

Entre 2018 a 2021, as previsões do Programa de Estabilidade indicam uma progressiva aceleração da atividade económica até 2,2% em 2021. Em contrapartida, os cenários apresentados pela maioria das demais instituições apontam, no geral, para uma relativa estabilização ou desaceleração do crescimento do PIB ao longo do horizonte de projeção. Excluindo a projeção do MF, apenas a OCDE prevê uma aceleração em 2018, sendo de ressaltar, contudo, que esta projeção é a mais datada. A principal divergência entre os diversos cenários advém da procura interna, com especial destaque para o perfil do consumo privado e do investimento.

Relativamente ao mercado de trabalho, todas as instituições antevêm uma descida gradual da taxa de desemprego, ainda que a diferentes ritmos. Em 2017, a média das taxas de desemprego previstas por estas instituições é de 10,2%, 0,3 p.p. acima da projeção do Programa de Estabilidade. Já para o

¹⁶ No exercício de projeção da Comissão Europeia, realizado antes de serem conhecidos os dados finais relativos a 2016, era projetado um crescimento de 1,3% para 2016.

emprego, a generalidade das instituições antecipa um crescimento mais robusto do emprego em 2017, seguido de uma ligeira desaceleração em 2018 (à semelhança do cenário constante do Programa de Estabilidade), originado, assim, impactos positivos na produtividade aparente do trabalho. De referir que o Banco de Portugal estimava uma descida mais acentuada para a taxa de desemprego do que as demais instituições, no horizonte de projeção.

Para 2017¹⁷, a maioria das instituições antevê uma melhoria do saldo das Administrações públicas entre os 0,3 p.p. e os 0,5 p.p., o que compara com a melhoria de 0,5 p.p. constante do Programa de Estabilidade. Para os anos seguintes, a generalidade das instituições antevê uma deterioração desta variável, sendo contudo de ressaltar que as projeções das instituições que não o MF se baseiam num cenário de políticas invariantes, não traduzindo, portanto, o impacto de medidas de política a serem adotadas.

Quadro III.1.2. Previsões Orçamentais
(em % do PIB e do PIB potencial)

	MF					CFP					OCDE		CE		FMI				
	abr/17					mar/17					nov/16		fev/17		fev/17				
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2019	2020	2021
Saldo global	-1,5	-1,0	-0,3	0,4	1,3	-1,7	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-2,1	-1,9	-2,0	-2,2	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,3
Saldo primário	2,7	3,1	3,6	4,2	4,9	2,5	2,4	2,5	2,4	2,3	1,9	2,1	2,5	2,2	2,2	2,0	2,0	1,9	1,9
Saldo estrutural	-1,7	-1,1	-0,5	0,0	0,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-1,1	-1,6	-2,3	-2,6	:	:	:	:	:
Dívida Pública	127,8	124,2	119,9	117,6	109,4	129,2	127,6	126,0	124,4	122,8	129,5	128,2	128,9	127,1	129,8	128,7	127,2	126,2	125,3

Fontes: Comissão Europeia, *Economic Forecast*, fev 2017; OECD *Economic Outlook* - No.100, nov 2016; IMF *Fifth Post Program Monitoring Staff Report*, fev 2017; CFP - Finanças Públicas: Situação e Condicionantes 2017-2021, mar 2017; Ministério das Finanças.
Nota: As variáveis estruturais encontram-se em % do PIB potencial.

III.1.2 Choques

Tendo em conta os riscos enumerados, quantificam-se nesta secção os impactos esperados dos dois choques exógenos mais relevantes no enquadramento atual: um aumento de 20% no preço do petróleo e uma diminuição do crescimento da procura externa em 2 p.p.

▪ Aumento do preço do petróleo

No caso do aumento do preço do petróleo a simulação revela uma quebra do PIB real no primeiro ano, seguida de uma gradual convergência nos anos seguintes. Adicionalmente assiste-se a um aumento dos preços no consumidor. Esta subida tem também, em 2017, um impacto significativo no deflator das importações e, por essa via, implica uma redução do PIB nominal. Dado o peso das importações de combustíveis na balança de bens, esta aceleração do preço dos bens energéticos importados traduz-se num impacto negativo no saldo da balança comercial e, conseqüentemente, na capacidade de financiamento da economia.

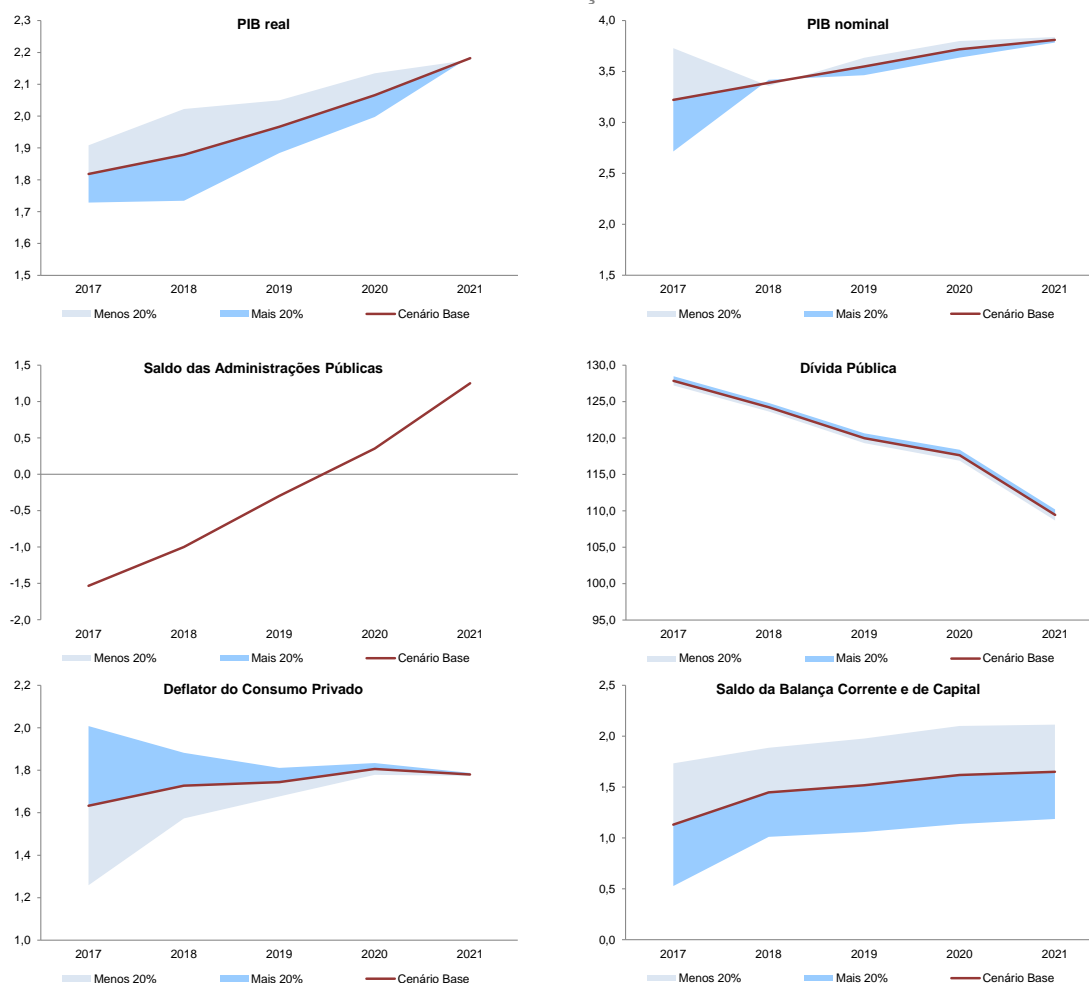
O impacto na taxa de desemprego é reduzido devido a efeitos desfasados da atividade económica no emprego e por não se considerarem implicações adicionais sobre as condições financeiras da economia¹⁸.

O rácio da dívida pública aumentaria por via do menor crescimento do PIB nominal.

¹⁷ De ressaltar que apenas as projeções do MF e do CFP foram realizadas já com os dados finais de 2016. Os exercícios da CE, FMI e OCDE foram baseados em projeções para o saldo das AP mais elevados do que o efetivamente registado.

¹⁸ Nesse caso, a deterioração dos saldos correntes implicaria uma perceção mais elevada de risco ao financiamento à economia portuguesa, levando a reduzir o crédito concedido às empresas e, por essa via, poderia aumentar a taxa de desemprego.

Gráfico III.1.1. Aumento do Preço do Petróleo em 20%



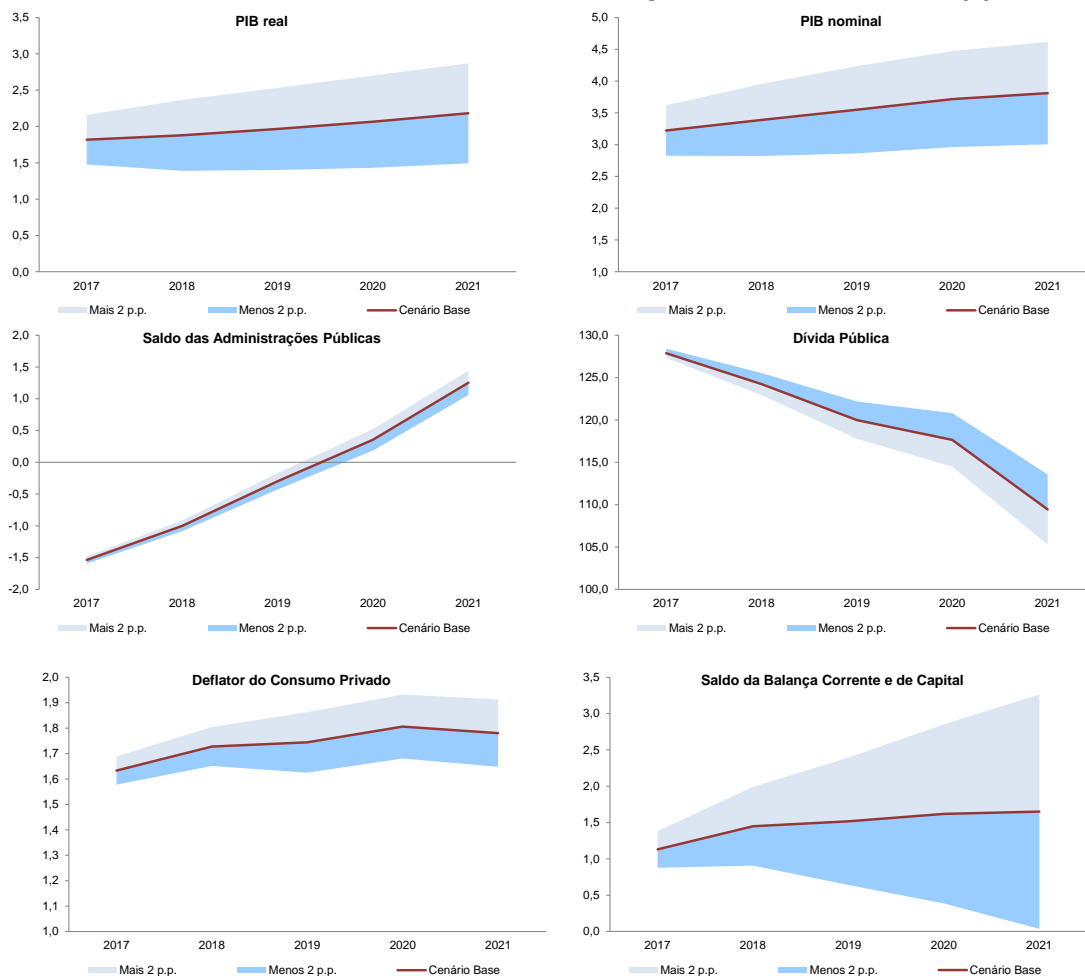
Fonte: Ministério das Finanças.

▪ Diminuição da Procura Externa.

Alternativamente, num cenário de crescimento da procura externa mais reduzido em 2 p.p., registar-se-á uma contração da atividade económica de -0,3 p.p. e -0,5 p.p. nos dois primeiros anos, por via de menores exportações. De igual forma, assiste-se a uma deterioração do saldo da balança corrente e de capital.

A contração da atividade económica resulta também numa deterioração do saldo orçamental. O rácio da dívida pública regista uma evolução menos positiva devido ao agravamento do saldo orçamental e ao menor crescimento do PIB nominal.

Gráfico III.1.2. Análise de Sensibilidade à Diminuição da Procura Externa em 2 p.p.



Fonte: Ministério das Finanças.

III.2 Análise de Riscos na Estratégia Orçamental

III.2.1 Riscos de Responsabilidades Contingentes

III.2.1.1 Garantias e Contragarantias

III.2.1.1.1 Garantias Concedidas ao Sector Bancário

Em 31 de dezembro de 2016, o *stock* da dívida garantida pelo Estado a Instituições de Crédito (IC), ascendia a 4.600 milhões de euros:

Quadro III.2.1. Garantias Concedidas ao Sector Bancário
Posição em 31 de dezembro de 2016

Eminente	Montante em milhões de EUR		Amortizações 2017-2021
IREF - Iniciativa para o reforço da estabilidade financeira			
Novo Banco	1.800		1.800
Garantia de Carteira / BEI			
Garantia de Carteira	2.800		2.800
Total	4.600	Total	4.600

Durante o ano de 2016, o Novo Banco procedeu a amortizações no valor total de 1.700MEUR, pelo que o total das responsabilidades em vigor em 31 de dezembro de 2016 ascendia a 1.800MEUR. No início de 2017 e de acordo com os respetivos planos de amortização, o Novo Banco procedeu ao integral pagamento das operações garantidas pelo Estado, no âmbito da Iniciativa para o Reforço da Estabilidade Financeira (IREF).

Salienta-se que as IC sempre satisfizeram o pagamento da dívida garantida e das comissões de garantia, nas respetivas datas de vencimento.

A Garantia de Carteira, instrumento através da qual a República Portuguesa assegura, até ao limite de 2.800 milhões de euros, o cumprimento das obrigações assumidas pelas IC (BPI, CGD, BES/NOVO BANCO e BCP) junto do BEI, tem um prazo de sete anos, com maturidade em 2020, sendo que a maioria das operações beneficia de garantias bancárias, reduzindo assim o risco assumido pelo Estado.

III.2.1.1.2 Garantias Concedidas a Outras Entidades

O *stock* da dívida garantida pelo Estado, a 31 de dezembro de 2016, ascendia a cerca de 21.053,63 milhões de euros, concentrando-se nas operações contratadas pelas seguintes entidades:

Quadro III.2.2. Garantias Concedidas a Outras Entidades

Beneficiário da Garantia	Montante Garantido em milhões de EUR*	% relativa	Amortizações até 31-12-2017	Amortização 2017/2021***	Variação % do montante garantido (2017-2021)
Entidades reclassificadas	10 953,70	66,57	694,40	6 027,60	-55,03
PARVALOREM	2 289,60	13,92	272,81	228,64	-100,00
METROPOLITANO DE LISBOA	2 486,20	15,11	87,99	1 139,16	-45,82
INFRAESTRUTURAS DE PORTUGAL	2 801,20	17,02	101,53	996,92	-35,59
CP	678,80	4,13	36,06	146,30	-21,55
EDIA	525,10	3,19	13,42	408,29	-77,75
METRO DO PORTO	744,50	4,53	54,19	352,10	-47,29
PARQUE ESCOLAR	983,50	5,98	50,11	250,61	-25,48
PARUPS	389,60	2,37	23,34	389,58	-100,00
TRANSTEJO	55,00	0,33	55,00	55,00	-100,00
Entidades não reclassificadas	1 629,42	9,90	253,18	481,18	-29,53
AdP	1 326,92	8,06	50,68	278,68	-21,00
CARRIS	202,50	1,23	202,50	202,50	-100,00
STCP	100,00	0,61	0,00	0,00	0,00
Outras **	2 684,37	16,31	71,27	303,96	-11,32
Regiões Autónomas	1 186,19	7,21	8,31	416,69	-35,13
Região Autónoma da Madeira	1 156,19	7,03	5,95	404,93	-35,02
APRAM	30,00	0,18	2,35	11,76	-39,22
TOTAL	16 453,60		1 027,20	7 229,40	-43,94

No caso das empresas reclassificadas no perímetro das AP, o montante da dívida e encargos anuais está registado na conta das AP. No Orçamento do Estado para 2017 prevê-se a concessão de financiamentos ou aumentos de capital, através da DGTF, que permitirão a essas empresas assegurar o serviço da dívida, mitigando o risco de incumprimento.

Em relação aos beneficiários acima designados por "Outras", cuja dívida ascende a cerca de 2.684,37 milhões de euros, a previsão dos reembolsos para 2017 estima-se em cerca de 71,27 milhões de euros, não se prevendo um risco de incumprimento significativo, com base no histórico das execuções de garantia.

III.2.1.1.3 Parcerias Público Privadas (PPP)

As Parcerias Público-Privadas (“PPP”) são projetos de longo prazo, caracterizados preferencialmente por grande estabilidade e com regras bem definidas. Porém, durante a sua vigência podem ocorrer eventos suscetíveis de gerar, nos termos contratualmente previstos, direitos do parceiro privado à reposição do equilíbrio financeiro (“REF”) dos respetivos contratos, que muitas vezes redundam em litígios entre as partes, sendo, portanto, de admitir a existência potencial de alguns riscos orçamentais e/ou responsabilidades contingentes suscetíveis de gerar encargos futuros.

Existindo diferendo entre as partes – de um modo geral dirimido em sede de tribunal arbitral – o parceiro privado tende a apresentar a sua pretensão de forma aumentada, quer em valor, quer nos fundamentos invocados, razão pela qual se constata que, mesmo nas situações em que possam existir fundamentos justificativos dos pedidos, as responsabilidades financeiras efetivamente imputadas aos parceiros públicos acabam por ser, salvo raras exceções, manifestamente inferiores aos montantes peticionados.

Em qualquer caso, importa destacar que a maioria dos pedidos formulados não tem merecido acolhimento por parte do parceiro público, por se ter concluído que os factos invocados não são suscetíveis de fundamentar o pagamento de compensações/indemnizações. Veja-se, em detalhe, cada um dos sectores relevantes.

Sector Rodoviário

Até ao final do primeiro trimestre de 2017, o valor global dos pedidos de REF submetidos por concessionárias e subconcessionárias rodoviárias, ascendia a 688 milhões de euros, representando este montante uma redução da ordem dos 67% face aos valores dos processos existentes à data de publicação do Programa de Estabilidade 2016-2020, em abril de 2016. Note-se, ainda, que, na maior parte das situações, não houve de facto qualquer reconhecimento, pelos parceiros públicos, dos fundamentos e/ou dos valores peticionados pelos parceiros privados.

Esta significativa redução de valores contingentes resulta da resolução, em sede de tribunal arbitral, de dois litígios relativos à concessão do Douro Litoral: **(i)** no primeiro caso, o tribunal julgou improcedente o pedido de condenação do Estado, no valor de 32,5 milhões de euros; **(ii)** no segundo caso, com pedido inicial de 1 350 milhões de euros, o Estado Português foi condenado a efetuar um pagamento no valor de 42 milhões de euros, no primeiro semestre de 2017, e pagamentos periódicos futuros, até 2034, estes num valor global de aproximadamente 176 milhões de euros.

Resolvidas as duas contingências relativas à concessão do Douro Litoral, o pedido de REF mais relevante diz respeito à subconcessão do Baixo Tejo, com um valor peticionado de 155 milhões de euros, com um peso relativo de 23% no total das contingências existentes no final do primeiro trimestre de 2017.

Sector Ferroviário

No sector ferroviário, regista-se o pedido de REF apresentado, em 2012, pela concessionária do serviço de transporte suburbano de passageiros no eixo ferroviário Norte-sul (“Fertagus”) na sequência do aumento da taxa das infraestruturas ferroviárias. O valor peticionado é de cerca de 1,5 milhões de euros/ano, a partir de 2012 (inclusive). A análise da fundamentação do pedido exposto deverá ser levada a cabo em sede da comissão de negociação criada para o efeito, sendo o objetivo da mesma a resolução da contingência durante o ano de 2017.

Ainda neste sector, cumpre mencionar o pedido de indemnização apresentado pela ELOS - Ligações de Alta Velocidade, S.A., na sequência da recusa de visto por parte do Tribunal de Contas ao contrato de

concessão do projeto, construção, financiamento, manutenção e disponibilização de infraestruturas ferroviárias no troço Poceirão-Caia e do projeto, construção, financiamento, manutenção, disponibilização e exploração da Estação de Évora, e que se reporta aos custos incorridos por essa concessionária até a data da recusa de visto, quantificados pela empresa em cerca de 169 milhões de euros. Em julho de 2016 foi proferida decisão arbitral, condenando o Estado Português a pagar à concessionária uma indemnização no valor de aproximadamente 150 milhões de euros. Em face desta decisão, o Estado Português **(i)** intentou, junto do Tribunal Central Administrativo Sul, ação de anulação de sentença e **(ii)** recorreu para o Tribunal Constitucional, no qual se encontra ainda pendente uma reclamação para a Conferência desse Tribunal quanto a um dos fundamentos do recurso, não existindo ainda decisão quanto a estes processos.

Sector da Saúde

No que diz respeito às PPP do sector da Saúde, salienta-se o pedido de REF apresentado em 2015 pela entidade gestora do estabelecimento ("EGest") do Hospital de Loures, respeitante a uma alegada responsabilidade financeira associada à formação dos médicos internos, que o parceiro privado quantificou em cerca de 3 milhões de euros. À data de publicação do presente documento já havia sido proferida decisão arbitral no sentido do não provimento integral da pretensão da EGest do Hospital de Loures.

De referir ainda que, no final de 2016, a EGest do Hospital de Braga apresentou um pedido de REF, na sequência da comunicação efetuada pelo Ministério da Saúde no primeiro trimestre de 2016, da decisão de não renovação dos protocolos adicionais ao contrato de gestão, relativos ao financiamento de prestações de saúde no âmbito do VIH-SIDA e da Esclerose Múltipla. Neste pedido de REF e tendo em vista a resolução deste litígio, a EGest do Hospital de Braga solicitou o início de um processo de arbitragem. Na presente data, não é possível quantificar o impacto orçamental que poderá advir deste processo.

Sector da Segurança

No final do primeiro trimestre de 2017, salienta-se a manutenção dos quatro pedidos de REF relacionados com alegados atrasos na montagem da rede SIRESP ou com encargos adicionais incorridos pela concessionária para que o prazo definido contratualmente não fosse incumprido. Nesta data, não é possível quantificar o impacto orçamental que poderá advir destes processos.

Processos Negociais relativos a PPP Rodoviárias (em curso)

Por fim, importa salientar que se encontra ainda em curso a renegociação de diversos contratos de PPP do sector rodoviário, tendo em vista uma redução dos pagamentos públicos, de forma sustentada durante todo o ciclo de vida remanescente dos respetivos contratos, considerada essencial para assegurar a sustentabilidade das contas públicas a médio e longo prazo.

A 31 de março de 2017, tinham sido encerradas as renegociações das 9 concessões do Estado abrangidas, com produção de efeitos no final de 2015, tendo as poupanças alcançadas sido já refletidas nas projeções de encargos consideradas no Orçamento do Estado para 2016, pelo que não se antecipam riscos orçamentais significativos a este respeito. Foi, ainda, concluída a renegociação do contrato de subconcessão do Baixo Alentejo, tendo o Tribunal de Contas deliberado não haver lugar a fiscalização prévia do contrato alterado, reunindo assim as condições para a respetiva produção de efeitos.

No que concerne aos restantes processos negociais – relativos a 6 subconcessões da Infraestruturas de Portugal, S.A. – a 31 de março de 2017 os mesmos encontravam-se ainda em curso e em fases de desenvolvimento distintas, sendo de assinalar o risco de execução orçamental associado a uma potencial não concretização das poupanças inscritas no Orçamento do Estado para 2016 relativamente às subconcessões rodoviárias, no caso de insucesso no desfecho dos respetivos processos negociais.

III.2.2 Estratégia de Gestão da Dívida Direta do Estado e o seu Impacto na Exposição aos Riscos

A limitação de riscos é um objetivo explícito da gestão da dívida pública, estabelecendo-se limites máximos para o risco de taxa de juro (perfil de *refixing* e duração modificada), o perfil de refinanciamento, risco cambial e risco de crédito (Lei Quadro da Dívida, Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro).

Risco de Refinanciamento

Entre outras variáveis, a gestão da carteira de dívida pública tem em consideração a monitorização do perfil de refinanciamento da carteira de dívida, procurando evitar-se excessivas concentrações de amortizações.

O controlo regular deste risco é baseado na percentagem de dívida da carteira ajustada¹⁹ a refinar em determinados prazos. De acordo com as Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública, os limites absolutos impostos à percentagem da carteira a vencer num prazo de 12, 24 e 36 meses são respetivamente, 25, 40 e 50 por cento. No final do primeiro trimestre de 2017, a carteira ajustada cumpria integralmente estes limites:

Quadro III.2.3. Perfil de Refinanciamento da Carteira Ajustada em 31 de março de 2017

Carteira Ajustada	mar-2017
Até 12 meses	4%
Até 24 meses	8%
Até 36 meses	15%

Risco de Taxa de Juro

Num contexto de taxas de juro historicamente baixas, a estratégia de gestão do risco da taxa de juro tem consistido em estender o prazo médio e a duração da carteira. No final do primeiro trimestre de 2017, a duração modificada²⁰ da carteira de dívida total e ajustada situava-se em 5,5 e 6,0 anos, respetivamente; o que compara com 5,3 e 5,9 no final de 2015. A duração da carteira ajustada cumpriu sempre os limites de exposição, apresentando desde final de 2011 valores superiores ao limite mínimo de 4 estabelecido nas Normas Orientadoras.

No final do primeiro trimestre de 2017, a dívida a refinar ou com taxa de juro a refixar nos 12 meses seguintes era de 13,3% do total da dívida. Este valor elevado reflete o peso de instrumentos de dívida com taxa de juro variável no *stock* de dívida, nomeadamente os empréstimos concedidos pelo FMI e as emissões do novo instrumento de retalho (OTRV) a taxa variável. Ainda assim, este valor tem vindo a

¹⁹ A carteira ajustada inclui todos os empréstimos que constituem a carteira de dívida total e dos contratos de derivados financeiros que sobre ela estejam contratados, com exclusão da dívida referente a CEDIC, CEDIM, Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, Renda Perpétua e Consolidados.

²⁰ A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

diminuir como consequência das amortizações do empréstimo do FMI (no final de 2015 o valor observado foi 19,2%)²¹.

De acordo com o decidido pelo conjunto de emitentes soberanos da área do euro, este indicador de risco deixou de incluir os empréstimos concedidos pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF) a taxa variável, uma vez que esta taxa de juro está indexada ao custo de financiamento desta instituição, que incorpora sobretudo instrumentos de dívida de médio e longo prazo de taxa fixa. Assim, a volatilidade da taxa de juro associada a estes empréstimos será menor do que num empréstimo indexado a uma taxa de juro de curto prazo do mercado interbancário. Tendo em consideração que a maturidade média da carteira de dívida de longo prazo do FEEF é superior a 6 anos e assumindo um perfil de refinanciamento uniforme, o peso da dívida a refinar anualmente corresponderia a cerca de 8% do total. Nesse cenário, um aumento de 1 p.p. nas taxas de juros de mercado teria um impacto estimado de 0,08 p.p. no custo médio dos empréstimos de taxa de variável do FEEF no primeiro ano, aumentando gradualmente nos anos seguintes até 0,4 p.p. no quinto ano.

Para averiguar o grau de incerteza que envolve a previsão de juros de dívida pública para o período de 2017 a 2021, foi conduzido, a título ilustrativo, um exercício de análise de sensibilidade da rubrica de juros do Estado a um aumento imediato e permanente de 1 p.p. ao longo de toda a curva de rendimentos.

Quadro III.2.4. Impacto de um Aumento Imediato e Permanente das Taxas de Juro de Mercado em 1 p.p.

Juros do subsector Estado - Impacto de um aumento das taxas de juro de mercado em 1 p.p.						
		2017	2018	2019	2020	2021
Juros do Estado em Contas Públicas	EUR milhões	256	426	596	786	999
	% PIB	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%
Juros do Estado em Contas Nacionais	EUR milhões	413	609	769	959	1.158
	% PIB	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%

Nota: Assume-se que o aumento das taxas de juro de mercado tem um impacto de 1p.p. no custo médio do empréstimo do FMI e um aumento incremental de 0,08p.p. por ano no custo médio dos empréstimos de taxa de variável do FEEF.

Fonte: Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E.

De acordo com os resultados obtidos, um aumento de 1p.p. ao longo de toda a curva de rendimentos deverá traduzir-se num incremento dos juros do Estado em 2017 de 256 milhões de euros em contas públicas e de 413 milhões de euros em contas nacionais (cerca de 0,1 e 0,2 por cento do PIB, respetivamente), aumentando gradualmente nos anos seguintes, até um máximo, em 2021, de 999 milhões numa ótica de caixa e 1.158 milhões de euros numa base de acréscimo (aproximadamente 0,5 por cento do PIB em ambos os casos)²².

Risco de Taxa de Câmbio

O risco de taxa de câmbio é outro indicador considerado na gestão da dívida pública. Este risco é monitorizado, tendo como referência os limites máximos de 20% para a exposição cambial primária (não inclui operações de cobertura de risco cambial) e de 15% no caso da exposição cambial líquida (i.e. após inclusão de derivados financeiros para cobertura de risco de câmbio).

²¹ Ao contrário do apresentado anteriormente, e de acordo com o decidido pelo conjunto de emitentes soberanos da área do euro, este valor não inclui os empréstimos concedidos pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF).

²² O impacto no défice e na dívida pública tem por base o pressuposto de que não existe qualquer correlação entre as taxas de juro e outras variáveis orçamentais ou macroeconómicas. Uma correlação negativa entre as taxas de juro e o PIB poderia conduzir a um impacto no défice e na dívida superior ao aqui estimado, enquanto que uma correlação positiva se deveria traduzir num efeito menor.

No final do primeiro trimestre de 2017, a exposição cambial primária representava cerca de 7,8% do total da carteira de dívida ajustada, em resultado de obrigações do programa *MTN* e dos empréstimos da *Extended Fund Facility* do FMI, denominada em DSE²³.

Pelo contrário, a exposição cambial líquida era residual, cerca 0,2% (largamente inferior ao limite de 15%), uma vez que o risco cambial dos títulos *MTN* estava totalmente coberto, assim como a quase totalidade do risco cambial do empréstimo do FMI.

No entanto, salienta-se que os fluxos financeiros em operações de derivados não são considerados para apuramento dos juros em contas nacionais. Assim, uma depreciação (apreciação) do euro terá um impacto desfavorável (favorável) no saldo orçamental. Por exemplo, dado o saldo do empréstimo do FMI e dos *MTN* denominados em USD, uma diminuição do EUR/USD de 10% conduziria a um aumento dos juros em contas nacionais em cerca de 37 milhões de euros em 2017. Em contas públicas, o impacto seria limitado, porque os fluxos financeiros de derivados compensariam grande parte do efeito.

Risco de Crédito

A assunção de risco de crédito por parte da República decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, *repos* e aplicações no mercado monetário. As Normas Orientadoras estabelecem a diversificação dos riscos e a atribuição de limites de exposição a cada contraparte em função da sua qualidade creditícia.

O risco de crédito de cada contraparte (de todos os seus contratos derivados com a República) é apurado adicionando-se ao valor de mercado atual, que representa o valor de substituição da transação, uma exposição potencial. A este resultado deve-se ainda subtrair o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do CSA (*Credit Support Annex*).

A lista de contrapartes para transações que envolvam risco de crédito é atualmente composta por 25 instituições financeiras com contratos ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) assinados com a República, das quais 5 têm CSA unilateral e 12 CSA bilateral²⁴. Há ainda contratos GMRA (*General Master Repurchase Agreement*) assinados com três contrapartes. Importa salientar que, ao longo de 2016, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido.

²³ Direitos de saque especiais (DSE) correspondem a um cabaz de EUR, USD, GBP, JPY e CNY.

²⁴ Nos CSA unilaterais, as contrapartes estão obrigadas a entregar colateral à República se o valor de mercado das posições em derivados for negativo; nos CSA bilaterais essa obrigação é recíproca.

IV. Sustentabilidade das Finanças Públicas

IV.1 Análise da Sustentabilidade de Longo Prazo das Finanças Públicas

A esperada evolução demográfica e os elevados rácios da dívida pública em percentagem do PIB são, no atual momento, fatores relevantes na análise de sustentabilidade das finanças públicas. O conhecimento dos riscos associados permite que, atempadamente, se tomem medidas com o intuito de minimizar os seus impactos.

Com o objetivo de quantificar o risco, são utilizados dois indicadores de sustentabilidade das finanças públicas, um de médio prazo (S1) e outro de longo prazo (S2)²⁵.

O indicador S1 mede o esforço orçamental acumulado necessário para atingir um determinado valor de referência do rácio da dívida pública em percentagem do PIB num determinado ano. No atual exercício, o seu resultado traduz a melhoria do saldo primário estrutural em termos acumulados num período de cinco anos após o período de projeção, mantendo-se constante nos anos seguintes (sem esforço de consolidação adicional), para atingir um rácio da dívida de 60% do PIB em 2031. O S2 avalia o ajustamento inicial do saldo primário estrutural necessário para estabilizar o rácio da dívida em percentagem do PIB num horizonte infinito, isto é, impõe que a dívida não cresce a um ritmo superior ao PIB. Ambos os indicadores têm em consideração os custos adicionais que possam surgir do envelhecimento da população.

A atualização destes indicadores, num cenário de políticas invariantes, assumiu para o ano base (2021) os pressupostos que constam do presente Programa de Estabilidade (Quadro IV.1.) e para a projeção das despesas relacionadas com o envelhecimento da população, as que constam no Relatório sobre o Envelhecimento da População de 2015 (*Ageing Report 2015*)²⁶.

Quadro IV.1.1. Principais Hipóteses Utilizadas no Cálculo dos Indicadores

	MF	CE
	PE 2017-2021	Cenário políticas invariantes
Ano base	2021	2018
Período de consolidação do S1	2022-2026	2019-2023
Dívida no ano base (% do PIB)	109,4	127,8
Saldo primário estrutural inicial (% do PIB potencial)	3,9	1,5

Fonte: Comissão Europeia e Ministério das Finanças.

Os resultados obtidos apontam para a existência de um risco médio no médio prazo²⁷ e de risco baixo no longo prazo²⁸.

²⁵ Para mais informações sobre as hipóteses assumidas e metodologia de cálculo consultar o *Debt Sustainability Monitor 2016*, da Comissão Europeia (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/ip047_en.pdf).

²⁶ Ver http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee3_en.pdf.

²⁷ Os países apresentam no médio prazo um risco baixo se o S1 for inferior a zero, um risco médio se situar no intervalo entre 0 e 2,5, e um risco alto se for superior a 2,5.

²⁸ No longo prazo o risco é baixo se o S2 for inferior a 2, médio se se situar no intervalo entre 2 e 6 e alto se for superior a 6.

Quadro IV.1.2. Indicadores de Sustentabilidade de Médio e Longo Prazo – S1 e S2 para Portugal
(em p.p. do PIB)

	S1			S2		
	MF	CE		MF	CE	
	PE 2017-2021	Cenário políticas invariáveis PE 2016-2020		PE 2017-2021	Cenário políticas invariáveis PE 2016-2020	
Indicadores - total	2,1	6,1	2,7	-1,4	1,3	-0,9
1. Posição orçamental inicial	-3,0	0,2	-2,6	-1,9	1,0	-1,3
2. Custo de atrasar o ajustamento	0,4	1,0	0,5	-	-	-
3. Ajustamento necessário para estabilizar o rácio da dívida	4,6	4,9	4,8	-	-	-
4. Ajustamento adicional devido a custos c/ envelhecimento	0,0	-0,1	-0,1	0,5	0,4	0,4
pensões	0,3	:	:	-0,6	-0,3	-0,6
saúde e cuidados e continuados	0,4	:	:	1,8	1,9	1,8
educação e desemprego	-0,6	:	:	-0,7	-1,2	-0,9

Fonte: Comissão Europeia (*Debt Sustainability Monitor 2016*)²⁹ e Ministério das Finanças.

O ajustamento acumulado necessário no saldo estrutural primário, no período 2022 a 2026, para atingir um rácio da dívida em percentagem do PIB de 60% em 2031 é de 2,1 p.p. do PIB, correspondendo a um esforço de consolidação anual de 0,4 p.p. O ajustamento para estabilizar o rácio da dívida é a componente que mais contribui para a necessidade de consolidar, sendo parcialmente compensado pela posição orçamental inicial (-3 p.p.), resultado dos excedentes orçamentais projetados neste exercício. As despesas com o envelhecimento demográfico apresentam um contributo nulo no global, ainda que a despesa com as pensões e a despesa com saúde e cuidados continuados contribuam para um maior esforço (0,3 p.p. e 0,4 p.p. do PIB, respetivamente).

No que diz respeito à sustentabilidade de longo prazo (S2), o indicador apresenta um valor negativo (-1,4 p.p. do PIB), sinalizando a inexistência de pressões no global. Contudo, a análise mais detalhada indica a existência de algumas pressões orçamentais na área da saúde e cuidados continuados.

A comparação destes resultados com os publicados no *Debt Sustainability Monitor 2016* mostra uma melhoria relevante dos dois indicadores, sendo que o S1 passa a sinalizar a existência de um risco médio em vez de elevado. Estas diferenças resultam das diferentes hipóteses assumidas, nomeadamente do saldo primário estrutural e da dívida no ano base³⁰.

IV.2 Dinâmica da Dívida Pública

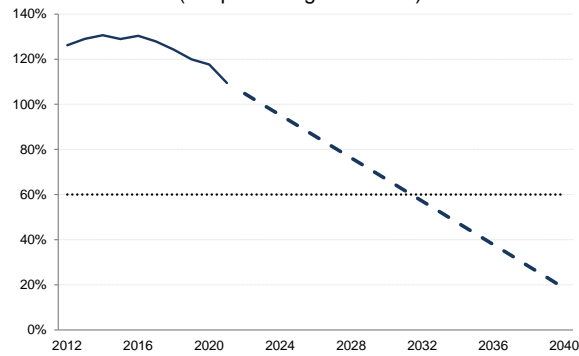
As principais variáveis com impacto na evolução da dívida pública são: i) a taxa de juro; ii) a taxa de crescimento do PIB nominal; e iii) o saldo primário. Pretende-se apresentar uma análise de sensibilidade da dívida pública a alterações destas três variáveis.

Os pressupostos assumidos são os que constam no último ano do Programa de Estabilidade (2021), assumindo-se a manutenção do saldo primário (4,9% do PIB), da taxa de juro nominal implícita na dívida (3,2%) e, também, um crescimento médio do PIB nominal correspondente à média do período 2022-2060 do *Ageing Report 2015* para Portugal (3%). Com base nestes pressupostos dever-se-á atingir um rácio da dívida em % do PIB inferior a 60% em 2032.

²⁹ Optou-se por apresentar só dois cenários calculados pela Comissão: i) o cenário de políticas invariáveis, que assume, para as variáveis orçamentais, os valores previsto pela Comissão para 2018 nas Previsões de Outono de 2016 e em que não há alterações de política nos anos subsequentes; e ii) o cenário Programa de Estabilidade, em que a Comissão repercute nos anos seguintes a 2018 as medidas descritas no Programa de Estabilidade de 2016-2020.

³⁰ Além das diferenças que resultam do saldo primário estrutural e da dívida, poderá haver diferenças relacionadas com os pressupostos assumidos para as restantes variáveis (taxa de crescimento real do PIB, deflator do PIB, componente cíclica, rendimentos de propriedade, taxa de juro implícita na dívida, medidas pontuais e ajustamentos défice-dívida).

Gráfico IV.2.1. Projeção da Dívida Pública
(em percentagem do PIB)



Fontes: INE, Banco de Portugal e Ministério das Finanças.

Considerando o cenário acima descrito como o cenário base, e procedendo a choques independentes nas variáveis descritas acima, simulam-se os efeitos na dívida em percentagem do PIB.

Na totalidade dos cenários, a dívida pública apresenta uma trajetória descendente, ainda que a velocidade seja diferente. Um aumento de 1 p.p. ou de 0,5 p.p. na taxa de crescimento nominal do PIB, no saldo primário ou a redução na taxa de juro na mesma magnitude, permite atingir um rácio da dívida inferior a 60% do PIB dois ou um ano antes do cenário base, respetivamente. Contrariamente, nos cenários de menor crescimento do PIB nominal, ou de taxas de juro superiores, serão necessários excedentes primários mais elevados de modo a atingir o valor de referência do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Gráfico IV.2.2. Cenário 1 - Sensibilidade da Dívida Pública à Taxa de Juro
(em percentagem do PIB)

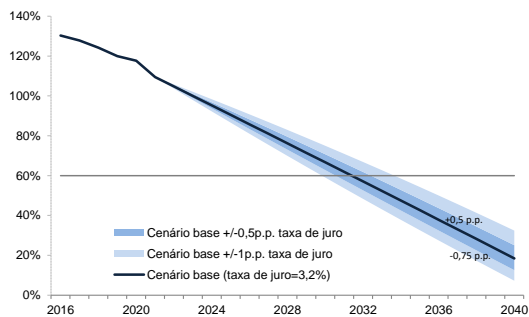


Gráfico IV.2.3. Cenário 2 - Sensibilidade da Dívida Pública ao Crescimento Nominal do PIB
(em percentagem do PIB)

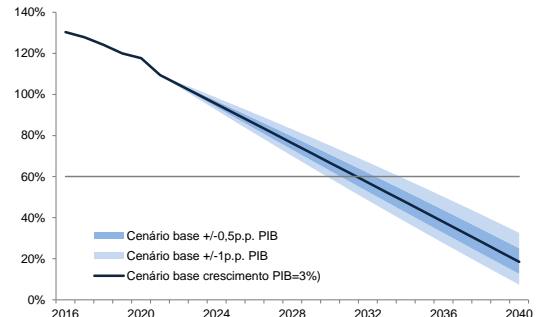
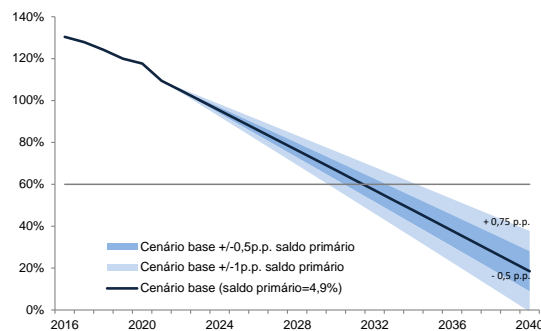


Gráfico IV.2.4. Cenário 3 - Sensibilidade da Dívida Pública ao Saldo Primário
(em percentagem do PIB)



Fonte: Ministério das Finanças.

V. Qualidade das Finanças Públicas

V.1 Fundos Estruturais – Execução, Padrão Tecnológico da Economia e Orientação Exportadora

A execução do Portugal 2020 é um instrumento poderoso para a dinamização do investimento privado e uma das principais fontes de financiamento do investimento público.

O Programa Nacional de Reformas (PNR) é um dos elementos centrais da estratégia de médio prazo para relançar o investimento, a qualificação, a coesão social e garantir a sustentabilidade das finanças públicas. Os fundos europeus do Portugal 2020 constituem a mais importante fonte de financiamento do PNR, sendo que o Governo procurará fortalecer ainda mais a articulação estratégica entre ambos.

Globalmente, para 2017, estima-se a realização de cerca de 4,7 mil milhões de euros de investimento cofinanciado pelos fundos estruturais e de coesão (FEDER, FC e FSE), o que quase triplica o valor realizado em 2016. Estes números traduzem-se numa aceleração da execução de fundos face ao montante executado no QREN no período correspondente.

A este valor importará ainda acrescentar o impacto positivo na implementação dos fundos estruturais e de coesão, e no financiamento da economia como um todo, das aprovações do Banco Europeu de Investimento e do Fundo Europeu de Investimento, de forma acrescida devido ao seu papel de entidades canalizadoras do Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos e, em menor medida, do Banco de Desenvolvimento do Conselho da Europa. Estas aprovações, estimadas em 1,6 mil milhões para 2017, terão como especial foco a iniciativa privada, em particular ao nível de linhas de crédito para Pequenas e Médias Empresas nas áreas de inovação, eficiência energética e reabilitação urbana.

Portugal 2020 – Execução

Até ao final de fevereiro, o Portugal 2020 já aprovou cerca de 16 mil projetos envolvendo um apoio dos fundos estruturais e de coesão superior a 8,5 mil milhões de euros. Estes projetos alavancam um investimento de cerca de 14 mil milhões de euros, o qual se concentra maioritariamente na atividade privada (52%).

Os apoios já aprovados para investimentos em equipamentos e infraestruturas ascendem a cerca de 5,1 mil milhões de euros dos fundos estruturais e de coesão, permitindo um investimento total de 9,4 mil milhões de euros. Mais de dois terços dos projetos decorrem da iniciativa privada.

Do ponto de vista setorial, importa salientar que os apoios às PME concentram 23% dos valores aprovados no âmbito do Portugal 2020, seguidos pelos apoios na área da qualificação dos portugueses, com cerca de 12%. Devem ainda destacar-se os apoios concedidos no âmbito dos fundos de desenvolvimento rural (FEADER) para a competitividade no setor rural e agrícola, bem como o apoio do FEDER a projetos de ciência e investigação, representando ambos cerca de 9% dos montantes de apoio aprovados no Portugal 2020.

Até ao final de fevereiro de 2017, o montante total de pagamentos a beneficiários do Portugal 2020 ascendia a 4 mil milhões de euros, com particular destaque para os pagamentos no âmbito do FEADER e, no âmbito dos fundos estruturais e de coesão, aos apoios à qualificação dos portugueses, ambos com mais 1,1 mil milhões de euros, presentando mais de 50% do valor total de pagamento efetuados até esta data. Nos fundos estruturais e de coesão, devem ainda destacar-se os pagamentos nos apoios à competitividade e internacionalização da economia, com mais de 800 milhões de euros de pagamentos, sendo que mais de 600 milhões de euros relativos a apoios diretos a empresas (Sistemas de Incentivos).

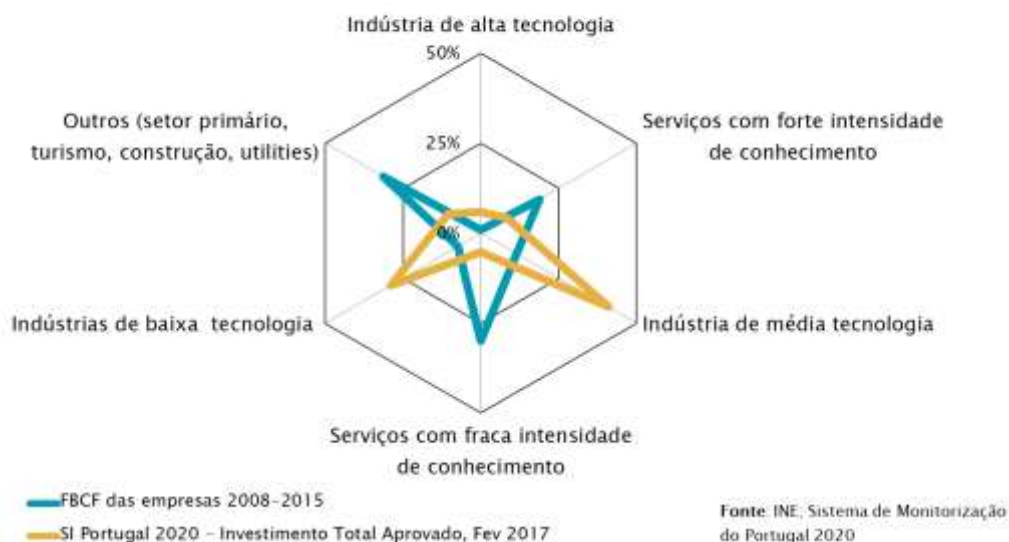
Em 2017, prevê-se manter um forte ritmo de aprovações e consequente execução do Portugal 2020. No caso concreto dos sistemas de incentivos às empresas, pretende-se continuar a acelerar o ritmo de pagamentos. Em 2017, prevê-se mais do que duplicar o valor atingido em 2016, alcançando um valor total acumulado de 1.000 M€ de pagamentos de incentivos às empresas até final do ano.

Investimento Produtivo, Intensidade Tecnológica e Orientação Exportadora

Os efeitos dos apoios do Portugal 2020 têm demonstrado a sua capacidade na promoção de alterações ao perfil de especialização da economia portuguesa, quer na sua intensidade tecnológica, quer na sua vocação exportadora, reforçando a tendência verificada no QREN.

A figura seguinte compara o peso relativo dos setores, por intensidade tecnológica, na formação bruta de capital fixo (FBCF) do país (no período 2008-2015) com as aprovações já realizadas no âmbito dos sistemas de incentivos do Portugal 2020.

Peso dos setores na FBCF total da economia em 2015 e nas aprovações do Sistema de Incentivos do Portugal 2020 (Fevereiro, 2017)



Destaca-se que o investimento apoiado pelo Portugal 2020 nas indústrias de alta tecnologia é muito superior ao peso típico que deste setor tem na FBCF nacional. Esta tendência verifica-se ainda nas indústrias de média tecnologia, na qual os apoios dos fundos apresentam um peso relativo mais de quatro vezes superior ao perfil verificado na FBCF nacional.

Por outro lado, importa salientar que mais de 85% dos apoios do Sistema de Incentivos do Portugal 2020 estão dirigidos a empresas com uma forte orientação exportadora, potenciando assim a dinamização do investimento em setores transacionáveis e a internacionalização económica do país.

V.2 Avanços na Estabilização e Consolidação do Sector Financeiro

Pouco depois de iniciar as suas funções, o Governo foi confrontado com sete desafios relevantes no setor financeiro:

- i. O BANIF, o sétimo maior banco, estava em risco de insolvência depois da DG *Competition*, da Comissão Europeia, ter rejeitado oito planos de reestruturação e iniciado um processo de investigação sobre a situação do banco;
- ii. O Millenium BCP tinha uma base de capital muito limitada, uma estrutura acionista indefinida e um processo pendente de ajuda de Estado relativo à injeção de 750 milhões de euros em CoCo's;
- iii. O BPI também se debatia com dificuldades no cumprimento de requisitos de supervisão bancária relativos à sua atividade internacional e deparava-se com problemas na sua estrutura acionista;
- iv. A CGD, o maior banco no setor financeiro Português, operava com uma base de capital manifestamente insuficiente e nunca havia cumprido o plano de negócios de 2012 e os compromissos assumidos com a Comissão Europeia;
- v. O processo de venda do Novo Banco estava parado depois do fracasso da primeira tentativa de venda em agosto de 2015;
- vi. As responsabilidades do Fundo de Resolução associadas ao Novo Banco minavam os rácios de capital dos bancos;
- vii. Ausência de estratégia para resolver os problemas decorrentes do crédito em risco (*Non-Performing Loans*).

A desaceleração da economia portuguesa na segunda metade de 2015, numa altura em que se esperaria que a retoma estivesse a arrancar, não terá sido alheia aos problemas que continuavam a assolar o setor financeiro, cuja origem se situava na crise económica de 2008 mas que não foram solucionados durante a vigência do Programa de Assistência Económica e Financeira. Um setor financeiro saudável e robusto é uma condição necessária, mas não exclusiva, para o crescimento económico sustentado (ver caixa 1 infra). Por isso mesmo o Governo elegeu a reforma do setor financeiro como uma dos seus principais desígnios.

O resultado dos esforços feitos ao longo dos últimos 16 meses de governação para melhorar a saúde do setor financeiro são já conhecidos e foram possíveis tanto graças a alterações legislativas promovidas pelo Governo como pelo esforço dos agentes do setor financeiro. Dos sete desafios acima elencados seis foram ou estão em vias de serem solucionados:

- i. O BANIF foi extinto em dezembro de 2015, tendo o seu negócio sido integrado no Santander, preservando os depósitos e uma grande parte do emprego e das agências;
- ii. O BCP ganhou um acionista de referência (o Grupo chinês Fosun), recebeu um aumento de capital privado de cerca de 1 330 milhões de euros em fevereiro de 2017 (oferta excedeu procura em 20%) e pagou ao Estado 700 milhões de euros de CoCo's;
- iii. O BPI tem, desde fevereiro de 2017, o banco espanhol La Caixa como o seu acionista de referência, que detém agora 84,5% do capital, e reduziu a sua exposição a Angola;
- iv. O Plano de Negócios da CGD aprovado pela Comissão Europeia em agosto de 2016 preconiza um investimento feito em condições de mercado, sem ajuda estatal adicional, uma decisão ímpar no contexto Europeu. O plano de recapitalização da Comissão Europeia foi concluído com

sucesso em março de 2017 mediante a emissão de 500 milhões de obrigações subordinadas, uma injeção de capital público de 2500 milhões de euros, a conversão de 945 milhões de euros de CoCo's em capital e uma injeção de capital de 500 milhões de euros por transferência de ações;

- v. O processo de venda do Novo Banco reiniciou-se em janeiro de 2016 e aproxima-se agora do final com o acordo alcançado no final março 2017 para a venda da posição do Fundo de Resolução a um acionista internacional (*Lone Star*). Trata-se de uma operação que envolve uma injeção de capital e um novo plano de negócios que preservará o papel importante que o Novo Banco desempenha no setor financeiro português;
- vi. O empréstimo estatal ao Fundo de Resolução foi estendido com um período de maturidade de 30 anos, permitindo estabilizar pagamentos e melhorar rácios de capital.

Finalmente, é importante notar que o problema dos créditos em risco, não poderia ser solucionado com eficácia sem primeiro se estabilizar o sistema financeiro. Daí que o Governo tenha dado primazia a medidas focadas no reforço da posição de capital do sistema bancário português, possibilitadas graças a um conjunto de alterações legislativas. Três quartos dos créditos em risco encontram-se no balanço de bancos que, durante o ano de 2016, beneficiaram de operações de capitalização.

O montante os créditos em risco ascendia, em dezembro de 2016, a aproximadamente 30,5 mil milhões de euros, o que corresponde a 11,8% do valor bruto do crédito concedido. O atual *stock* de crédito em risco constitui um problema, na medida em que coloca entraves à capacidade dos bancos atraírem capital, configura um risco relevante para a estabilidade financeira e limita a capacidade do sistema bancário financiar a economia.

Desta forma, e no âmbito do PNR e do Programa Capitalizar, o governo está a implementar uma estratégia direcionada para a redução do *stock* de créditos em risco assente em três pilares fundamentais:

- (i) Reformas do contexto legal e judicial por forma a melhorar os mecanismos de reestruturação das empresas e os processos de insolvência e liquidação. Neste âmbito, deram-se já passos concretos com a revisão do sistema judicial de recuperação de créditos;
- (ii) Reforço da supervisão prudencial direcionado para incentivar a redução do *stock* de créditos em risco e, título preventivo, para o fluxo de novo crédito em risco, sendo de destacar a articulação com os trabalhos no âmbito do mecanismo único de supervisão ("SSM");
- (iii) Dinamização do mercado secundário dos créditos em risco, para a qual contribuirão a apropriada valorização dos créditos com a cobertura adequada por imparidades; bem como o aumento da previsibilidade da recuperação de créditos e a minimização de assimetria de informação entre bancos e investidores, através da criação de uma plataforma de gestão dinâmica de ativos.

Caixa 1. Impactos Macroeconómicos da Estabilização do Sector Financeiro

Com base na literatura existente³¹, esta caixa discute os impactos macroeconómicos esperados como consequência da recente estabilização do sector bancário em Portugal. Esta estabilização decorre do reforço da sua base de capital, da clarificação das responsabilidades pelas operações de resolução e de melhorias contínuas

³¹ Ver Referências bibliográficas.

nos resultados operacionais do sector, num contexto de estabilização macroeconómica. Além disso, os níveis de crédito em risco nos balanços dos bancos encontram-se já estabilizados e os rácios de cobertura são, neste momento, elevados, tendo crescido continuamente desde 2013. A estratégia abrangente do governo neste domínio permitirá melhorias adicionais.

A literatura económica internacional é clara na relevância desta estabilização para o crescimento económico (Monnin e Jokipii, 2010). De facto, um sistema bancário fortalecido é um elemento-chave para o aumento dos fluxos de crédito – tanto por via de maior oferta como de maior procura - e para a sua mais eficiente alocação (Aiyar et al, 2015; Kalemli-Ozcan et al, 2015, e Hirataka et al, 2013).³² Estes efeitos são particularmente relevantes para as empresas de menor dimensão, cruciais no tecido empresarial português, mais dependentes do financiamento bancário (Dell’Ariccia et al, 2008, Beck et al, 2008, Dimelis et al, 2013).

Por seu turno, esta melhoria no mercado de crédito traduz-se em maior dinamismo empresarial (Aghion et al, 2007; Bravo-Biosca et al, 2013; Beck et al, 2006), maior inovação (Ayyagari et al, 2011), crescimento do investimento produtivo (Taylor, 2011) e ganhos de produtividade (Heil, 2017; Andrews e Cingano, 2014; Cole et al, 2016) potenciando, assim, um crescimento económico sustentado.

Além dos efeitos no crescimento económico, um sistema financeiro sólido reduz a volatilidade do produto, investimento e desemprego (Pietrunti, 2017; Abildren, 2016 e Clerc et al, 2016) e potencia um crescimento mais inclusivo (OCDE, 2015).

Os estudos empíricos existentes para Portugal corroboram, globalmente, estes resultados. Augusto e Félix (2014) demonstram que a recapitalização pública contribui para o aumento do crédito, sobretudo quando o *buffer* de capital dos bancos capitalizados é reduzido. Farinha et al (2017) encontram evidência que o acesso ao crédito é determinante para a sobrevivência de novas empresas e Amador e Nagengast (2015) destacam a sua importância para o investimento, em particular no caso das empresas de menor dimensão e sem acesso a fontes alternativas de financiamento. Finalmente, Gouveia et al (2017) encontram uma relação positiva entre a estabilização do sistema financeiro e o crescimento da produtividade, tanto no curto como no longo-prazo.

Referências Bibliográficas

- Abildgren, K. (2016). "A century of macro-financial linkages". *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 8 Iss 4 pp. 458-471.
- Accornero, M., P. Alessandri, L. Carpinelli e A. M. Sorrentino (2017). "Non-performing loans and the supply of bank credit: evidence from Italy". *Banca D'Italia, Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers No. 374*.
- Aghion, P., T. Fally e S. Scarpetta (2007). "Credit constraints as a barrier to the entry and post entry growth of firms". *Economic Policy* 22: 731-779.
- Aiyar, S., W. Bergthaler, J. M. Garrido, A. Ilyina, A. Jobst, K. Kang, D. Kovtun, Y. Liu, D. Monaghan e M. Moretti (2015). "A strategy for resolving Europe's problem loans". *IMF Staff Discussion Note 15/19*.
- Amador, J. e A. Nagengast (2015). "The effect of bank shocks on firm-level and aggregate investment". *Banco de Portugal Working Papers 2015 No. 15*.
- Andrews, D. e F. Cingano (2014). "Public policy and resource allocation: evidence from firms in OECD countries". *OECD Economics Department Working Papers No. 996*, OECD Publishing, Paris.
- Augusto, F. e S. Félix (2014). "O impacto da recapitalização bancária no acesso ao crédito por empresas não financeiras". *Banco de Portugal, Artigos de Estabilidade Financeira No. 2*.
- Ayyagari, M., T. Beck e M. S. M. Peria (2011). "Credit growth and macroprudential policies: preliminary evidence on the firm level". *BIS Papers No. 91*

³² Para os efeitos de uma melhor capitalização, ver Foglia et al (2010); relativamente ao impacto da liquidez, ver Havro e Vale (2011); quanto a crédito mal parado, ver Accornero et al (2017).

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven e V. Maksimovic (2006). "The determinants of financing obstacles". *Journal of International Money and Finance* 25: 932-952.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, e V. Maksimovic (2008). "Financing patterns around the world: are small firms different?". *Journal of Financial Economics* 89: 467-487.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven, e R. Levine (2008). "Finance, firm size, and growth". *Journal of Money, Banking and Credit* 40: 1379-1405.
- Bravo-Biosca, A., C. Criscuolo e C. Menon (2013). "What drives the dynamics of business growth?". OECD Science, Technology, and Industry Policy Papers No. 1. OECD Publishing, Paris.
- Clerc, L., A. Derviz, C. Mendicino, S. Moyen, K. Nikolov, L. Stracca, J. Suarez, A. P. Vardoulakis (2015). "Capital regulation in a macroeconomic model with three layers of default". Banco de Portugal Working Papers No. 3.
- Cole, H., J. Greenwood e J. Sanchez (2016). "Why doesn't technology flow from rich to poor countries?". *Econometrica* 84: 1477-1521.
- Dell'Ariccia, G., E. Detragiache e R. Rajan (2008). "The real effect of banking crises". *Journal of Financial Intermediation* 17: 89-112.
- Dimelis, S., Ioannis G. e H. Louri (2013). "The credit crunch and firm growth in the euro area: 2005-2011. A quantile panel analysis". Bank of Greece Working Paper No. 165.
- Farinha, L., S. Félix e J. Santos (2017). "Bank financing and the survival of new firms". Banco de Portugal.
- Foglia, A, F Piersante e R Santoro (2010). "The importance of the bank balance sheet channel in the transmission of shocks to the real economy", working paper.
- Fontoura Gouveia, A., Santos, S. and Gonçalves, I. (2017). "The impact of structural reforms on productivity: the role of the distance to the technological frontier". OECD Productivity Working Papers, 2017-08, OECD Publishing, Paris.
- Havro, G. e B. Vale (2011). "Bank lending channel during an exogenous liquidity shock", working paper.
- Heil, M. (2017). "Finance and productivity: A literature review". OECD Economics Department Working Papers, No. 1374, OECD Publishing, Paris.
- Hirakata, N., Y. Hogen, N. S. e K. Ueda (2013). "Heterogeneous bank loan responses to monetary policy and bank capital shocks: a VAR analysis based on Japanese disaggregated data". Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 149.
- Kalemli-Ozcan, S., L. Laeven e D. Moreno (2015). "Debt Overhang, Rollover Risk, and Investment in Europe", working paper.
- Monnin, P. e T. Jokipii (2010). "The impact of banking sector stability on the real economy". Swiss National Bank Working Paper 2010-5.
- OCDE (2015). "Finance and inclusive growth". OECD Economic Policy Paper No. 14.
- Pietrunti, M. (2017). "Financial frictions and the real economy". ESRB Working Paper Series No. 41.
- Taylor, A. (2011). "The macroeconomic impact of financial reforms: interactions and spillovers". Department of Economics of the London School of Economics and Political Science.

Anexos 1 – Quadros Estatísticos

Tabela 1a. Perspetivas Macroeconómicas

	Código SEC	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		Nível (10 ⁶ euros)	taxa de variação					
1. PIB (real)	B1*g	173 747,3	1,4	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
2. PIB (nominal)	B1*g	184 931,1	3,0	3,2	3,4	3,5	3,7	3,8
Componentes do PIB em termos reais								
3. Consumo privado	P.3	116 161,0	2,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
4. Consumo público	P.3	33 441,3	0,5	-1,0	-0,8	-0,9	0,0	0,5
5. Formação bruta de capital fixo	P.51	27 442,9	-0,1	4,8	5,1	5,1	4,8	4,7
6. Variação de existências e aquisição líquida de objectos de valor (% do PIB)	P.52 + P.53	397,6	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
7. Exportações de bens e serviços	P.6	77 241,7	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
8. Importações de bens e serviços	P.7	81 087,1	4,4	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Contribuições para o crescimento do PIB em termos reais								
9. Procura interna		-	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0
10. Variação de existências e aquisição líquida de objectos de valor	P.52 + P.53	-	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
11. Procura externa líquida	B.11	-	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2

Tabela 1b. Preços

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	taxa de variação					
1. Deflador do PIB	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6
2. Deflador do consumo privado	1,1	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
3. IHPC ¹	0,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
4. Deflador Consumo público	1,7	1,2	1,1	1,1	1,2	1,4
5. Deflador da Formação bruta de capital fixo	0,2	1,6	0,8	1,2	1,2	1,2
6. Deflador das exportações (bens e serviços)	-2,0	2,5	1,0	1,0	1,0	1,0
7. Deflador das importações (bens e serviços)	-3,2	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0

¹ Opcional para programas de estabilidade.

Tabela 1c. Mercado de Trabalho

	Código SEC	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		Nível	taxa de variação					
1. Emprego total (milhares de indivíduos) ¹		4 650,3	1,6	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0
2. Taxa de desemprego (%) ²		-	11,1	9,9	9,3	8,6	8,0	7,4
3. Produtividade por trabalhador, pessoas ³		37,4	-0,2	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2
4. Remuneração dos empregados (10 ⁶ euros)	D.1	81 234,2	3,6	3,3	3,2	3,4	3,4	3,4
5. Remuneração por trabalhador		20,5	1,4	2,0	2,2	2,4	2,4	2,4

¹ População empregada, conceito de Contas Nacionais.

² Definição harmonizada, Eurostat; Nível.

³ PIB real por pessoa empregada.

Tabela 1d. Balanças Setoriais

% do PIB	Código SEC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1. Capacidade/necessidade líquida de financiamento face ao exterior	B.9	1,5	1,1	1,5	1,5	1,6	1,7
da qual:							
- Saldo da balança de bens e serviços		1,2	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0
- Saldo da balança de rendimentos primários e transferências		-2,1	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7
- Saldo da balança de capital		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
2. Capacidade/necessidade líquida de financiamento do sector privado	B.9	3,5	2,6	2,4	1,8	1,2	0,4
3. Capacidade/necessidade líquida de financiamento das administrações públicas	B.9	-2,0	-1,5	-1,0	-0,3	0,4	1,3
4. Discrepâncias estatísticas		-	-	-	-	-	-

Tabela 2.a: Perspetivas Orçamentais das Administrações Públicas

	Código SEC	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		Nível	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento (B.9) por subsector								
1. Administrações Públicas	S.13	-3 722,4	-2,0	-1,5	-1,0	-0,3	0,4	1,3
1a. Administração Central	S.1311	-6 087,9						
1b. Administração Estatal	S.1312	M						
1c. Administração Local	S.1313	790,7						
1d. Segurança Social	S.1314	1 574,8						
Administrações Públicas (S13)								
2. Receita total	TR	79 613,3	43,1	43,3	43,0	42,9	42,8	42,9
3. Despesa total	TE	83 335,7	45,1	44,8	44,0	43,2	42,4	41,7
4. Capacidade/necessidade de financiamento	B.9	-3 722,4	-2,0	-1,5	-1,0	-0,3	0,4	1,3
5. Juros	D.41	7 836,0	4,2	4,2	4,0	3,9	3,8	3,6
6. Saldo primário ²	B.9+D.41	4 113,6	2,2	2,7	3,1	3,6	4,2	4,9
7. Medidas one-off e temporárias ³		582,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,4
Componentes da receita								
8. Impostos sobre a produção e importação	D.2	27 258,3	14,7	14,8	14,8	14,7	14,7	14,6
9. Impostos sobre o rendimento e património	D.5	19 073,5	10,3	10,1	9,9	9,8	9,7	9,6
10. Impostos de capital	D.91	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
11. Contribuições sociais	D.61	21 595,4	11,7	11,8	11,7	11,8	11,8	11,7
12. Rendimentos de propriedade	D.4	1 181,0	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
13. Outros ⁴		10 505,0	5,7	5,9	5,8	5,8	5,8	6,2
14=2. Receita total	TR	79 613,3	43,1	43,3	43,0	42,9	42,8	42,9
p.m.: Carga fiscal (D.2+D.5+D.611+D.613+D.91) ⁵		63 270,0	34,2	34,2	34,0	33,9	33,9	33,7
Componentes da despesa								
15. Despesas com pessoal + consumo intermédio	D.1+P.2	31 419,0	17,0	16,7	16,2	15,8	15,4	15,0
15a. Despesas com pessoal	D.1	20 847,1	11,3	11,1	10,8	10,6	10,3	10,0
15b. Consumo intermédio	P.2	10 571,9	5,7	5,6	5,4	5,2	5,1	5,0
16. Prestações sociais (16=16a+16b)		35 006,6	18,9	18,7	18,4	18,2	17,9	17,7
das quais Subsidio de desemprego ⁶		-	-	-	-	-	-	-
16a. Prestações sociais em espécie	D.632	3 291,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5
16b. Prestações sociais que não em espécie	D.62	31 714,8	17,1	17,0	16,8	16,6	16,4	16,2
17=5. Juros	D.41	7 836,0	4,2	4,2	4,0	3,9	3,8	3,6
18. Subsidios	D.3	1 041,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
19. Formação bruta de capital fixo	P.51g	2 794,7	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
20. Transferências de capital	D.9	806,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
21. Outros ⁷		4 431,8	2,4	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2
22=3. Despesa total	TE	83 335,7	45,1	44,8	44,0	43,2	42,4	41,7
p.m.: Despesa de consumo final das Administrações Públicas (nominal)	P.3	33 347,3	18,0	17,5	17,0	16,4	16,0	15,7

¹ RT - DT = B.9

² O saldo primário é calculado pela soma de B.9 (item 4) e D.41 (item 5).

³ Um sinal positivo denota medidas one-off redutoras de défice.

⁴ P.11 + P.12 + P.131 + D.39rec + D.7rec + D.9rec (exc. D.91).

⁵ Inclui Receita Fiscal e Contribuições Sociais Efetivas.

⁶ Incluindo benefícios que não em espécie (D.621 e D.624) e em espécie (D.631) relacionados com subsidio de desemprego.

⁷ D.29+D.4 (outros que D.41)+D.5+D.7+P.52+P.53+K.2+D.8.

Tabela 2.b: Projeções em Políticas Invariantes

	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Nível	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
1. Receita total com políticas invariantes	79 613,3	43,1	43,3	43,5	43,3	42,9	43,0
2. Despesa total com políticas invariantes	83 335,7	45,1	44,8	44,9	44,1	43,4	42,5

¹ As projeções devem começar no momento em que o Programa de Convergência ou Estabilidade é elaborado (indicando a data de corte) e apresentar a tendência das receitas e despesas no pressuposto de políticas invariantes. Assim, os valores de X-1 devem corresponder a dados observados para as receitas e despesas.

Tabela 2.c: Valores a serem Excluídos do Benchmark¹ da Despesa

	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Nível	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
1. Despesas de programas da U.E. cobertas por receita de fundos da U.E.	502,8	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
2. Variações não-discricionárias na despesa com o subsidio de desemprego ¹	-133,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
3. Efeitos das medidas discricionárias do lado das receitas ²	336,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Despesas completamente cobertas por aumentos obrigatórios da receita	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Metodologia da Comissão Europeia.

² Aumento das receitas imposto pela lei não deve ser incluído no efeito das medidas discricionárias de receita: os dados relatados nas linhas 3 e 4 devem ser mutuamente exclusivos.

Tabela 3: Despesa por Função

% do PIB	Código COFOG	2015
1. Serviços gerais das administrações públicas	1	8,1
2. Defesa	2	1,1
3. Segurança e ordem pública	3	2,1
4. Assuntos económicos	4	5,1
5. Proteção do ambiente	5	0,4
6. Habitação e infraestruturas coletivas	6	0,5
7. Saúde	7	6,2
8. Desporto, recreação, cultura e religião	8	0,8
9. Educação	9	6,0
10. Proteção social	10	18,3
11. Despesa total (= item 3=22 no Quadro 2a)	TE	48,3

Tabela 4: Evolução da Dívida das Administrações Públicas

% PIB	Código SEC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1. Dívida Bruta ¹		130,4	127,9	124,2	120,0	117,6	109,4
2. Variação do rácio da dívida bruta		1,4	-2,5	-3,6	-4,2	-2,3	-8,2
Decomposição da variação do rácio da dívida bruta							
3. Saldo primário (simétrico) ²	B.9+D.41	-2,2	-2,7	-3,1	-3,6	-4,2	-4,9
4. Despesas com juros ³	D.41	4,2	4,2	4,0	3,9	3,8	3,6
5. Ajustamentos défice-dívida		3,1	0,1	-0,4	-0,2	2,4	-2,6
p.m.: Taxa de juro implícita na dívida ⁴		3,4	3,3	3,3	3,2	3,3	3,2

¹ Como definido pelo Regulamento amendado 479/2009.

² Item 6 na Tabela 2a.

³ Item 5=17 na Tabela 2a.

⁴ Aproximada pela despesa com juros, dividido pelo nível de endividamento do ano anterior.

Tabela 5. Evolução dos Saldos Ajustados do Ciclo

% PIB	Código SEC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1. Crescimento real do PIB (%)		1,4	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
2. Saldo das Administrações Públicas	B.9	-2,0	-1,5	-1,0	-0,3	0,4	1,3
3. Juros	D.41	4,2	4,2	4,0	3,9	3,8	3,6
4. Medidas temporárias ¹		0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,4
5. Crescimento do PIB potencial (%)		0,6	1,1	1,6	1,7	1,7	1,8
6. Hiato do produto		-0,8	-0,1	0,2	0,4	0,8	1,1
7. Componente orçamental cíclica		-0,4	0,0	0,1	0,2	0,4	0,6
8. Saldo ajustado do ciclo (2-7)		-1,6	-1,4	-1,1	-0,5	0,0	0,7
9. Saldo primário ajustado do ciclo (8+3)		2,6	2,7	3,0	3,4	3,8	4,3
10. Saldo estrutural (8-4)		-1,9	-1,7	-1,1	-0,5	0,0	0,3

¹ Sinal positivo significa medidas one-off que contribuem para redução do défice.

Tabela 6. Diferenças face à Atualização de abril de 2015

% PIB	Código SEC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crescimento real do PIB (%)							
Atualização anterior		1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	:
Atualização atual		1,4	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
Diferença		-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	:
Saldo das Administrações Públicas (% do PIB)							
Atualização anterior	B.9	-2,2	-1,4	-0,9	-0,1	0,4	:
Atualização atual		-2,0	-1,5	-1,0	-0,3	0,4	1,3
Diferença		0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	:
Dívida Bruta das Administrações Públicas (% do PIB)							
Atualização anterior		124,8	122,3	118,7	114,5	110,3	:
Atualização atual		130,4	127,9	124,2	120,0	117,6	109,4
Diferença		5,6	5,6	5,5	5,5	7,3	:

Tabela 7. Sustentabilidade de Longo Prazo das Finanças Públicas

% do PIB	2013	2017	2020	2030	2040	2050	2060
Despesa total							
Despesa relacionada com o envelhecimento da população	27,0	27,0	27,2	27,3	27,9	28,3	27,4
Despesa pública com pensões	13,8	14,2	14,6	15,0	14,8	14,4	13,1
Pensões da Segurança Social	8,4	8,9	9,4	10,5	11,6	12,5	12,2
Pensões de velhice e reforma antecipada	5,2	5,8	6,3	7,5	8,5	9,2	8,8
Outras pensões	3,2	3,1	3,0	3,0	3,2	3,4	3,4
Pensões da Caixa Geral de Aposentações	5,4	5,3	5,2	4,5	3,2	1,9	0,9
Despesa em saúde	6,0	6,2	6,4	7,1	7,8	8,3	8,5
Despesa em cuidados continuados	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Despesa em educação	5,2	4,9	4,7	4,0	4,0	4,3	4,2
Outras despesas relacionadas com o envelhecimento	1,5	1,3	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6
Despesa em juros							
Receita total							
da qual: rendimentos de propriedade							
da qual: de contribuições de pensões (ou contribuições sociais, se apropriado)	10,5	9,7	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Ativos do fundo de reserva da segurança social							
dos quais: ativos consolidados do fundo (excluindo títulos da dívida pública)							
Reforma dos sistemas de pensões¹							
Contribuições sociais desviadas para esquema privado obrigatório ²							
Despesas com pensões pagas pelo sistema privado obrigatório ³							
Hipóteses							
Produtividade do trabalho (taxa de crescimento)	0,4	0,9	1,0	1,7	1,9	1,8	1,5
PIB (taxa de crescimento real)	-1,4	1,2	1,7	1,2	0,8	0,7	0,8
Taxa de participação masculina (20-64 anos)	82,3	82,1	81,8	81,7	81,8	82,1	81,4
Taxa de participação feminina (20-64 anos)	74,6	76,3	77,3	79,3	79,7	80,1	79,5
Taxa de participação total (20-64 anos)	78,3	79,1	79,5	80,5	80,7	81,1	80,5
Taxa de desemprego (20-64 anos)	16,5	13,9	12,2	8,2	7,3	7,3	7,3
Rácio da população com mais de 65 anos sobre a população total	19,6	21,3	22,4	26,8	31,6	34,6	34,6

¹ Diz respeito à reforma de sistemas de pensões que introduzem sistemas de multi-pilares e que incluem um pilar inteiramente capitalizável.

² Contribuições sociais ou outra receita recebida pelo pilar capitalizável obrigatório para cobrir responsabilidades por pensões adquiridas em conjunto com o sistema de reformas.

³ Despesa com pensões ou outros benefícios pagos pelo pilar capitalizável obrigatório para cobrir responsabilidades por pensões adquiridas em conjunto com o sistema de reformas.

**Anexos 2 – Parecer do Conselho das Finanças Públicas sobre as
Previsões macroeconómicas subjacentes ao Programa de Estabilidade
2017-2021**

(a incluir no dia 18 de abril)