



Conselho das Finanças Públicas
Portuguese Public Finance Council

Finanças Públicas: Situação e Condicionantes 2015-2019

Relatório do Conselho das Finanças Públicas

n.º 3/2015

março de 2015

O Conselho das Finanças Públicas é um órgão independente, criado pelo artigo 3.º da Lei n.º 22/2011, de 20 de maio, que procedeu à 5.ª alteração da Lei de Enquadramento Orçamental (Lei n.º 91/2001, de 20 de agosto, republicada pela Lei n.º 37/2013, de 14 de junho).

A iniciativa para a sua criação seguiu-se à publicação do Relatório final do Grupo de Missão para o Conselho Europeu sobre a governação económica da Europa e concretizou-se em outubro de 2010, através de um protocolo entre o Governo, então apoiado pelo Partido Socialista, e o Partido Social Democrata. A versão final dos Estatutos do CFP foi aprovada pela Lei n.º 54/2011, de 19 de outubro.

O CFP iniciou a sua atividade em fevereiro de 2012, com a missão de proceder a uma avaliação independente sobre a consistência, cumprimento e sustentabilidade da política orçamental, promovendo a sua transparência, de modo a contribuir para a qualidade da democracia e das decisões de política económica e para o reforço da credibilidade financeira do Estado.

Este Relatório foi elaborado com base na informação disponível até ao dia 6 de março de 2015.

Encontra-se disponível em www.cfp.pt, na área de publicações, um ficheiro em formato de folha de cálculo contendo os valores subjacentes a todos os gráficos e quadros do presente relatório.

Índice

APRECIACÃO GLOBAL	IV
1 INTRODUÇÃO	1
2 CONDICIONANTES DA POLÍTICA ORÇAMENTAL	2
2.1 PREVISÕES MACROECONÓMICAS MAIS RECENTES DO MINISTÉRIO DAS FINANÇAS	2
2.2 CENÁRIO MACROECONÓMICO DE MÉDIO PRAZO DO CFP	5
2.3 PREVISÕES ORÇAMENTAIS SUBJACENTES AO DEO/2014	9
2.4 CENÁRIO ORÇAMENTAL DE MÉDIO PRAZO DO CFP	13
2.4.1 Principais hipóteses assumidas	14
2.4.2 Perspetivas para a evolução da receita e da despesa	18
2.4.3 Perspetivas para a evolução dos saldos orçamentais	19
2.4.4 Perspetivas de evolução da dívida pública	21
2.5 AJUSTAMENTO NECESSÁRIO PARA CUMPRIR OS OBJETIVOS ORÇAMENTAIS DO DEO/2014	23
2.6 AJUSTAMENTO NECESSÁRIO PARA CUMPRIR AS REGRAS ORÇAMENTAIS EM TERMOS ESTRUTURAIS	25
3 ENQUADRAMENTO DO CENÁRIO MACROECONÓMICO	28
3.1 ECONOMIA MUNDIAL E ÁREA DO EURO	28
3.2 EVOLUÇÃO DA ECONOMIA PORTUGUESA	32
3.3 FINANCIAMENTO DA ECONOMIA	35
3.4 TENDÊNCIAS, RISCOS E INCERTEZAS	41
3.5 AS PREVISÕES OFICIAIS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA	42
ANEXOS	45
LISTA DE ABREVIATURAS	50

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Comparação das previsões dos cenários macroeconómicos subjacentes ao DEO/2014 e ao OE/2015 e o observado em 2014 (%).....	3
Gráfico 2 – Comparação das contribuições para o crescimento do PIB, subjacentes ao DEO/2014 e ao OE/2015 (p.p.).....	4
Gráfico 3 – Crescimento real do PIB (2007=100 e %).....	6
Gráfico 4 – Taxa de variação dos deflatores implícitos no PIB e no consumo privado (%).....	7
Gráfico 5 – Crescimento nominal do PIB (2007 = 100 e %).....	8
Gráfico 6 – Emprego total (%).....	8
Gráfico 7 - Taxa de crescimento do PIB potencial e hiato do produto.....	9
Gráfico 8 – DEO/2014: trajetória dos principais indicadores em SEC 95 e “SEC 2010 aproximado”.....	11
Gráfico 9 – Projeção do CFP para a receita e a despesa ajustadas (% do PIB).....	19
Gráfico 10 – Evolução do saldo orçamental ajustado (em % do PIB).....	20
Gráfico 11 – Evolução do saldo primário ajustado (em % do PIB).....	21
Gráfico 12 – Contributos para a evolução da dívida pública, 2010-2019 (em % do PIB).....	22
Gráfico 13 – Análise de sensibilidade da dívida pública à taxa de juro implícita e à taxa de crescimento (em % do PIB).....	23
Gráfico 14 – Comparação da projeção orçamental CFP com a estratégia do DEO/2014.....	24
Gráfico 15 – Comparação da projeção de dívida pública (CFP) com a prevista no DEO/2014 (% do PIB).....	25
Gráfico 16 – Crescimento do PIB das principais economias mundiais (%).....	28
Gráfico 17 – Inflação (IHPC - média anual, %).....	29
Gráfico 18 – Desenvolvimentos nos mercados financeiros.....	30
Gráfico 19 – Preço do petróleo e cotação do euro em dólares.....	30
Gráfico 20 – Previsões para o crescimento da economia mundial (%).....	31
Gráfico 21 – Previsões para o crescimento nos principais destinos das exportações portuguesas (%).....	31
Gráfico 22 – Principais indicadores macroeconómicos.....	32
Gráfico 23 – Balança de bens e serviços (mil M€, preços correntes).....	34
Gráfico 24 – Contributo para o crescimento anual das exportações de bens 2010-2014 (p.p.).....	35
Gráfico 25 – Posição de Investimento Internacional total e saldos das Administrações Públicas e das Outras Instituições Financeiras e Monetárias (M€).....	36
Gráfico 26 – Peso das administrações públicas na dívida externa bruta.....	37
Gráfico 27 – Peso das administrações públicas na dívida externa líquida.....	37
Gráfico 28 – Empréstimos concedidos pelo sector financeiro.....	38
Gráfico 29 - Empréstimos concedidos – novas operações.....	39
Gráfico 30 – Decomposição da dívida de Maastricht por credor.....	40
Gráfico 31 – Evolução da dívida pública (% do PIB).....	41
Gráfico 32 – Média das previsões para economia da Área do Euro do painel de previsores profissionais do BCE.....	44
Gráfico 33 – Previsões para economia da Área do Euro do BCE em março de 2015 (variação, %).....	44

Índice de Quadros

Quadro 1 – Hipóteses técnicas para o enquadramento externo.....	5
Quadro 2 – Cenário macroeconómico do CFP: projeção das principais variáveis	7
Quadro 3 – DEO/2014: SEC 95 vs. “SEC 2010 aproximado” (valores não ajustados)	10
Quadro 4 – Principais pressupostos utilizados na projeção das receitas e das despesas 2016-2019	17
Quadro 5 – Principais agregados orçamentais, ajustados (em % do PIB)	20
Quadro 6 – Cumprimento das regras do saldo orçamental (% do PIB)	26
Quadro 7 – Principais indicadores macroeconómicos da economia portuguesa	33
Quadro 8 – Cenário da média dos previsores internacionais	43
Quadro 9 – Medidas de consolidação orçamental na receita apresentadas na POE/2015.....	47
Quadro 10 – Medidas de consolidação orçamental na despesa apresentadas na POE/2015	47
Quadro 11 – Medidas temporárias, medidas não recorrente e fatores especiais (em % do PIB).....	48
Quadro 12 – Previsões internacionais consideradas no cálculo das médias apresentadas no Quadro 8.....	49

Índice de Caixas

Caixa 1 – Principais hipóteses técnicas	17
Caixa 2 – O ajustamento orçamental anual em direção ao objetivo de médio prazo (OMP) no âmbito da vertente preventiva do pacto.....	27
Caixa 3 – O processo de harmonização contabilística em Portugal.....	45

APRECIACÃO GLOBAL

Nos últimos anos Portugal deu passos assinaláveis no caminho da consolidação das suas finanças públicas. A natureza dos problemas resultantes da perda de acesso ao financiamento de mercado numa economia fortemente endividada exigiu medidas de emergência dirigidas à recuperação de condições normais de financiamento e a servir de base a uma nova lógica de política económica, dirigida ao crescimento num contexto de estabilidade orçamental. O objetivo de regresso ao financiamento de mercado foi atingido e tomaram-se igualmente medidas importantes nas áreas do processo orçamental e da gestão financeira pública, assim como em domínios estruturais relevantes.

Este programa foi levado a cabo tendo como pano de fundo um enquadramento internacional desfavorável, em particular no tocante à procura dirigida às exportações portuguesas que, mesmo assim, registaram um progresso significativo. A envolvente externa registou entretanto melhorias assinaláveis, quer nos domínios financeiros, através da criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade e da União Bancária Europeia, quer, mais recentemente, no respeitante às perspetivas de crescimento das economias da área do euro. A conjugação destes desenvolvimentos com os progressos realizados internamente e com a expectativa de manutenção de uma política monetária fortemente expansionista estabelecem um quadro favorável ao desenho de um programa de política económica interna destinado a completar e consolidar os progressos conseguidos em matéria de finanças públicas e de competitividade da economia, agora com uma componente essencial dirigida ao crescimento. A importância desse programa é tanto maior quanto o crescimento deverá ter lugar num enquadramento particularmente complexo que, para além do aumento da produtividade, indispensável como base do desenvolvimento da economia, terá de assegurar um nível de emprego e um padrão de distribuição do rendimento compatíveis com a estabilidade social.

Adicionalmente importa considerar que a atual envolvente não é, ela própria, isenta de riscos. Em primeiro lugar, o crescimento das economias europeias não só permanece insuficiente, como depende também de uma envolvente internacional de grande incerteza, assim como de ajustamentos estruturais complexos, tanto a nível da área do euro como um todo – como é o caso dos sectores energético ou da defesa – como das políticas económicas nacionais e, crucialmente, da respetiva coordenação.¹ Os estímulos de curto prazo ao crescimento, sejam eles orçamentais ou monetários, têm por isso de inserir-se num contexto de responsabilidade financeira e de políticas estruturais que apoiem ativamente a produtividade e o emprego, tendo em atenção condicionantes relevantes a nível demográfico, tecnológico e geoestratégico, para além do financeiro.

No caso da economia portuguesa, será essencial não esquecer os riscos do crédito fácil que acomodou um crescimento inicialmente rápido, mas que, ao assentar nas despesas públicas e nos sectores não transacionáveis, conduziu a fortes desequilíbrios a nível orçamental e

¹ Ver a propósito a “Nota Analítica” dos “quatro presidentes” da área do euro de 12 de Fevereiro: Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem and Mario Draghi, *Preparing for Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area*, disponível em http://ec.europa.eu/priorities/docs/economic-governance-note_en.pdf.

externo e à paragem súbita do financiamento só superável por recurso a duras medidas de ajustamento. O Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) proporcionou as condições para um novo ponto de partida em matéria de crescimento económico mas, para se efetivar, este terá de garantir a sustentabilidade das finanças públicas e, no que ao sector privado diz respeito, o equilíbrio entre os sectores transacionáveis e não transacionáveis. Como já referido, o ajustamento dos últimos anos assegurou o regresso a condições normais de financiamento pelos mercados e a política monetária tornou-as altamente favoráveis. Portugal já passou, porém, na sequência da adesão ao euro, por um período de grande facilidade de financiamento, mas as políticas que adotou conduziram a vulnerabilidades que precipitaram a crise e que por isso exigem uma reformulação de fundo da política de crescimento económico.

O presente Relatório debruça-se sobre as condicionantes da política orçamental, vendo-a como um dos eixos principais de tal reformulação. Como já referido, o país conseguiu progressos importantes nesta área, mas a consolidação orçamental e a adoção de métodos de gestão financeira pública eficientes é ainda um trabalho em curso e, nalgumas áreas, encontra-se mesmo numa fase incipiente.

Um ponto a exigir particular atenção consiste na necessidade de definir e respeitar um quadro plurianual de programação orçamental. Uma estratégia de médio prazo da política orçamental constitui uma peça fundamental de uma política macroeconómica sustentável e de políticas sectoriais equilibradas. Por um lado, fornece aos agentes económicos a orientação e estabilidade necessárias à otimização das suas decisões de poupança e investimento; por outro, é indispensável ao estabelecimento de métodos de gestão pública eficientes e promotores de uma iniciativa privada adaptada às condições de mercado e de competitividade da economia.

A política orçamental em Portugal cingiu-se habitualmente ao horizonte anual e tomou os Programas de Estabilidade exigidos ao abrigo do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) como uma simples formalidade em que anualmente se revia o ponto de partida e acrescentava mais um ano à trajetória para a estabilidade, sempre projetada para o ano final do programa. As revisões do PEC e as novas normas do Semestre Europeu procuram pôr termo a esta prática, mas igualmente relevante é o enquadramento da formulação da política económica que essa abolição exige, nomeadamente pela necessidade de tratar o quadro plurianual de programação orçamental como um verdadeiro compromisso, cujo cumprimento deve ser avaliado, sendo os desvios justificados e corrigidos. Por isso este Relatório procura instituir a prática de considerar cada novo Programa de Estabilidade à luz do cumprimento das políticas anteriormente enunciadas, sendo, por seu turno, o Orçamento do Estado enquadrado nas linhas definidas pelo Programa de Estabilidade.

Ao Conselho das Finanças Públicas (CFP) compete estatutariamente apresentar um relatório sobre o Programa de Estabilidade e demais procedimentos ao abrigo do quadro regulamentar europeu. Em linha com a intenção atrás expressa, o CFP considerou útil anteceder esse texto por uma análise do cumprimento do anterior programa – correspondente, neste caso, ao Documento de Estratégia Orçamental 2014-18 (DEO/2014) – e pela projeção para o quinquénio seguinte das principais variáveis orçamentais, tendo por

base a situação das finanças públicas no final de 2014, um cenário macroeconómico atualizado e o pressuposto de políticas invariantes. Importa sublinhar que, à parte as estimativas referentes a 2014, não se trata de prever resultados ou evoluções a ter lugar no futuro, já que estes dependerão de decisões políticas que apenas foram tidas em conta nos casos já aprovados e com efeitos devidamente quantificáveis. O objetivo é antes o de contribuir para a definição do pano de fundo em que as novas decisões se enquadram e das condicionantes que enfrentam.

Assim, com base num cenário macroeconómico compatível com as previsões disponíveis para a economia internacional e nacional e com as evoluções mais recentes, elaborou-se um cenário orçamental para o quinquénio 2015-2019, assente nas medidas de política económica e orçamental em vigor. Os seus resultados são claros quanto à necessidade de prosseguir o esforço de consolidação orçamental. Embora pareça viável a obtenção em 2015 de um défice que não ultrapasse 3% do PIB, permitindo encerrar o Procedimento por Défices Excessivos, na ausência de políticas adicionais e não obstante a convergência da economia para o seu crescimento potencial, o défice voltará a superar essa marca a partir de 2016. Como consequência, o rácio da dívida apresentará um declínio significativamente inferior ao que decorreria do DEO/2014 (para 121,9% em vez de 114% no ano de 2018).

Na verdade, as pressões orçamentais resultantes da demografia e do elevado peso da dívida continuam a exigir um importante esforço no sentido do aumento de eficiência na provisão de serviços públicos, a par com a maior capacidade de geração de rendimento e de atração de financiamento por parte do sector privado. Na sequência da decisão de aderir à moeda única, Portugal beneficiou de um enorme afluxo de capitais externos, na sua maioria sob a forma de dívida, do sector público ou intermediada pelos bancos. Assim, a Posição de Investimento Internacional do país, que agrega o conjunto dos seus ativos e passivos relativamente ao exterior, passou de um passivo líquido da ordem dos 10 mil milhões de euros em 1996 para quase 200 mil milhões no fim de 2014. Destes cerca de 154 mil milhões constituem encargo das administrações públicas, cujo peso se reforçou ao assumir a dívida relativa ao PAEF por forma a evitar a cessação de pagamentos que decorreria da perda de acesso ao financiamento de mercado em 2011.

A abundância de financiamento que precedeu a crise viria a alimentar sobretudo a procura interna e a estimular o investimento nos sectores não transacionáveis, tornando-se num sério fator de vulnerabilidade da economia face à crise financeira internacional, sem que tivesse conseguido proporcionar uma aproximação estável à desejada convergência real com a média europeia. A recuperação do acesso a condições normais de financiamento deve agora levar a refletir nessa experiência, além de ter em conta os limites definidos pelo elevado nível de endividamento atingido. À política orçamental cabe dar particular atenção às suas consequências intertemporais, um resultado que o trabalho aqui apresentado procura estimular.

1 INTRODUÇÃO

O presente Relatório dá início a uma nova série de publicações do Conselho das Finanças Públicas (CFP), com o título geral “Finanças Públicas: Situação e Condicionantes”, que incluirá um relatório a publicar anualmente em março e a atualizar em setembro.

O objetivo destes Relatórios consiste em caracterizar a situação das finanças públicas portuguesas e as respetivas condicionantes, ao iniciar-se o ciclo anual de atualização da estratégia orçamental subjacente ao Programa de Estabilidade e de definição das opções a consagrar no Orçamento do Estado. O CFP procura, deste modo, contribuir para o estabelecimento de um quadro que assegure que a definição da política orçamental tem em consideração os compromissos assumidos e as implicações de médio e longo prazo das decisões que consagra, apoiando, desse modo, a formação de expectativas dos agentes económicos favoráveis ao crescimento económico.

Atendendo às datas de divulgação das estatísticas oficiais relativas ao ano-base – no caso presente 2014 – o Relatório parte de estimativas elaboradas pelo CFP quanto à situação das finanças públicas no final desse ano. Essas estimativas assentam nos dados divulgados até ao fecho do Relatório, os quais ainda não cobrem toda a informação relativa às empresas públicas integradas no perímetro das administrações públicas.

O cenário-base para o quinquénio 2015-2019 parte da hipótese de políticas invariantes, detalhadamente descrita no corpo do Relatório. A finalidade deste exercício consiste em contribuir para a definição do pano de fundo em que as novas decisões de política terão de se enquadrar e não em prever a evolução da economia ou das finanças públicas, a qual, como é evidente, dependerá dessas decisões. Para a elaboração deste cenário o CFP utilizou, além dos seus modelos próprios, as projeções disponíveis a nível macroeconómico, designadamente as publicadas por instituições internacionais, pelo Ministério das Finanças e pelo Banco de Portugal, confrontando-o ainda com projeções de entidades privadas que regularmente acompanham a economia portuguesa.

O CFP agradece a todas as entidades contactadas o apoio e os esclarecimentos indispensáveis à elaboração do presente trabalho.

O capítulo 2 deste relatório retoma as previsões de médio prazo apresentadas no Documento de Estratégia Orçamental 2014-2018 como o ponto de partida, que não pode ser ignorado, para a projeção da economia e das finanças públicas para um novo período de cinco anos (2015-2019). O capítulo 3 apresenta a informação mais relevante que fundamentou a projeção que é materializada no cenário macroeconómico.

2 CONDICIONANTES DA POLÍTICA ORÇAMENTAL

Este relatório apresenta um quadro macro-orçamental para o período 2015-2019 que não assume quaisquer novas medidas de política, mas apenas as políticas atualmente em vigor, no contexto macroeconómico projetado. Assim, o cenário macro-orçamental que o CFP aqui revela assume a manutenção ao longo do período de projeção das medidas de política com suporte legislativo ou administrativo necessário para estarem em vigor de 2015 a 2019. Trata-se, portanto, de um *cenário de políticas invariantes*. Essas projeções evidenciam ainda o ajustamento necessário ao cumprimento dos objetivos do DEO/2014 e das regras orçamentais vigentes que, naquelas circunstâncias, se observaria em cada um dos anos considerados.

O passo seguinte consiste em transformar essas perspetivas numa estratégia para o médio prazo que, prosseguindo os objetivos de crescimento e emprego, imponha, *ex-ante*, a disciplina necessária para assegurar a sustentabilidade das finanças públicas e o cumprimento das regras orçamentais nacionais e comunitárias. Trata-se de uma responsabilidade dos decisores de política económica, a quem compete também delinear as medidas de política. Apenas com a criação de espaço orçamental, resultante da eliminação do défice e da redução da dívida pública, poderá a política orçamental desempenhar uma função anti-cíclica que mitigue os impactos de choques desfavoráveis que venham a ocorrer.

Para Portugal, as perspetivas orçamentais de médio prazo apresentam elevada incerteza dado que a trajetória do crescimento económico não é ainda suficientemente sustentada em fatores endógenos (em particular, na poupança e no investimento) e que a dívida pública se mantém a níveis historicamente elevados, o que torna a economia portuguesa muito vulnerável à evolução do financiamento externo. A evolução das finanças públicas no médio prazo depende, assim, da recuperação sustentável da atividade económica, da estratégia orçamental que venha a ser seguida nos próximos anos e do ambiente internacional, em que igualmente subsistem importantes fatores de incerteza, quanto ao nível e à natureza do crescimento económico e quanto à evolução dos preços, cujo impacto é relevante para a dinâmica da dívida e dos demais agregados orçamentais.

A trajetória da política orçamental deve, por isso, focar-se na criação de espaço orçamental, que favoreça a recuperação da produtividade e do emprego por forma a reduzir a vulnerabilidade da economia portuguesa a choques negativos. Numa economia em que a carga fiscal já é elevada, atingir os objetivos de consolidação orçamental no médio prazo e reduzir a dívida pública é instrumental para o país recuperar a função de estabilização macroeconómica do Orçamento do Estado e lidar com pressões orçamentais decorrentes do envelhecimento da população. A concretização daqueles objetivos requer uma política coerente e sustentável, ancorada em metas prudentes e realistas, que tenham em conta a restrição externa de financiamento da economia portuguesa.

2.1 PREVISÕES MACROECONÓMICAS MAIS RECENTES DO MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

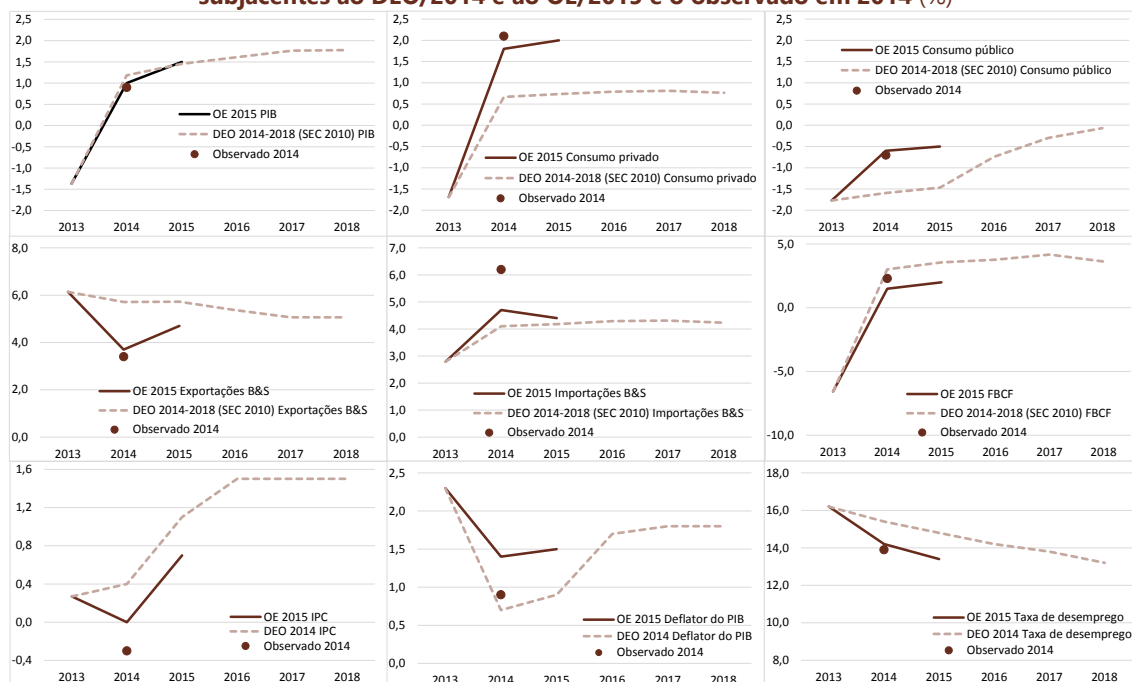
O MF procede à publicação regular de cenários macroeconómicos subjacentes aos documentos de programação orçamental que elabora — Programas de Estabilidade (PE),

substituídos no decurso do PAEF pelos Documentos de Estratégia Orçamental e Orçamentos do Estado (OE). Esses cenários incorporam os efeitos esperados das medidas de política já adotadas ou a introduzir ao longo do período de programação.

As previsões económicas de médio prazo mais recentes para a economia portuguesa são as apresentadas pelo cenário macroeconómico subjacente ao DEO/2014, divulgado em 30 de abril de 2014. Este exercício de previsão foi efetuado num contexto muito distinto do que agora vivemos e teve por base um sistema de contas nacionais entretanto substituído.²

Essas alterações de contexto e de trajetória económica são desde logo evidentes quando se compara a evolução esperada tal como é formalizada no cenário macroeconómico subjacente à Proposta do Orçamento de Estado para 2015 (POE/2015), com as previsões de médio prazo do DEO/2014.³ Se a previsão do crescimento real do PIB permanece no essencial inalterada, a composição da despesa agregada revela diferenças muito significativas em praticamente todas as suas componentes.

Gráfico 1 – Comparação das previsões dos cenários macroeconómicos subjacentes ao DEO/2014 e ao OE/2015 e o observado em 2014 (%)



Fonte: MF, Documento de Estratégia Orçamental 2014-2018; MF, Relatório da POE/2015; INE, Contas Nacionais Trimestrais – 4º trimestre de 2014 | Cálculos CFP.

² Em setembro de 2014 o Instituto Nacional de Estatística (INE) e o Banco de Portugal (BdP) adotaram a versão 2010 do Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais na União Europeia (SEC 2010), que substituiu a versão anterior (SEC 95). Este novo referencial introduziu diversas alterações metodológicas que criam uma quebra nas séries estatísticas. O INE publicou em setembro de 2014 as séries correspondentes a adoção da nova metodologia. No relatório [Análise da proposta de Orçamento do Estado para 2015](#), o CFP publicou uma estimativa dos efeitos da mudança de base no cenário macroeconómico subjacente ao DEO/2014, que se utiliza neste documento como referência.

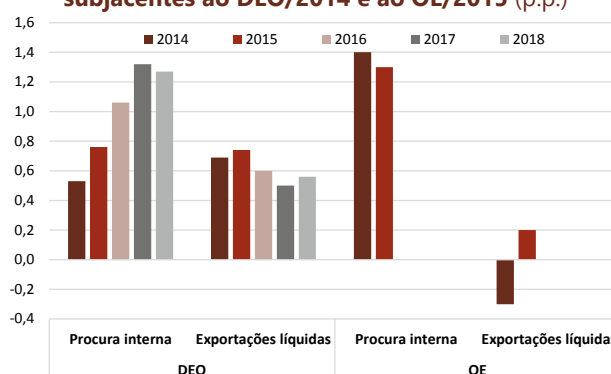
³ Em anexo é apresentada a tabela contendo a síntese dos cenários macroeconómicos subjacentes ao DEO/2014 e OE/2015.

A revisão em alta das previsões para o crescimento real do consumo privado e do consumo público é coerente com o que foi observado em 2014. Teve efeitos significativos na execução do orçamento, que correspondem, de uma forma geral, a uma melhoria no sentimento económico dos agentes, podendo mesmo afirmar-se que revelam um aumento da confiança dos consumidores, a que o bom desempenho do mercado de trabalho não terá sido alheio. A formação bruta de capital fixo (FBCF) e as exportações permanecem, contudo, aquém das previsões, voltando a colocar o consumo privado como principal motor do crescimento. Contudo, esta confiança não se transmitiu ainda de forma evidente às decisões de investimento das empresas, situação compatível com a revisão em baixa das previsões para FBCF no OE.

Uma nota relevante deve ser deixada para o comportamento dos preços, com uma revisão em baixa no OE/2015 da taxa de inflação, acompanhada de uma revisão em alta do comportamento do deflator do PIB. Estes efeitos nos preços, com grandes flutuações de curto prazo, em parte associadas a variáveis fora do controlo da política económica portuguesa, têm um impacto relevante nas metas orçamentais anuais calculadas com base no PIB nominal.⁴ No médio prazo, o cenário macroeconómico do MF aponta para um crescimento do PIB real de 1,8% em 2018 que, em termos nominais, converge para uma taxa de crescimento anual próxima de 3,5%.

Igualmente com grande significado é a alteração da contribuição para o crescimento da procura interna e das exportações líquidas previstas no DEO e no OE. No segundo dos documentos apresentados, o crescimento do PIB em 2015 deverá ser muito mais dependente do consumo interno que do desempenho dos sectores transacionáveis (isto é, os que concorrem com o exterior, na exportação e na substituição de importações).

Gráfico 2 – Comparação das contribuições para o crescimento do PIB, subjacentes ao DEO/2014 e ao OE/2015 (p.p.)



Fonte: MF, Documento de Estratégia Orçamental 2014-2018; MF, Relatório da Proposta de Orçamento do Estado para 2015; INE, Contas Nacionais Trimestrais – 4º trimestre de 2014 | Cálculos CFP.

⁴ Embora pouco expressivo em percentagem, o desvio absoluto entre a previsão para o PIB a preços correntes de 2014 no OE/2015 e o nível observado foi de 1087 milhões de euros.

2.2 CENÁRIO MACROECONÓMICO DE MÉDIO PRAZO DO CFP

Este documento apresenta um cenário macroeconómico de médio prazo que o CFP considera adequado para apoiar a preparação das políticas económicas em Portugal no horizonte 2015-2019. Sublinha-se que não se pretende prever a par e passo a evolução da economia ao longo do período, mas apresentar um cenário de evolução coerente com a informação disponível, sem incluir juízos de valor nem quaisquer medidas de política que alterem o quadro atualmente definido. Como já referido, esse cenário considera apenas as medidas de política económica e orçamental que foram adotadas e para as quais se dispõe de elementos suficientes para caracterizar e quantificar os efeitos. As opções relativas às hipóteses orçamentais implícitas no cenário são apresentadas e detalhadas no ponto 2.4.

O exercício de projeção da trajetória da economia portuguesa realizado pelos Serviços Técnicos do CFP baseou-se nas projeções do modelo desenvolvido pela instituição, as quais foram conjugadas com informação de natureza qualitativa e quantitativa de várias fontes, designadamente:

- Previsões efetuadas pelo MF, designadamente os cenários macroeconómicos subjacentes ao Documento de Estratégia Orçamental 2014-2018 (DEO/2014) e à Proposta de Orçamento do Estado para 2015 (POE/2015);
- Previsões efetuadas por organizações internacionais, designadamente a Comissão Europeia (CE), o Banco Central Europeu (BCE), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económicos (OCDE), bem como o Banco de Portugal (BdP) no contexto do *Eurosistema*;
- Previsões realizadas por outras instituições públicas ou privadas que incidem sobre a economia portuguesa, bem como informação recolhida junto de observadores idóneos da economia e das finanças públicas portuguesas.

O resultado apresentado traduz-se assim num cenário que tem em consideração as previsões conhecidas, elaboradas por aquelas entidades. A necessidade de prudência na formulação dos cenários macroeconómicos subjacentes à formulação de política é especialmente evidente em Portugal onde a tradição “anualista” dos exercícios de previsão orçamental ainda está muito presente. O Capítulo 3 expõe com maior profundidade os fundamentos do exercício de prospetiva do CFP, através da análise dos desenvolvimentos recentes no ambiente internacional e na economia portuguesa e da identificação de tendências e riscos relevantes para a evolução de médio prazo em Portugal.

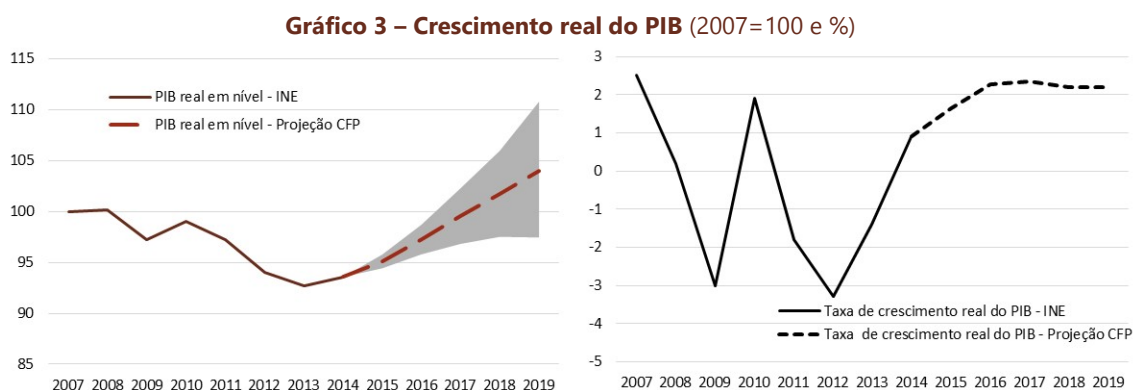
De acordo com a informação disponível, o CFP utilizou para o exercício de projeção as hipóteses para os pressupostos externos que se apresentam no quadro seguinte.

Quadro 1 – Hipóteses técnicas para o enquadramento externo

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Instituição:</i>	CE	CE	CFP	CFP	CFP	CFP
Procura externa relevante (variação, %)	3,1	4,6	4,4	3,3	2,8	2,8
<i>Instituição:</i>	BCE	BCE	BCE	BCE	CFP	CFP
Preço do petróleo Brent (Eur)	74,6	51,3	59,1	62,6	71,1	80,8
<i>Instituição:</i>	BCE	BCE	BCE	CFP	CFP	CFP
Taxa de juro de curto prazo (%)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2

Fontes: AMECO; BCE. Cálculos e estimativas do CFP.

A projeção do CFP para a trajetória da economia na ausência de novas medidas de política assenta na expectativa de continuação do seu crescimento sustentado a taxas moderadas, mantendo uma tendência de convergência real relativamente à média da Área do Euro. A incerteza na projeção está refletida na banda em torno da projeção pontual do PIB (zona sombreada no painel da esquerda do Gráfico 3).



Fonte: INE – Contas Nacionais até 2014 e projeção CFP para os anos seguintes | Nota: A zona sombreada corresponde ao erro-padrão da previsão dentro da amostra.

O cenário macroeconómico do CFP para o período 2015-2019 é marcado por quatro tendências fundamentais:

- A continuação do crescimento económico, fundamentalmente assente no contributo da procura interna. Este crescimento da procura interna assenta em: (i) taxas de crescimento significativas do investimento; (ii) continuação do crescimento do consumo privado, ainda que a taxas tendencialmente inferiores às previstas para o crescimento do produto; e (iii) estabilização ou crescimento moderado do consumo público;
- As exportações líquidas terão um contributo próximo de zero, embora aumentando ao longo do horizonte de projeção e passando a apresentar um contributo positivo para o crescimento do produto. Trata-se de um comportamento em linha com a hipótese de expansão da procura externa dirigida a Portugal, ainda que a taxas decrescentes, e com a continuação de ganhos de quota de mercado que tem ocorrido nos últimos anos;
- Algum crescimento dos preços, particularmente na primeira metade do horizonte de projeção, na sequência da extinção de medidas de política orçamental decididas numa base anual até 2015, sendo a evolução mais lenta nos últimos anos projetados;
- O crescimento do emprego será modesto, baseado numa retoma da economia sobretudo assente no aumento da produtividade, o que, na ausência de medidas adicionais, implicará uma recuperação lenta da taxa de desemprego.⁵

As projeções pontuais das principais variáveis do cenário de médio prazo do CFP são as que se apresentam no quadro seguinte.

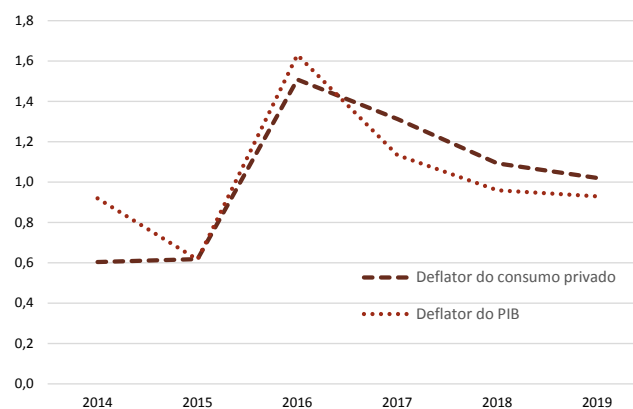
⁵ Sobre o impacto da retoma no emprego tem havido um importante debate académico e político donde resultam múltiplas referências bibliográficas. O artigo de Plotnikov, Dmitry (2014), *Hysteresis in Unemployment and Jobless Recoveries*, FMI wp1477, pode constituir, entre muitos outros, um ponto de partida para a análise desta questão.

Quadro 2 – Cenário macroeconómico do CFP: projeção das principais variáveis

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (variação real, %)	0.9	1.6	2.3	2.4	2.2	2.2
PIB (variação nominal, %)	1.9	2.3	3.9	3.5	3.1	3.2
Contributos para a variação real do PIB (p.p.)						
Procura interna	2.0	1.7	2.7	2.5	2.0	1.9
Exportações líquidas	-1.1	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.3
Evolução dos preços (variação, %)						
Deflator do PIB	0.9	0.6	1.6	1.1	1.0	0.9
Deflator do consumo privado	0.6	0.6	1.5	1.3	1.1	1.0
Emprego (variação, %)	1.4	0.2	0.3	0.7	0.6	0.8
PIB Potencial (taxa de variação %)	-0.4	0.1	0.6	1.1	1.4	1.6
Hiato do produto	-4.9	-3.5	-1.8	-0.6	0.1	0.7

Preços e deflator do PIB

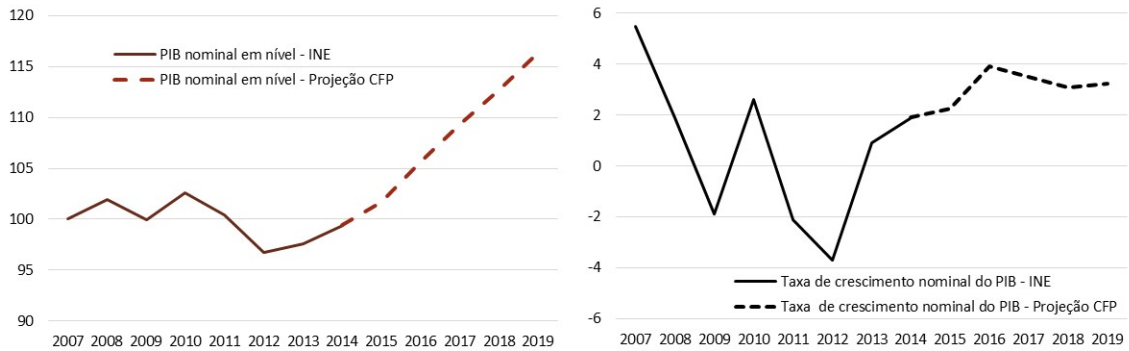
Os preços implícitos no PIB e no consumo privado deverão ter um comportamento de aceleração até 2016. Isto resulta: (i) do aumento das remunerações nas administrações públicas em 2016, que é assumido neste exercício, no contexto de políticas invariantes; (ii) do aumento do preço das importações da área do Euro; e (iii) da desvalorização do Euro face ao Dólar Americano. Esta aceleração tenderá a desaparecer em resultado do arrefecimento do consumo privado, da persistência de desemprego elevado e da redução do crescimento da procura externa.

Gráfico 4 – Taxa de variação dos deflatores implícitos no PIB e no consumo privado (%)

Fonte: INE – Contas Nacionais e projeção do CFP.

Esta projeção antecipa maiores dificuldades no cumprimento de metas orçamentais que têm como referência o PIB nominal, cujo crescimento não deverá ser favorecido pelas variações dos preços.

Gráfico 5 – Crescimento nominal do PIB (2007 = 100 e %)



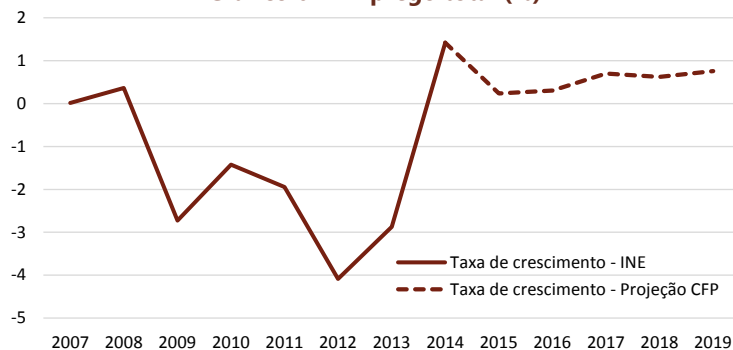
Fonte: INE – Contas Nacionais e projeções do CFP.

O PIB nominal deverá atingir em 2015 o nível verificado em 2007 e daí até 2019 deverá registar um crescimento acumulado de cerca de 16%.

Mercado de trabalho

O comportamento previsível do mercado de trabalho constitui igualmente uma restrição significativa para as finanças públicas, uma vez que se espera que a criação de emprego ao longo do período de projeção venha a registar valores modestos.

Gráfico 6 – Emprego total (%)



Fonte: INE – Contas Nacionais e projeções do CFP.

Esta projeção tem subjacente a implicação de que as necessidades de competitividade e de convergência real da economia portuguesa com as economias desenvolvidas promoverão uma recuperação prioritariamente rica em qualificações, o que se refletirá de forma positiva nos salários, mas com um impacto inicial mais lento no emprego.

PIB potencial e hiato do produto

O PIB potencial procura medir o nível de produto da economia expurgando os efeitos dos ciclos económicos. Esta variável não observável ganhou especial importância com a sua consideração no quadro dos objetivos estruturais considerados no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

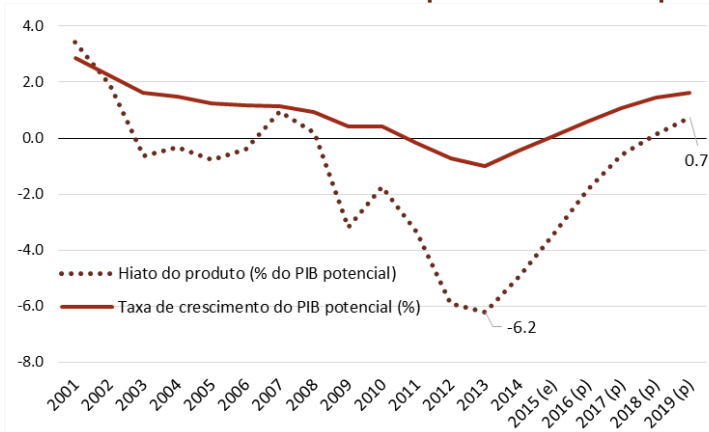
O PIB potencial pode ser aproximado através de métodos de alisamento das séries históricas por aplicação de filtros estatísticos que separam a tendência de longo prazo das variações cíclicas. Pode também ser estimado através de métodos econométricos baseados em funções

de produção. Daqui resultam estimativas diferentes e dependentes do método escolhido, variáveis também com o período tomado como base.

Tendo em conta que o efeito mais direto da estimação do PIB potencial é a sua utilização no cálculo do saldo estrutural e da trajetória de redução da dívida pública, importa empregar o método comunitário na sua quantificação.⁶ Os cálculos aqui apresentados resultam, assim, da aplicação das projeções do CFP às variáveis relevantes no dispositivo de cálculo do produto potencial disponibilizado pelos serviços da CE. Os resultados assim obtidos são coerentes com a projeção do CFP para a economia portuguesa acima apresentada e com o método comunitário de cálculo do produto potencial.⁷

De acordo com estes resultados, espera-se que o hiato do produto se torne positivo em 2017, significando que a economia portuguesa estará então acima do seu nível potencial, um reflexo da recuperação para ela projetada. No entanto, este desenvolvimento positivo tem implicações relevantes na estimativa dos esforços de ajustamento do saldo estrutural e da dívida, como se verá adiante.

Gráfico 7 - Taxa de crescimento do PIB potencial e hiato do produto



Fonte: INE, AMECO e projeções do CFP (2015 a 2019)

2.3 PREVISÕES ORÇAMENTAIS SUBJACENTES AO DEO/2014

O DEO/2014 foi publicado no final de abril de 2014, numa altura em que o quadro metodológico para a produção das contas nacionais ainda era o SEC 95. A partir de setembro, a adoção de um novo sistema europeu de contas (SEC 2010) teve implicações relevantes em alguns dos principais indicadores das administrações públicas.

Nesse sentido, teria sido útil que o relatório do OE/2015, apresentado em outubro de 2014, tivesse incluído uma atualização do DEO/2014 para SEC 2010, que permitisse avaliar a estimativa para 2014 e a previsão para 2015 à luz da estratégia orçamental previamente

⁶ As metodologias adotadas pela Comissão Europeia podem ser encontradas nas publicações "[Economic Papers 536 - Adjusting the budget balance for the business cycle: the EU methodology](#)" e "[Economic Papers 535 - The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth & Output Gaps](#)".

⁷ Os valores do hiato do produto aqui utilizados diferem ligeiramente dos publicados pela Comissão Europeia na previsão do inverno 2015, sendo, no entanto, compatíveis com o nível do produto potencial aí estimado.

definida. Como tal não aconteceu, o CFP realizou, a título indicativo, um exercício de conversão “mecânica” para SEC 2010 das projeções do DEO/2014 para os anos de 2014 e 2015.⁸ O quadro seguinte apresenta uma extensão desse exercício de conversão até ao ano de 2018.

Trata-se de um exercício com importantes limitações, uma vez que ajusta os agregados orçamentais ao longo de todo o horizonte de projeção na mesma proporção da diferença verificada no ano base (2013) entre os dois referenciais (SEC 95 e SEC 2010). Em particular, esta conversão aproxima o efeito nas previsões no DEO/2014 decorrente da translação dos valores dos agregados da receita e despesa resultante da inclusão das novas entidades que passaram a integrar o universo das administrações públicas. Não pode, contudo, incorporar o impacto da sua posterior evolução, na medida em que ela difira da média das administrações públicas consideradas no DEO/2014.

Quadro 3 – DEO/2014: SEC 95 vs. “SEC 2010 aproximado” (valores não ajustados)

	INE 2013	DEO/2014				
		2014	2015	2016	2017	2018
SEC 95, em % do PIB						
Receita Total	43,7	43,2	43,3	43,3	43,1	43,0
Despesa Total	48,6	47,1	45,8	44,8	43,8	43,1
Juros (PDE)	4,3	4,3	4,3	4,2	4,1	4,2
Saldo global (PDE)	-4,9	-4,0	-2,5	-1,5	-0,7	0,0
Saldo Primário	-0,6	0,4	1,8	2,7	3,4	4,2
Dívida Pública	129,0	130,2	128,7	125,6	120,7	116,7
PIB nominal (M€)	165 666	168 906	172 935	178 851	185 404	192 261
aprox. SEC 2010, em % do PIB						
Receita Total	45,2	44,5	44,3	45,2	45,0	44,9
Despesa Total	50,1	49,2	46,8	46,6	45,5	44,5
Juros	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8	4,6
Saldo global	-4,9	-4,7	-2,5	-1,4	-0,5	0,4
Saldo Primário	0,1	0,4	2,5	3,5	4,2	5,0
Dívida Pública	128,0	127,5	125,7	122,7	117,9	114,0
PIB nominal (M€)	171 211	175 471	180 770	183 322	190 039	197 040
Diferença (SEC 2010 - SEC 95), em p.p.						
Receita Total	1,5	1,4	1,1	2,0	1,9	1,9
Despesa Total	1,5	2,1	1,0	1,9	1,8	1,5
Juros	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,4
Saldo global	0,0	-0,7	0,0	0,1	0,2	0,4
Saldo Primário	0,8	0,0	0,7	0,8	0,8	0,8
Dívida Pública	-0,9	-2,7	-3,0	-2,9	-2,8	-2,7
PIB nominal (M€)	5 545	6 565	7 835	4 471	4 635	4 778

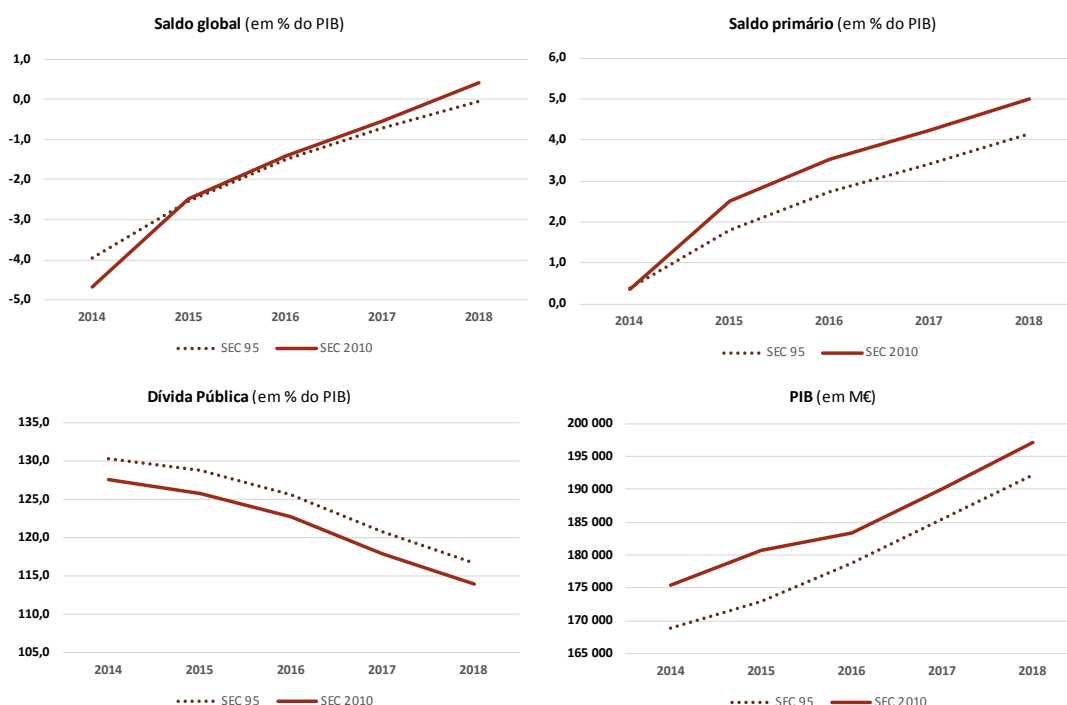
Fonte: MF e Cálculos do CFP. | Nota: Para os anos de 2014 e 2015, o PIB nominal considerado no exercício de aproximação ao SEC 2010 corresponde ao previsto pelo MF no OE/2015. Para o período 2016-18 corresponde à estimativa do MF subjacente à projeção da dívida pública em SEC 2010 constante do DEO/2014. O cálculo daquele PIB assentava no pressuposto de uma revisão em alta de 2,5% face ao seu valor em SEC 95.

A comparação dos valores expressos no antigo sistema europeu de contas com os resultantes do referido exercício de aproximação ao atual sistema permite extrair as seguintes ilações:

⁸ Esse exercício de conversão foi apresentado no âmbito do relatório de análise da proposta do OE/2015 e teve por base a informação disponível para o último ano para o qual foram elaboradas contas anuais de acordo com as duas metodologias (2013). A conta das administrações públicas em SEC 95 subjacente ao DEO/2014 foi convertida para o SEC 2010 admitindo um fator de ajustamento, resultante do rácio entre o valor de cada agregado em 2013 em SEC 95 e em SEC 2010.

- O défice orçamental previsto para 2014 em SEC 2010 seria superior (em 0,7 p.p.) devido a um efeito mais negativo na despesa com juros e ao facto de em SEC 95 o MF não ter considerado o impacto desfavorável da assunção de dívidas da STCP e da CARRIS.⁹ Para o período de 2015-2017, não se estimam diferenças muito significativas ao nível do saldo global das administrações públicas;
- Não se prevê qualquer impacto no saldo primário de 2014. Entre 2015 e 2018, o excedente primário, superior em média em 0,8 p.p. do PIB em SEC 2010, compensa o efeito mais negativo nos juros;
- Em todos os anos do horizonte temporal do DEO/2014 os níveis de receita e despesa em percentagem do produto seriam superiores em SEC 2010. Em ambos os sistemas de contas, o peso da receita no PIB estabilizaria enquanto o da despesa diminuiria, convergindo progressivamente para o mesmo nível da receita;
- Em ambos os sistemas de contas, encontrava-se prevista uma redução do rácio da dívida em todos os anos do horizonte abrangido pelo DEO/2014. Porém, em média, o rácio da dívida pública deveria ser 2,8 p.p. mais baixo em SEC 2010 por um efeito de denominador (PIB nominal mais elevado).

Gráfico 8 – DEO/2014: trajetória dos principais indicadores em SEC 95 e “SEC 2010 aproximado”



Fonte: MF e Cálculos CFP. | Nota: Para os anos de 2014 e 2015, o PIB nominal considerado no exercício de aproximação ao SEC 2010 corresponde ao previsto pelo MF no OE/2015. Para o período 2016-18 corresponde à estimativa do MF subjacente à projeção da dívida pública em SEC 2010 constante do DEO/2014. O cálculo daquele PIB assentava no pressuposto de uma revisão em alta de 2,5% face ao valor do mesmo em SEC 95.

⁹ Recorde-se que o DEO/2014 previa o efeito daquela assunção de dívidas na dívida pública, mas não o seu efeito no défice, embora a operação tivesse ocorrido em abril de 2014. Esta operação apenas foi refletida nas contas trimestrais das administrações públicas relativas ao 2.º trimestre de 2014, divulgadas a 30 de setembro pelo INE.

Deste modo, pode concluir-se que, em termos genéricos, a estratégia orçamental apresentada no DEO/2014 se mantém válida no contexto do novo SEC 2010. Recorde-se que, na análise efetuada àquela estratégia, o CFP concluiu que os objetivos estabelecidos no DEO/2014 se encontravam em linha com as regras de disciplina orçamental em vigor.^{10,11} Com efeito, apontavam para um défice das administrações públicas inferior ao limite de 3% do PIB em 2015, permitindo assim encerrar o Procedimento por Défices Excessivos (PDE) no corrente ano. Assegurava também o cumprimento da Recomendação do Conselho ECOFIN¹² no sentido da redução do défice nominal para 2,5% do PIB em 2015. Para o restante horizonte temporal do DEO/2014 previa-se uma melhoria substancial do saldo orçamental, sendo atingido o equilíbrio orçamental em 2018. Entre 2014 e 2018, previa-se uma redução do peso da despesa no PIB, enquanto o peso da receita permaneceria relativamente estável.¹³ Dessa evolução resultariam excedentes primários que contribuiriam decisivamente para uma diminuição do rácio da dívida consentânea com as regras definidas para o período transitório de três anos após o encerramento do PDE.

Atendendo, no entanto, às limitações da aproximação acima efetuada, ir-se-á comparar o resultado das projeções no cenário de manutenção de políticas com os objetivos para o saldo apresentados no documento original em SEC 95. Deve, no entanto, salientar-se que, após a apresentação do DEO/2014, se verificaram diversos desenvolvimentos com impacto orçamental suscetível de justificar um ajustamento na estratégia e, em particular, nas suas metas, salientando-se os seguintes:

- No final de maio o Tribunal Constitucional declarou a inconstitucionalidade de três normas do OE/2014,¹⁴ cujo impacto foi entretanto atenuado através da reintrodução da redução remuneratória que vigorou entre 2011 e 2013. Para 2015, a Lei n.º 75/2014, de 12 de setembro, reduziu em 20% a dimensão da redução remuneratória. Contudo, para os anos posteriores a 2015, a norma de reposição remuneratória em função da disponibilidade orçamental constante do artigo 4.º do Decreto da Assembleia 264/XII foi declarada inconstitucional.^{15,16}

¹⁰ Note-se, porém, que o DEO/2014 era omissivo quanto ao impacto das medidas de consolidação orçamental para o período posterior a 2015, não apresentando também uma projeção das receitas e despesas das administrações públicas num cenário de políticas invariantes.

¹¹ Ver [Relatório n.º 3/2014](#).

¹² Recomendação de 18 de junho de 2013.

¹³ O DEO/2014 tinha subjacente a manutenção dos níveis de fiscalidade até 2018.

¹⁴ Artigo 33.º relativo à redução remuneratória entre 2,5% e 12%, aplicável aos vencimentos dos trabalhadores das administrações públicas superiores a 675€; art.º 115.º relativo à contribuição sobre prestações de doença e de desemprego (aplicação de taxas de redução de 5% e 6%, respetivamente) e o art.º 117.º que introduzia novas regras de cálculo das pensões de sobrevivência da Caixa Geral de Aposentações (CGA) e da Segurança Social (no sentido da redução do valor a receber pelos cônjuges e ex-cônjuges).

¹⁵ O detalhe deste processo legislativo pode ser consultado em: <http://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar>.

¹⁶ Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 574/2014, de 14 de agosto. Note-se que no DEO/2014 estava prevista uma reversão gradual da redução remuneratória: 20% em 2015, sendo que a partir de 2016 o ritmo da reversão estaria dependente da obtenção de ganhos de eficiência.

- Em agosto, a contribuição de sustentabilidade que vigoraria a partir de 2015 (em substituição da Contribuição Extraordinária de Solidariedade) também foi declarada inconstitucional.¹⁷
- Na estimativa para 2014 apresentada em outubro, o MF reconheceu o impacto no défice decorrente da assunção da dívida da STCP e da CARRIS no âmbito do processo de reestruturação financeira destas empresas e do *write-off* de crédito mal parado do BPN Crédito detido pela Parvalorem, na sequência da alienação pelo Estado da participação social detida no capital social do BPN Crédito, no valor de 0,8 p.p. do PIB.
- Entre o DEO/2014 e o OE/2015 verificou-se uma revisão em baixa do valor das medidas de consolidação e uma alteração da sua composição. As medidas de consolidação previstas para 2014 passaram de 2,1% para 1,5% do PIB, enquanto o montante de medidas para 2015 baixou de 0,8% para 0,7% do PIB. Na receita, o impacto das medidas previstas no OE/2015 é sensivelmente o mesmo que se previa para 2015 no DEO/2014 (0,3% do PIB), mas as medidas a implementar para atingir esses resultados são diferentes.¹⁸ Na despesa destaca-se o cancelamento da Contribuição de Sustentabilidade, com um impacto de 372 M€. O OE/2015 apresentou, assim, uma redução da despesa inferior à prevista no DEO/2014, compensada pelo recurso a medidas temporárias no valor de 0,1% do PIB.
- Para o ano de 2015, o relatório do OE/2015 identificou pressões orçamentais na ordem dos 0,9% do PIB, muito acima dos 0,3% identificados no DEO/2014. O objetivo para o défice das administrações públicas para 2015 foi revisto em alta para 2,7% do PIB.¹⁹
- O cenário macroeconómico foi revisto por ocasião do OE/2015, apontando para um crescimento do produto inferior em 2014 (-0,2 p.p.) mas mantendo a previsão de crescimento para 2015 (1,5%). Porém, a previsão dos indicadores relativos ao mercado de trabalho passou a ser mais favorável que no DEO/2014: uma taxa de desemprego inferior (-1,2 p.p. em 2014 e -1,4 p.p. em 2015) e um maior crescimento do emprego (+0,5 p.p. em 2014 e +0,2 p.p. em 2015).

2.4 CENÁRIO ORÇAMENTAL DE MÉDIO PRAZO DO CFP

Este primeiro exercício de projeção do CFP apresenta, para o horizonte temporal de 2015 – 2019, a trajetória esperada para os agregados orçamentais num contexto de políticas invariantes. Para esse efeito, o conceito de políticas invariantes adotado assenta no pressuposto de que o impacto das medidas de política adotadas ou mantidas em 2015, cuja vigência nos anos seguintes carece de legislação adicional não é refletido nas projeções. Este

¹⁷ Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 575/2014, de 14 de agosto.

¹⁸ Medidas como o aumento da taxa do IVA e da quotização dos trabalhadores para a CGA e para a Segurança Social foram substituídas no OE/2015 por aumentos na contribuição do sector bancário e sobre o serviço rodoviário, ainda que estas últimas não compensem totalmente o impacto previsto no DEO/2014.

¹⁹ Este valor não dá cumprimento à Recomendação do Conselho ECOFIN, de 18 de junho de 2013, que estabeleceu um objetivo de 2,5% do PIB para 2015.

tipo de exercício permite identificar o ajustamento necessário para assegurar o cumprimento das regras orçamentais vigentes e dos objetivos definidos.

Nesta linha, o efeito das medidas, quer na receita, quer na despesa, que têm vindo a ser anualmente prorrogadas através da Lei do Orçamento do Estado apenas foi considerado na previsão para o ano de 2015, dado que a sua validade termina em 31 de dezembro próximo, carecendo de cobertura legal para produzirem efeitos em 2016 e anos seguintes. Deve notar-se que foram também identificadas algumas medidas de natureza permanente, cujos efeitos se deverão fazer sentir já a partir de 2015, que não foram consideradas nas projeções a seguir apresentadas, essencialmente pelo facto de o CFP não dispor de informação suficiente para prever o seu impacto.

Pelo exposto importa sublinhar que uma projeção desta natureza não constitui uma previsão para os agregados orçamentais, mas apenas um referencial neutro, refletindo o que sucederia na ausência de decisões de política. Este referencial pode somente constituir um ponto de partida para a avaliação da estratégia de consolidação orçamental a prosseguir no médio prazo, tendo em vista o cumprimento dos compromissos assumidos pelo Governo no âmbito da estratégia apresentada no DEO/2014, que devem assegurar, não apenas o cumprimento das regras europeias a que Portugal se encontra vinculado, mas também uma trajetória sustentável para as finanças públicas.

2.4.1 Principais hipóteses assumidas

As projeções do CFP foram efetuadas em contas nacionais tendo por base as séries das administrações públicas publicadas pelo INE até ao 3.º trimestre de 2014 e os valores da dívida publicados pelo BdP até ao 4.º trimestre de 2014. No que diz respeito à receita e à despesa das administrações públicas, foi efetuada uma estimativa preliminar para o 4.º trimestre, com base nos dados existentes em contabilidade pública. Estes dados apresentam algumas limitações, dado que não contemplam a totalidade do universo das administrações públicas.²⁰

De 2015 em diante, as projeções efetuadas são de base anual, tendo em conta a estimativa preliminar do CFP para a receita e a despesa das administrações públicas em 2014 e a variação implícita na POE/2015 para os agregados orçamentais entre 2014 e 2015. Nos casos em que o nível de desagregação disponibilizado pelo INE é insuficiente para o exercício de projeção, esta tem como base os valores provisórios da execução orçamental em contabilidade pública em 2014, publicados pela DGO ou disponíveis no seu sistema de informação (SIGO). As principais hipóteses técnicas estão descritas na Caixa 1.

²⁰ Os dados publicados pela DGO na [Síntese de Execução Orçamental de dezembro de 2014](#) relativos ao conjunto das administrações públicas não incorporam a execução orçamental de algumas entidades, nomeadamente empresas públicas, que passaram a ser classificadas no universo das administrações públicas com a implementação do SEC 2010. Nota-se a este propósito a necessidade de levar por diante a reforma já iniciada da contabilidade pública, cujas linhas orientadoras se descrevem adiante (ver Caixa 3 - O processo de harmonização contabilística em Portugal, em anexo).

Como se disse, a formulação deste cenário implicou a identificação das medidas que, vigorando em 2015, deixarão de produzir efeitos em 2016 e anos seguintes, na ausência de decisões de política no sentido da sua manutenção. Identificam-se, de imediato, tais medidas.

Medidas de consolidação em 2015

Das medidas de consolidação orçamental previstas pelo MF para 2015 e mensuradas no relatório da POE/2015, na receita foram consideradas todas as medidas (medidas avaliadas em 504 M€ — *vide* Quadro 9, em anexo). Das medidas apresentadas na POE/2015 do lado da despesa (como valendo 530 M€ — *vide* Quadro 10, em anexo), não foi considerada a introdução de um teto máximo sobre as prestações sociais, por esta ainda não ter sido legislada.

Medidas consideradas a partir de 2016

Para além das medidas de consolidação orçamental apresentadas no Relatório da POE/2015, o MF referiu ter considerado também o impacto decorrente das reformas do IRS²¹ e da Fiscalidade Verde²² nas projeções apresentadas na POE.²³ Não sendo ainda possível estimar os impactos destas reformas, o CFP não considerou os seus efeitos na projeção da receita até 2019. Pelas mesmas razões, também não foi considerada a suspensão da cláusula de salvaguarda do IMI nem a devolução de receita da sobretaxa prevista para 2016.^{24,25} Porém, estes efeitos poderão ser não negligenciáveis, risco que importa assinalar e ter presente na apreciação das projeções apresentadas.^{26,27}

A partir de 2016, inclusive, as projeções não contemplam algumas medidas em vigor em 2015, que têm sido objeto de prorrogação anual na Lei do OE, nomeadamente:

²¹ [Lei n.º 82-E/2014](#), de 31 de dezembro.

²² [Lei n.º 82-D/2014](#), de 31 de dezembro.

²³ Estas medidas não terão sido apresentadas como medidas de consolidação, sendo que tal facto decorre da então expectável neutralidade das mesmas, devendo a perda de receita da reforma do IRS ser compensada pelo aumento de impostos da Fiscalidade Verde (150 M€). No caso do IRS, os primeiros efeitos da Reforma poderão não se refletir já no ano de 2015, caso as tabelas de retenção na fonte não tenham sido ajustadas em conformidade.

²⁴ Revogação do artigo 15.º - O (Regime de salvaguarda de prédios urbanos), aditado pela Lei n.º 60-A/2011, de 30 de novembro ao Decreto-Lei n.º 287/2003, de 12 de novembro.

²⁵ Alínea b) do n.º 2 do artigo 191.º da Lei do OE/2015.

²⁶ As novas regras no âmbito do IRS poderão vir a ter uma expressão materialmente relevante na redução da tributação/receita, que em 2015 resulta da alteração das tabelas de retenção. Note-se que a revisão das tabelas em 2015 poderá não refletir o impacto total da reforma do IRS (v.g. no que diz respeito ao regime de deduções), o qual só será conhecido aquando das liquidações a efetuar em 2016. Adicionalmente, a partir de 2016, a receita de IRS poderá ainda refletir o impacto de um conjunto de alterações, designadamente ao quociente familiar (conforme previsto no artigo 12.º do capítulo IX da lei que procedeu à reforma do IRS).

²⁷ Na reforma do IRC, estava definido que “a redução da taxa de IRC (...) para 21% em 2015, bem como a sua fixação num intervalo entre 17% e 19% em 2016, seria objeto de análise e ponderação por uma comissão de monitorização da reforma a constituir para o efeito”. Com efeito, nos termos do n.º 1 do artigo 8.º da Lei n.º 2/2014, de 16 de janeiro, que aprovou a Reforma do IRC, a taxa prevista no n.º 1 do artigo 87.º do Código do IRC deverá ser reduzida nos anos subsequentes, em função da evolução da situação económica e financeira do país, tendo em conta os resultados alcançados pela reforma e ponderando a reformulação dos regimes do IVA e do IRS, especialmente no que diz respeito à redução das taxas destes impostos.

- A receita da sobretaxa em sede de IRS;
- A redução remuneratória aplicável aos trabalhadores das administrações públicas, de acordo com a Lei n.º 75/2014, de 12 de setembro e que vigora até ao final de 2015;
- A suspensão do regime de atualização das pensões da Segurança Social e do regime de proteção social convergente, aprovada pela Lei do OE/2015 e com impacto na despesa com prestações sociais;
- As contribuições relativas aos sectores bancário e energético;
- A alteração do regime de pagamento de trabalho extraordinário ou suplementar na função pública estabelecido na Lei Geral do Trabalho em Funções Públicas (Lei n.º 35/2014, de 20 de junho), aprovada pela Lei do OE/2015, com impacto nas despesas com pessoal;
- A aplicação de uma contribuição extraordinária de solidariedade (CES) a pensões de valor superior a 4611 euros, aprovada pela Lei do OE/2015 e com impacto na despesa com prestações sociais em 2015.

De 2016 em diante a projeção da receita teve em conta a abolição progressiva do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis (IMT) prevista no artigo 81.º da [Lei das Finanças Locais](#).

Outras hipóteses

Para além das medidas de política, o CFP teve que assumir outras hipóteses para poder projetar os agregados orçamentais. Dá-se agora nota dos principais pressupostos. O Quadro 4 sintetiza-os e a Caixa 1 justifica-os.

Quadro 4 – Principais pressupostos utilizados na projeção das receitas e das despesas 2016-2019

Despesas com Pessoal	Indicador
Efeito preço	
Atualização anual com base no IPC	IPC
Reposição da Redução remuneratoria	
Efeito volume	
Emprego público - saídas compensadas por novas entradas	N.º trabalhadores
Consumo Intermédio	Indicador
Consumo intermédio sem incluir PPP: rácio no PIB mantém-se constante	PIB nominal
Taxa de crescimento das PPP em contabilidade pública (projeções MF na POE/2015)	
Prestações Sociais em Espécie	Indicador
Rácio no PIB mantém-se constante	PIB nominal
Prestações Sociais em dinheiro	Indicador
Pensões	
Efeito preço	
Fator de atualização das pensões na Segurança Social	IPC, PIB real
Fator de atualização das pensões na CGA	IPC, PIB real
Efeito volume	
Seg. Social: projeção da Pop. Residente > 66 anos do cenário macro	População residente (INE)
CGA: variação média anual do n.º de pensionistas igual à verificada em 2011	
Desemprego	
Efeito volume: variação média anual do número de desempregados do cenário macro	N.º desempregados
Efeito preço: taxa de variação anual das remunerações do cenário macro	Remunerações
Outras Despesas	Indicador
Juros: redução da taxa de juro em 0,1 p.p. anos seguintes	Taxa de juro implícita
Subsídios, outras despesas correntes e de capital: rácio no PIB mantém-se constante	PIB nominal
Receita Fiscal	Indicador
Impostos Indiretos - variação em função do consumo privado	Consumo Privado
Impostos Diretos:	
IRS - variação em função da massa salarial	Remunerações
IRC - rácio no PIB mantém-se constante	PIB nominal
Outros impostos diretos - rácio no PIB mantém-se constante	PIB nominal
Outras Receitas	Indicador
Contribuições sociais	Remunerações
Outras receitas correntes: rácio no PIB mantém-se constante	PIB nominal
Receitas de capital: rácio no PIB mantém-se constante	PIB nominal
Vendas: rácio no PIB mantém-se constante	PIB nominal

Caixa 1 – Explicação das principais hipóteses

Na projeção da evolução da receita a partir do ano de 2015 assumiu-se um cenário de estabilidade da política fiscal e contributiva ao longo do horizonte de projeção. Para o período 2015-2019, a projeção da receita fiscal e das contribuições sociais é determinada pelas suas principais bases macroeconómicas (massa salarial e consumo privado) e pelo PIB nominal, mantendo constantes as taxas médias estimadas para o ano de 2014. No que concerne às restantes rubricas da receita, assumiu-se que o seu peso no PIB nos anos 2016 a 2019 corresponderá ao peso previsto para 2015.

A partir de 2015, as projeções da despesa assentam nas perspetivas sobre a evolução de indicadores macroeconómicos (cenário macro do CFP), designadamente PIB, inflação, remunerações, e em indicadores demográficos, nomeadamente a população ativa e a população residente com mais de 66 anos.

A despesa com prestações sociais e as despesas com pessoal foram projetadas tendo em conta a variação de indicadores de volume e indicadores de preço. A evolução das despesas com pessoal decorre essencialmente da atualização salarial assumida (e da reversão total no início de 2016 da fração restante da redução salarial operada em 2011) e da variação líquida do número de trabalhadores nas administrações públicas ao longo do horizonte de projeção.

A despesa com prestações sociais é influenciada sobretudo pela evolução da despesa com pensões e com prestações de desemprego. No que diz respeito à despesa com pensões, considerou-se a reposição da atualização anual das pensões em pagamento, calculada com base nas regras estabelecidas pela Lei n.º 53-B/2006, de 29 de dezembro utilizando-se os indicadores do cenário macroeconómico. As hipóteses assumidas quanto à variação líquida do número de pensionistas e ao efeito de composição diferem consoante o sistema de pensões considerado (Segurança Social ou CGA). A projeção da despesa com prestações de desemprego foi efetuada com base na evolução das remunerações e

na taxa de desemprego do cenário macroeconómico do CFP e nas projeções para a população ativa até 2020 constantes da publicação da Comissão Europeia (2014).²⁸

As despesas com Parcerias Público-Privadas (PPP) no período 2015/2019 correspondem às projeções do MF presentes na POE/2015. A partir de 2016 assumiu-se que as restantes rubricas da despesa primária crescem no período de projeção ao mesmo ritmo que o PIB nominal.

A projeção da despesa com juros tem como base o *stock* da dívida pública, assumindo-se uma redução anual na taxa de juro implícita de 0,15 em 2015 e de 0,1 p.p. nos anos seguintes até 2019. A evolução daquele *stock* reflete a antecipação do reembolso parcial dos empréstimos do FMI, no âmbito do PAEF, e a utilização de depósitos da administração central para amortização de dívida direta do Estado. Assim, na projeção do CFP para a evolução do rácio da dívida pública entre 2015 e 2019 foram considerados os seguintes pressupostos:

- Nos ajustamentos défyce-dívida: (i) uma utilização de depósitos entre 2015 e 2018 de 10 800 M€;¹ (ii) o financiamento do Estado às Empresas Públicas Reclassificadas para amortização de dívida à banca com vencimento em 2015;² (iii) a recompra dos instrumentos de capital elegíveis para *Core Tier 1* (ISE) por parte de BCP e BANIF no âmbito da Iniciativa para o Reforço da Estabilidade Financeira (875 M€); e (iv) a anulação do efeito do novo tratamento dos fundos de pensões em SEC 2010;³
- O saldo resulta das hipóteses assumidas para as projeções da receita e da despesa; e
- A taxa de crescimento nominal do PIB subjacente ao cenário macroeconómico do CFP.

¹ Esta hipótese tem subjacente que os depósitos regressem a níveis próximos daqueles que antecederam a crise das dívidas soberanas.

² De acordo com o previsto na página 67 do Relatório do OE/2015.

³ Este novo tratamento em SEC 2010 melhora o saldo face às efetivas necessidades líquidas de financiamento. Este efeito no saldo é anulado neste exercício para determinar a variação da dívida pública. Recorde-se que o novo tratamento dos fundos de pensões corresponde à anulação dos juros que resultam ou resultariam da capitalização dos ativos dos fundos de pensões transferidos para as administrações públicas.

2.4.2 Perspetivas para a evolução da receita e da despesa

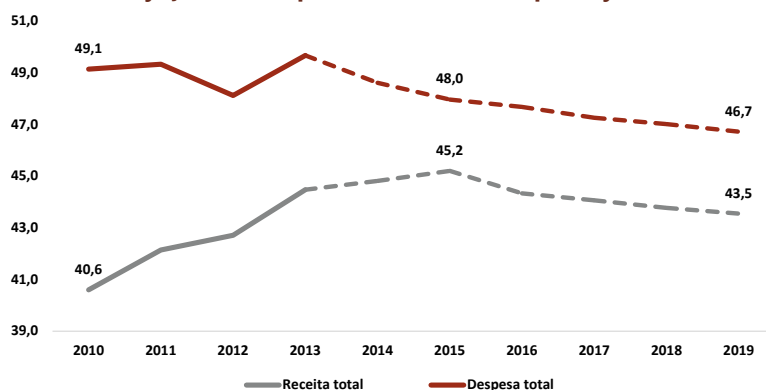
As projeções no cenário de manutenção de políticas do CFP apontam para uma diminuição gradual do rácio da receita e da despesa no PIB, mantendo um hiato significativo entre a despesa e a receita — *vide* Gráfico 9.

Para o ano de 2015, o aumento da receita em 0,4 p.p. do PIB encontra-se significativamente dependente do crescimento nominal do PIB e da sua composição, fortemente assente no consumo privado e no investimento. Num cenário de estabilidade da política fiscal, em que apenas foram consideradas as medidas consagradas de forma permanente na lei, a evolução da receita entre 2015 e 2019 será determinada essencialmente pelos desenvolvimentos que ocorram na economia, em particular o comportamento do mercado laboral (remunerações e desemprego) e do consumo privado. Para a evolução da receita em rácio do PIB nominal (- 1,7 p.p.), contribui ainda a expansão projetada para o denominador.

Para os anos de 2016-2019, o CFP projeta um crescimento percentual da receita inferior ao previsto para o PIB nominal, para em 2019 aquela representar 43,5% do PIB. A quebra projetada em 2016 reflete essencialmente o facto de na projeção não se considerar a aplicação da sobretaxa em sede de IRS.

²⁸ Comissão Europeia (2014), *The 2015 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies*, European Economy 8|2014, disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/

Gráfico 9 – Projeção do CFP para a receita e a despesa ajustadas (% do PIB)



Fonte: INE. Cálculos do CFP. | Nota: os valores da receita e da despesa pública entre 2010 e 2014 encontram-se ajustados de medidas temporárias, medidas não recorrentes e fatores especiais (ver o

Do lado da despesa, as projeções apontam para uma redução de 1,2 p.p. do PIB entre 2015 e 2019, correspondendo a uma redução da despesa primária em 0,5 p.p. do PIB. Esta evolução reflete um aumento das despesas associadas ao envelhecimento da população, designadamente com pensões, uma pressão orçamental que reduz o espaço disponível para despesas de natureza discricionária.

No que diz respeito às despesas com pessoal, projeta-se um aumento a partir de 2016, refletindo o resultado da reposição de 80% da redução remuneratória dos funcionários públicos naquele ano, no contexto da manutenção das políticas em vigor. Nos anos seguintes, o crescimento médio anual desta rubrica deverá atenuar-se, contribuindo para reduzir o rácio da despesa primária no PIB entre 2017 e 2019. Este cenário assenta no pressuposto de que as admissões na função pública deverão crescer ao mesmo ritmo das saídas (via aposentação ou rescisão), estabilizando o nível de emprego público, o que constitui uma mera hipótese técnica.

No que diz respeito ao consumo intermédio, as projeções refletem uma redução do seu rácio no PIB a partir de 2017 devido, essencialmente, aos pressupostos assumidos quanto à evolução dos encargos com as PPP, que se basearam nas projeções apresentadas pelo MF no relatório da POE/2015.²⁹

2.4.3 Perspetivas para a evolução dos saldos orçamentais

No cenário apresentado, de manutenção das políticas em vigor, a trajetória do saldo orçamental aponta para um défice próximo mas acima do teto de 3% do PIB a partir do ano de 2016, conforme Quadro 5. O agravamento do défice em 2019 face ao valor projetado para 2015, cerca de 0,4 p.p. do PIB, resulta de uma redução do excedente primário, que poderá atingir 1,2 p.p. do PIB entre aqueles anos. Para 2015, conforme assinalado pelo CFP no seu relatório de análise ao OE/2015,³⁰ a melhoria do saldo prevista pelo MF para 2015 traduz um

²⁹ Atente-se que o MF estimava no Relatório do OE/2015 uma redução dos encargos com PPP de 5,3% em 2017, 2,0% em 2018 e 3,7% em 2019.

³⁰ Ver [Relatório n.º 6/2014](#) do CFP relativo à Análise da proposta de Orçamento do Estado para 2015.

abrandamento do ritmo de consolidação orçamental face ao previsto inicialmente no DEO/2014 (1,0 p.p. do PIB face a 1,7 p.p. no DEO/2014).

Quadro 5 – Principais agregados orçamentais, ajustados (em % do PIB)

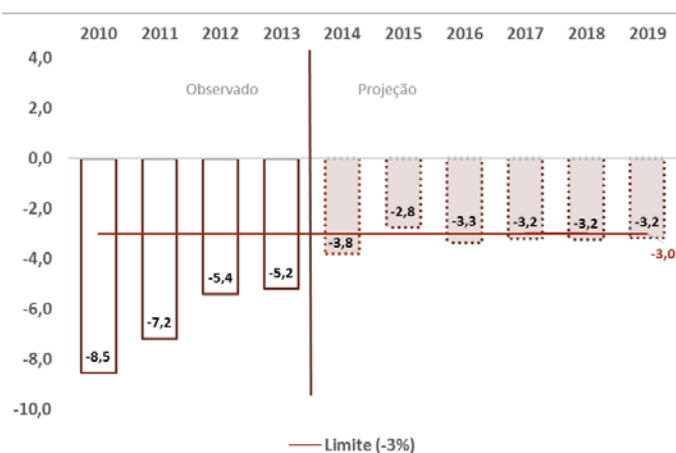
	2013	Projeção CFP					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Total	44,5	44,8	45,2	44,3	44,1	43,8	43,5
Despesa Total	49,7	48,6	48,0	47,7	47,3	47,0	46,7
Despesa Primária	44,7	43,6	43,1	43,1	42,9	42,8	42,7
Juros	5,0	5,0	4,8	4,6	4,4	4,2	4,0
Saldo orçamental	-5,2	-3,8	-2,8	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2
Saldo Primário	-0,2	1,2	2,1	1,2	1,2	0,9	0,9
Dívida Pública	128,0	128,7	127,4	124,5	122,6	121,9	121,5

Fonte: INE. Cálculos do CFP. | Nota: Os agregados orçamentais de 2013 e 2014 foram ajustados de medidas temporárias e fatores especiais. Em 2015 não foram consideradas medidas desta natureza (ver o Quadro 11).

Nos próximos anos a evolução do saldo orçamental deverá beneficiar da melhoria da atividade económica, resultando na quebra do número de beneficiários de prestações de desemprego e no aumento da receita fiscal e contributiva. No entanto, essa melhoria não será suficiente para contrariar as demais pressões orçamentais. O mesmo se pode dizer da evolução do saldo em percentagem do PIB. A melhoria do PIB nominal evidenciada no cenário macroeconómico (Quadro 2) puxa aquele rácio para baixo, mas as pressões orçamentais nominais afiguram-se pelo menos tão fortes quanto a dinâmica do produto.

A deterioração projetada em 2016, que traduz uma inflexão da trajetória de redução do défice orçamental, reflete essencialmente o facto de em 2016 deixar de se considerar a manutenção da sobretaxa em sede de IRS e de se considerar na despesa o efeito da reposição total das remunerações aos trabalhadores das administrações públicas, eliminando a redução remuneratória aplicada nos últimos quatro anos. Sob estas hipóteses, a partir de 2016 o défice orçamental situar-se-á acima do limiar de 3% do PIB, definido como teto no protocolo anexo ao Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

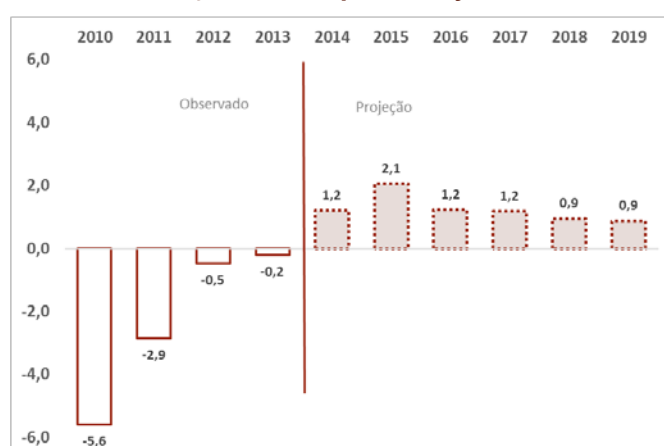
Gráfico 10 – Evolução do saldo orçamental ajustado (em % do PIB)



Fonte: MF. Cálculos do CFP. | Nota: Entre 2010 e 2014 os valores foram ajustados de medidas temporárias e fatores especiais. No período de 2015-2019 não foram consideradas medidas com esta natureza (ver o Quadro 11).

No que diz respeito à rubrica dos juros, as perspetivas apontam para um contributo importante na redução do défice, embora decrescente ao longo do horizonte de projeção, refletindo a tendência de redução das taxas de juro da dívida pública portuguesa nas maturidades mais longas. As amortizações previstas em 2015 e 2016 e a possibilidade de obter refinanciamentos a taxas mais baixas deverão permitir substituir dívida pública emitida no passado a custos mais elevados. Projeta-se que este efeito de recomposição permita reduzir o peso da despesa com juros no PIB em cerca de 0,8 p.p. entre 2015 e 2019. O saldo primário apresentaria assim a trajetória ilustrada no Gráfico 11, que se caracteriza pela redução do excedente em 2016 para o nível estimado para 2014 e sua manutenção em 2017. Nos últimos dois anos de projeção o excedente primário reduz-se para 0,9 p.p. do PIB, em parte explicado pela perda de receita com a extinção do IMT e pelos efeitos na receita de um menor contributo da procura interna para o crescimento.

Gráfico 11 – Evolução do saldo primário ajustado (em % do PIB)



Fonte: MF. Cálculos do CFP. | Nota: Entre 2010 e 2014 os valores foram ajustados de medidas temporárias e fatores especiais. No período de 2015-2019 não foram consideradas medidas com esta natureza (ver o Quadro 11).

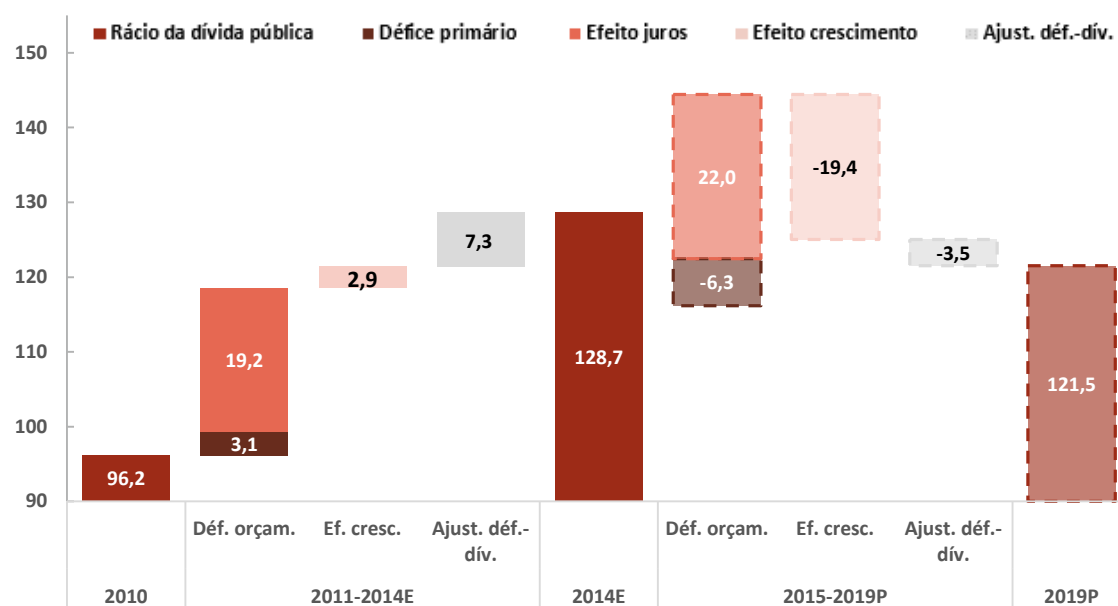
2.4.4 Perspetivas de evolução da dívida pública

Entre 2010 e 2014 o rácio da dívida agravou-se em 32,5 p.p. do PIB. O fator explicativo com maior contributo foram os juros, que explicam 19,2 p.p. daquele acréscimo. As projeções do CFP apontam para uma inversão da trajetória ascendente do rácio da dívida em 2015 (ver Gráfico 16). Para o período 2015-2019 a projeção do CFP em cenário de políticas invariantes aponta para uma redução gradual do rácio da dívida pública, passando de 128,7% do PIB em 2014 para 121,5% em 2019.

O efeito crescimento, que teve um contributo negativo durante o PAEF (2010 – 2014), deverá apresentar um contributo favorável para a diminuição do rácio da dívida no horizonte temporal 2015-2019 (-19,4 p.p.). Por sua vez, os saldos primários, que tiveram um efeito de agravamento no rácio da dívida, deverão reverter essa tendência, de acordo com as projeções do CFP para o período 2015-2019, com a apresentação de excedentes primários (acumulação de 6,3 p.p. do PIB entre 2015 e 2019). No mesmo sentido, os ajustamentos défice-dívida que

originaram um aumento do rácio até ao final do programa de ajustamento (2014) deverão contribuir para inverter essa trajetória no período 2015-2019.³¹

Gráfico 12 – Contributos para a evolução da dívida pública, 2010-2019 (em % do PIB)



Fonte: INE e Ministério das Finanças. Projeções e cálculos do CFP. | Notas: E – estimativa; P – projeção.

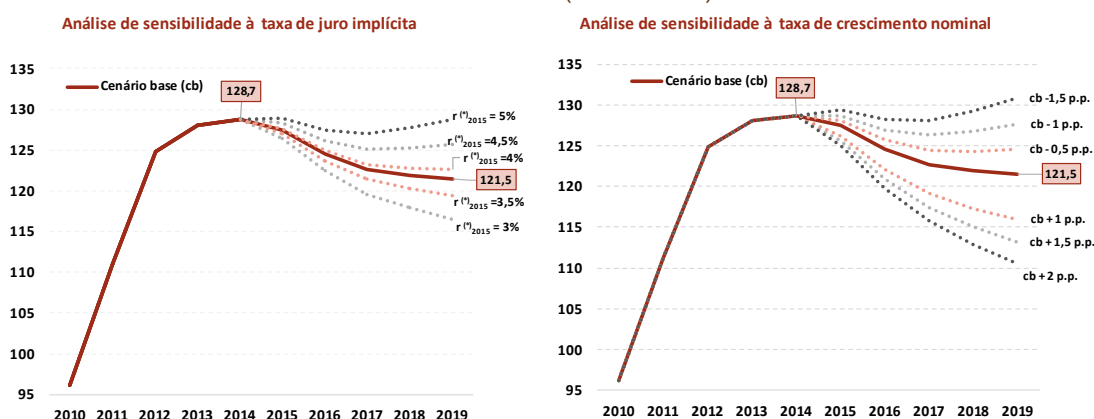
Em termos de análise de sensibilidade constata-se que uma taxa de juro implícita igual ou superior a 4,2% em 2015 colocaria em causa a trajetória decrescente do rácio da dívida.³² De igual forma, um crescimento económico anual permanentemente mais baixo colocaria em causa a trajetória descendente do rácio da dívida.

Em sentido inverso, taxas de juro implícitas mais baixas ou taxas de crescimento nominal do PIB superiores às projetadas pelo CFP para o horizonte temporal 2015-2019, poderão levar a uma diminuição mais acentuada do rácio da dívida.

³¹ Nesta projeção o CFP considerou uma utilização de depósitos para amortização de dívida pública de 10,8 mil M€ entre 2015 e 2018. A não consideração desta hipótese no ajustamento défice-dívida, não colocaria em risco a trajetória descendente da dívida.

³² Admitindo, à semelhança dos pressupostos adotados no cenário base, que a taxa de juro implícita de 2015 se reduz em 0,1 p.p. nos anos seguintes.

Gráfico 13 – Análise de sensibilidade da dívida pública à taxa de juro implícita e à taxa de crescimento (em % do PIB)



Fonte: BdP, INE e MF. Projeções e cálculos do CFP. | Notas: $r^{(*)}$ designa a taxa de juro implícita (em percentagem) e cb é o cenário base. Este traduz a trajetória para o rácio da dívida resultantes das projeções macro-orçamentais do CFP. Na análise de sensibilidade do gráfico do painel da esquerda, a taxa de juro implícita de 2015 será a indicada, sendo reduzida em 0,1 p.p. nos anos seguintes, à semelhança dos pressupostos adotados no cenário base. No gráfico do painel da direita, os cenários correspondem a variações face ao crescimento do produto nominal projetado no cenário macroeconómico do CFP. Na análise de sensibilidade à taxa de crescimento nominal do PIB, foram considerados os efeitos nos saldos primários e nos ajustamentos défice-dívida.

2.5 AJUSTAMENTO NECESSÁRIO PARA CUMPRIR OS OBJETIVOS ORÇAMENTAIS DO DEO/2014

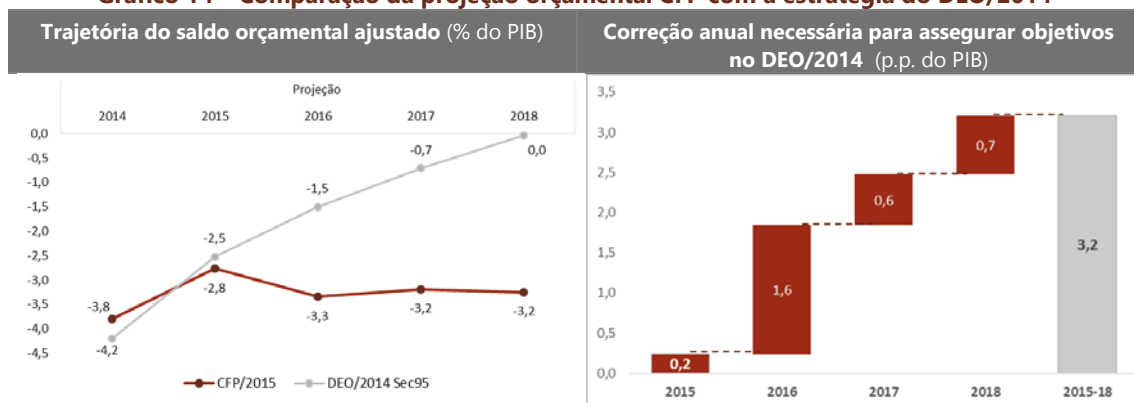
A presente secção tem por objetivo apresentar o ajustamento necessário para cumprir os objetivos de saldo orçamental previstos no DEO/2014 para os anos de 2015 a 2018 face ao cenário de políticas invariantes de médio prazo elaborado pelo CFP. Relativamente ao cumprimento dos objetivos da estratégia orçamental, inclui-se ainda uma análise comparativa do rácio da dívida pública entre a projeção do CFP e as metas do DEO/2014.

Saldo Orçamental

Como referido anteriormente, num cenário de ausência de novas medidas de política, as projeções do CFP evidenciam um défice excessivo (superior a 3% do PIB) a partir de 2016, sobretudo em resultado da anulação de medidas de consolidação orçamental que têm vindo a ser decididas numa base anual. Este cenário contrasta com a trajetória prevista no DEO/2014, que definia uma trajetória de convergência para uma situação de equilíbrio orçamental, com base no efeito de medidas de consolidação orçamental até ao final do horizonte de projeção, cuja composição ou quantificação exata aquele documento não apresentava.

Na ausência de medidas, a trajetória do saldo apresentada não permitirá evitar a reentrada numa situação de défice excessivo, isto é, será superior ao rácio de 3% face ao PIB.

Gráfico 14 – Comparação da projeção orçamental CFP com a estratégia do DEO/2014



Fonte: MF e Projeção CFP. Cálculos do CFP. | Nota: O valor de 2014 encontra-se expurgado do efeito de medidas temporárias, medidas não recorrentes e fatores especiais (ver o Quadro 11).

Os resultados da projeção evidenciam que o ajustamento necessário para assegurar o cumprimento do objetivo anual de saldo previsto no DEO para os anos de 2015 a 2018 exigiria uma redução cumulativa do défice orçamental em 3,2 p.p. do PIB (painel da direita do Gráfico 14). A necessidade de medidas adicionais de consolidação orçamental para atingir esses objetivos é mais premente em 2016 (1,6 p.p. do PIB), por forma a compensar os efeitos da reposição dos vencimentos e da eliminação da sobretaxa de IRS.

Dívida Pública

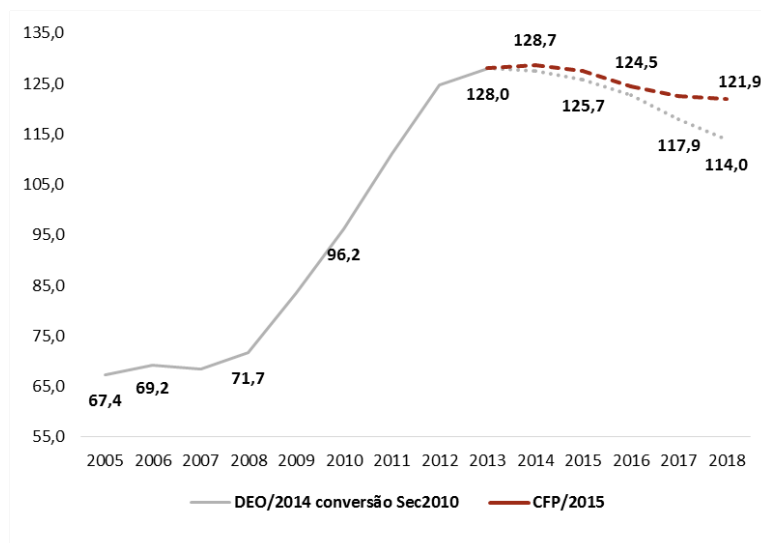
Em termos de trajetória do rácio da dívida pública e evolução do saldo primário (saldo excluindo a despesa com juros), a projeção do CFP aponta para um ritmo de redução do rácio da dívida menos acentuado que o previsto no DEO/2014.³³ Na origem desta diferença está a menor acumulação de excedentes primários ao longo do período 2015 – 2018 (decorrente do cenário de políticas invariantes) que, nas projeções do CFP, não ultrapassará os 5,4 p.p. do PIB, um montante que compara com os 15,3 p.p. do PIB previstos pelo DEO/2014 para o mesmo período. Assim, na projeção do CFP para o último ano do DEO/2014 (2018) o rácio da dívida permaneceria em 121,9% do PIB, o que compara com os 114% do PIB previstos no DEO/2014.

O menor ritmo de redução do rácio da dívida pública apresentado nas projeções do CFP não permite assegurar o cumprimento da regra de correção do excesso de dívida. Recorde-se que, na medida em que Portugal ainda se encontra ao abrigo do Procedimento por Défices Excessivos, após o seu encerramento decorre um período transitório de três anos com regras específicas. Assim, durante esse período, que se prevê que ocorra entre 2016 e 2018, Portugal deverá fazer progressos suficientes com vista à redução do rácio da dívida.³⁴

³³ Acresce que esta redução só não é mais lenta devido ao assumido relativamente ao ajustamento défice-dívida entre 2015 e 2018, que nas projeções do CFP apresenta um maior contributo para a redução da dívida pública (3,7 p.p. do PIB), que o previsto no DEO/2014 (2,5 p.p. do PIB), em razão das alterações entretanto ocorridas nas condições de mercado.

³⁴ Os progressos serão avaliados anualmente, tanto de forma *ex-ante* como *ex-post*, comparando-os com um ajustamento estrutural linear mínimo (MLSA). A trajetória de ajustamento estrutural linear mínimo deve ter em

Gráfico 15 – Comparação da projeção de dívida pública (CFP) com a prevista no DEO/2014 (% do PIB)



Fonte: MF e Projeção CFP. Cálculos do CFP.

2.6 AJUSTAMENTO NECESSÁRIO PARA CUMPRIR AS REGRAS ORÇAMENTAIS EM TERMOS ESTRUTURAIS

As projeções do CFP apontam para que o saldo estrutural se situe a 0,5 p.p. do PIB do objetivo de médio prazo (OMP) em 2015, ano em que o défice orçamental deverá ser inferior ao limite de 3% do PIB, permitindo encerrar o Procedimento por Défices Excessivos (PDE) e simultaneamente deixar de estar sujeito à vertente corretiva do PEC.³⁵

Em 2016, já no âmbito da vertente preventiva do PEC, será necessário assegurar um ajustamento orçamental anual até atingir o OMP. Nos termos da flexibilização das regras do PEC (ver Caixa 2) o ajustamento estrutural mínimo deverá ser de 0,5% do PIB.³⁶ A concretizar-se este ajustamento, o OMP seria alcançado em 2016. Esse saldo estrutural corresponderia a um défice orçamental de 1,4% do PIB nesse ano (menos 0,1 p.p. do PIB do que o apresentado no DEO/2014).

conta o efeito do ciclo económico e o padrão de referência para a redução da dívida. Para mais detalhe, consultar o [Relatório do CFP n.º 3/2014](#).

³⁵ A vertente corretiva do Pacto visa reverter as situações em que o défice público e/ou a dívida excedem os valores de referência fixados no Tratado. Neste âmbito, os Estados-Membros ficam sujeitos a um procedimento por défices excessivos, mecanismo que obriga a supervisão e condições mais estritas.

³⁶ De acordo com a recente comunicação da Comissão — COM (2015) 12 final, de 13 de janeiro — os Estados-Membros que se encontrem numa situação de conjuntura desfavorável, aferida nos termos do intervalo do hiato do produto (entre -3 e -1,5) e cujo rácio dívida/PIB seja superior ao valor de referência de 60 %, previsto no Tratado, e/ou exista risco de sustentabilidade das finanças públicas, têm que proceder a um ajustamento orçamental mínimo de 0,5% do PIB, caso o crescimento real do produto seja superior ao crescimento real do produto potencial.

Quadro 6 – Cumprimento das regras do saldo orçamental (% do PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Saldo Orçamental	-4,6	-2,8	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2
(a) Medidas temporárias, não recorrentes e fatores especiais	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Saldo Ajustado [(1) - (a)]	-3,8	-2,8	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2
(b) Componente cíclica	-2,5	-1,8	-0,9	-0,3	0,1	0,4
3. Saldo Estrutural [(2) - (b)]	-1,3	-1,0	-2,4	-2,9	-3,3	-3,5
4. Melhoria anual projetada do Saldo Estrutural	0,7	0,3	-1,4	-0,5	-0,4	-0,2
5. Ajustamento anual exigido p/ o OMP	-	-	0,5	0,0	0,0	0,0
(c) Hiato do produto (CFP)	-4,9	-3,5	-1,8	-0,6	0,1	0,7
6. Saldo Estrutural necessário p/ o OMP	-1,3	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
7. Desvio [(6)-(3)]	0,0	0,0	1,9	2,4	2,8	3,0
8. Saldo Orçamental necessário p/ cumprir o ajustamento anual [(6)+(b)+(a)]	-4,6	-2,8	-1,4	-0,8	-0,5	-0,1
(d) Correção anual necessária p/ o OMP	-	-	1,3	0,6	0,4	0,3
Por memória:						
Saldo Orçamental DEO/2014 (SEC95)	-4,0	-2,5	-1,5	-0,7	0,0	-

Nota: “-” Em 2014 e 2015 uma vez que Portugal se encontra ao abrigo do PDE, a trajetória de ajustamento estrutural não depende da regra geral para atingir o OMP, mas de uma recomendação específica do Conselho do ECOFIN.

Uma vez atingido o OMP, o objetivo passa a ser a manutenção do saldo estrutural em -0,5% do PIB. Porém, a projetada melhoria da conjuntura económica induz uma melhoria cíclica do saldo orçamental que é descontada do saldo estrutural. Assim a manutenção de um saldo estrutural em linha com o OMP a partir de 2017 implicará que se atinjam saldos orçamentais próximos do equilíbrio (a variar entre -0,8% do PIB e -0,1% do PIB, como se pode ver na linha 8 da tabela acima), o que obriga a uma correção adicional em todos os anos do horizonte de projeção. Caso se admita que em 2016 sejam adotadas medidas que assegurem uma melhoria do saldo orçamental equivalente a 1,3 p.p. do PIB, em 2017 ainda será necessária uma redução adicional do défice em 0,6 p.p. do PIB, e em 0,4 p.p. e 0,3 p.p. do PIB nos dois anos seguintes.

Para assegurar o cumprimento da regra de saldo estrutural a que Portugal se encontra vinculado, projeta-se que entre 2015 e 2019, o défice orçamental tenha que se reduzir em termos cumulativos em 2,6 p.p. do PIB (de -2,8% do PIB em 2015 para -0,1% do PIB em 2019).

Comparando com o DEO/2014, as projeções do CFP apontam para a necessidade de uma trajetória de convergência para o OMP mais rápida, um ano antes que o projetado no DEO/2014 (ano 2017), essencialmente decorrente da alteração da posição cíclica da economia (em 2014 e 2015) que se deteriorou face ao previsto no DEO/2014, o que conjugado com o saldo previsto melhora (mecanicamente) o saldo estrutural de 2015.³⁷

³⁷ O hiato do produto previsto no DEO/2014 era de -4,0% do produto potencial em 2014, -2,7% em 2015 e de -1,6% em 2016.

Caixa 2 – O ajustamento orçamental anual em direção ao objetivo de médio prazo (OMP) no âmbito da vertente preventiva do pacto

No âmbito da estratégia da União Europeia de apoio ao emprego e ao crescimento, a Comissão procedeu à flexibilização na interpretação das Regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento. De acordo com a comunicação de 13 de janeiro, as regras atuais do Pacto mantiveram-se e passou-se a tomar em maior consideração a situação conjuntural prevalecente em cada Estado-Membro.

Neste contexto, a trajetória de ajustamento de cada Estado-Membro em direção ao respetivo OMP passará a ter em conta a sua situação económica, bem como a sustentabilidade das suas finanças públicas. Os Estados-Membros que não alcancem o OMP deverão, a título de parâmetro de referência, assegurar uma melhoria anual do saldo orçamental estrutural correspondente a 0,5% do PIB. A flexibilização na interpretação das Regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento estabelece igualmente que, em períodos de conjuntura económica favorável, a necessidade de esforços de ajustamento deve ser maior, podendo ser mais limitada em períodos de conjuntura económica desfavorável.

A matriz infra, concebida pela Comissão nos termos da referida Comunicação, clarifica e especifica os requisitos a respeitar em matéria de ajustamento orçamental no âmbito da vertente preventiva do Pacto. A matriz compreende diferentes estádios de classificação das conjunturas, variando entre o maior esforço orçamental a realizar em conjunturas económicas mais favoráveis e o menor esforço orçamental a ser desenvolvido durante as conjunturas económicas mais desfavoráveis.

Matriz utilizada para definir o ajustamento orçamento anual para atingir o OMP no âmbito da vertente preventiva

	Condição	Ajustamento orçamental anual exigido *	
		Dívida inferior a 60 e nenhum risco em matéria de sustentabilidade	Dívida superior a 60 ou riscos em matéria de sustentabilidade
Conjuntura económica excepcionalmente desfavorável	Crescimento real <0 ou diferencial do produto < -4	Não é necessário qualquer ajustamento	
Conjuntura económica muito desfavorável	-4 ≤ diferencial do produto < -3	0	0,25
Conjuntura económica desfavorável	-3 ≤ diferencial do produto < -1,5	0 se o crescimento for inferior ao potencial, 0,25 se o crescimento for superior ao potencial	0,25 se o crescimento for inferior ao potencial, 0,5 se o crescimento for superior ao potencial
Conjuntura económica normal	-1,5 ≤ diferencial do produto < 1,5	0,5	> 0,5
Conjuntura económica favorável	diferencial do produto ≥ 1,5	> 0,5 se o crescimento for inferior ao potencial, ≥ 0,75 se o crescimento for superior ao potencial	≥ 0,75 se o crescimento for inferior ao potencial, ≥ 1 se o crescimento for superior ao potencial

Notas: "Diferencial de produto" corresponde ao hiato do produto. (*) Em percentagem do PIB.

A aplicação da matriz permite aos Estados-Membros adaptar os seus ajustamentos orçamentais de acordo com a conjuntura económica, levando simultaneamente em conta as suas necessidades de consolidação orçamental. A conjuntura económica é aferida por dois indicadores: a taxa de crescimento do PIB real e a posição cíclica da economia, esta definida pela diferença entre o PIB real observado e o PIB real potencial em percentagem deste último (hiato do produto). A Comissão entende com esta matriz que a conjuntura é tanto mais favorável (desfavorável) quanto mais elevada (reduzida) for a taxa de crescimento real e maior (menor) for o hiato do produto. Tudo o resto constante, exige-se um esforço de redução do desvio do saldo estrutural face ao OMP tanto mais forte (fraco) quanto mais (menos) favorável for a conjuntura económica.

Neste processo de ajustamento, o esforço exigido será maior para os Estados-Membros que enfrentem uma situação orçamental global desfavorável (comparar as duas colunas da direita), marcada, em particular, pelo risco de sustentabilidade das finanças públicas e/ou um rácio dívida/PIB superior ao valor de referência de 60% do PIB previsto no Tratado.

3 ENQUADRAMENTO DO CENÁRIO MACROECONÓMICO

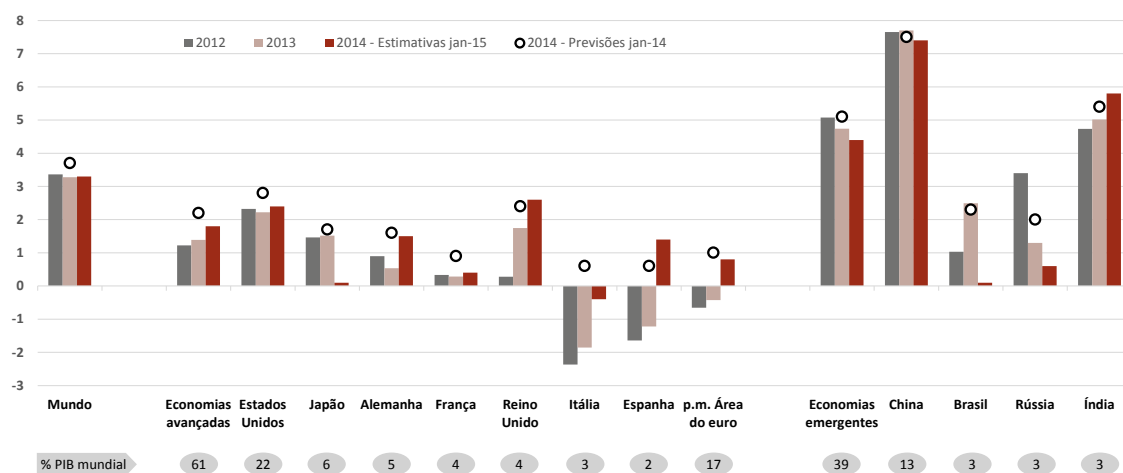
O presente capítulo destina-se aos leitores que desejem conhecer com maior profundidade os alicerces das projeções macroeconómicas do CFP apresentadas na Secção 2.2.

3.1 ECONOMIA MUNDIAL E ÁREA DO EURO

O ambiente internacional tem evoluído nos últimos meses de forma favorável à recuperação da economia portuguesa, quer no que se refere aos desenvolvimentos nos seus principais mercados de exportação, quer em relação aos preços das matérias-primas e da taxa de câmbio do euro. O crescimento rápido dos países emergentes foi uma oportunidade que o país conseguiu aproveitar nos últimos anos. O crescimento dos países desenvolvidos constitui uma oportunidade para compensar eventuais perdas em alguns desses mercados.

O crescimento da economia mundial manteve-se estável em 2014, com a desaceleração das economias emergentes a ser compensada pela recuperação das economias avançadas. A economia mundial terá crescido 3,3%, o que, apesar de estar em linha com o ritmo observado nos dois últimos anos, permanece abaixo dos níveis observados na década anterior à crise de 2009 (em média, 4% ao ano). Em 2014, observaram-se dois movimentos simétricos nos grandes blocos de economias (Gráfico 16): nas economias emergentes registou-se uma tendência de desaceleração, enquanto a generalidade das economias avançadas confirmou a recuperação económica (embora com desempenhos distintos). Em linha geral, a evolução verificada ficou abaixo das previsões realizadas no início do ano para a maioria das economias.

Gráfico 16 – Crescimento do PIB das principais economias mundiais (%)



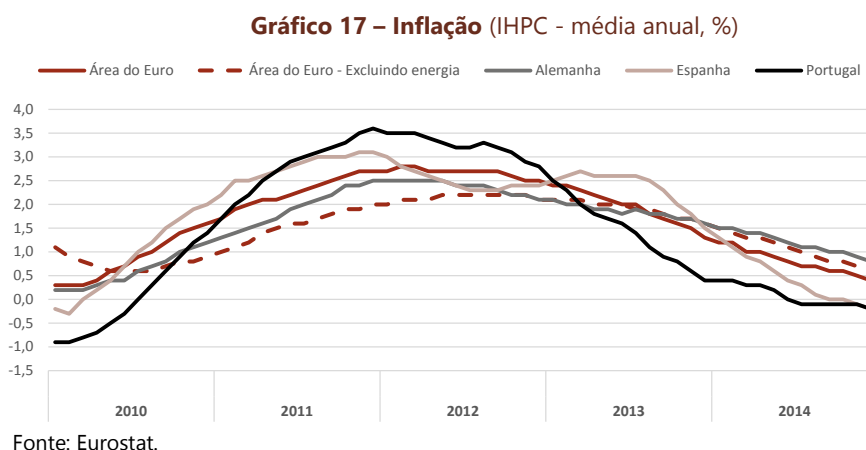
Fonte: FMI – *World Economic Outlook Update – January 2014 e January 2015*.

Nas economias emergentes, materializou-se o risco de abrandamento económico e de acentuação das tensões geopolíticas. Na China, prossegue a tendência de desaceleração para valores próximos dos 7%, após um crescimento médio anual de aproximadamente 10% nos dez anos anteriores. No Brasil, sentiu-se um forte abrandamento para a quase estagnação. Na Rússia, começaram a sentir-se os efeitos da crise com a Ucrânia, cujo impacto em Portugal provavelmente sentir-se-á apenas por via de outras economias europeias com maior relação

comercial direta. Por fim, começaram ainda a manifestar-se problemas nas economias exportadoras de petróleo,³⁸ devido à queda dos preços nos mercados internacionais. Neste caso é importante destacar também o potencial efeito em Angola (décimo terceiro produtor mundial e quarto destino das exportações portuguesas de bens).

Nas economias avançadas verificou-se a recuperação económica esperada, embora tendo ficado abaixo dos níveis inicialmente previstos. Este desenlace esconde desempenhos mistos. Por um lado, os Estados Unidos e o Reino Unido apresentaram um crescimento acima de 2%, refletindo num caso a manutenção do ritmo dos dois últimos anos e no outro uma assinalável retoma da economia. Por outro, em importantes países europeus a recuperação é ainda ténue.³⁹ Na Alemanha e em Espanha verificaram-se níveis moderados de crescimento, enquanto as economias de França e Itália praticamente estagnaram. Em 2014 a área do euro saiu da recessão de 2012-2013 mas ainda com um baixo nível de crescimento.

Ao mesmo tempo, continuou a sentir-se o abrandamento da inflação na generalidade dos países europeus (Gráfico 17). A taxa média de inflação na área do euro continuou a tendência de abrandamento ao longo do ano (0,4% em 2014), mesmo excluindo os bens energéticos (0,7%). Alguns países, como Portugal e Espanha, apresentaram inclusivamente valores negativos (ambos com variação média do IHPC de -0,2%). De realçar que em termos homólogos, a área do euro atingiu valores negativos (-0,1%), o que não acontecia desde o final de 2009.⁴⁰



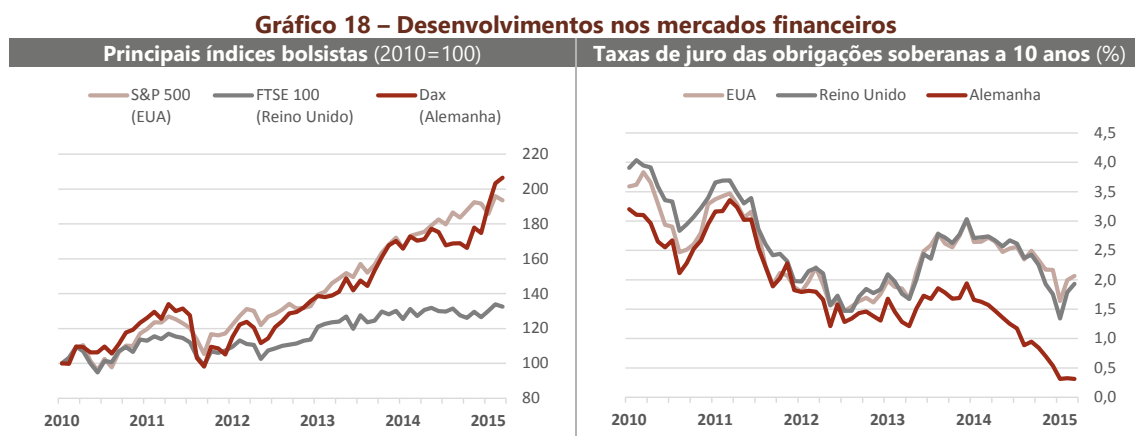
Apesar desta evolução menos positiva, a Europa começa a beneficiar dos efeitos de uma política monetária mais acomodatória. Em resposta aos baixos níveis de inflação e ao reduzido ritmo de crescimento económico, o BCE foi intensificando as medidas expansionistas ao longo do ano: a descida das taxas de juro, as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas os programas de compras de ativos e o recente início do programa de alívio quantitativo. Ao mesmo tempo, os Estados Unidos e o Reino Unido decidiram manter a postura expansionista que tinham vindo a seguir. Esta evolução parece estar a influenciar os desenvolvimentos nos mercados financeiros (Gráfico 18), onde se registam

³⁸ De acordo com a [Organização dos Países Exportadores de Petróleo](#), os maiores produtores de crude em 2013 eram: Rússia (14%), Arábia Saudita (13%), Estados Unidos (10%), China (6%) e Irão (5%).

³⁹ Ver [Eurostat – Real GDP growth rate](#)

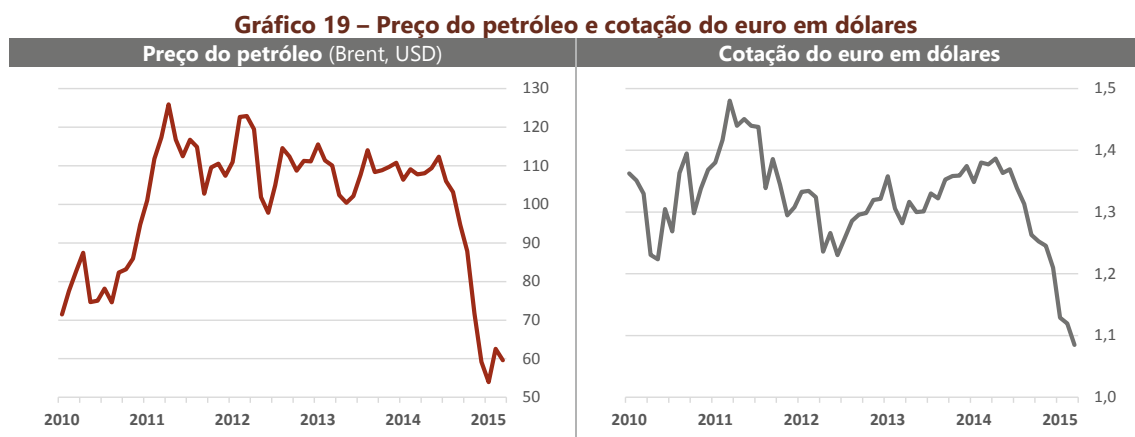
⁴⁰ Ver [Eurostat – Annual inflation – December 2014](#).

recordes na valorização dos principais índices bolsistas e nos mínimos registados nas taxas de juro das obrigações soberanas.



Fonte: Investing.com.

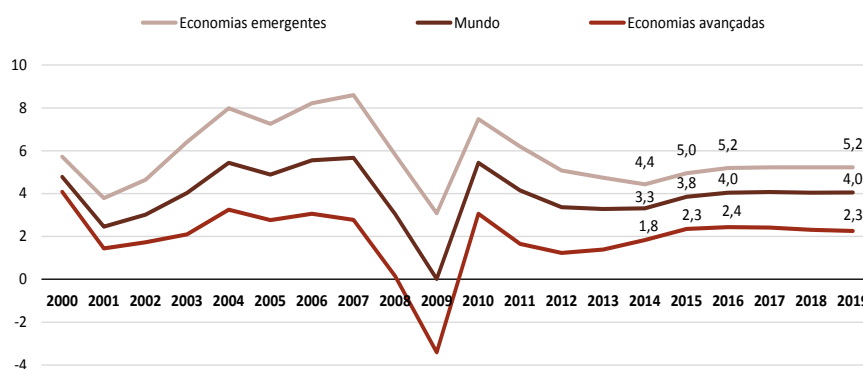
No segundo semestre, a economia europeia começou a beneficiar da diminuição do preço do petróleo e da depreciação do euro (Gráfico 19). No caso dos países importadores de petróleo, como Portugal, o efeito será globalmente positivo mas gradual. Do lado das famílias, afetará a capacidade de consumo de outros bens e/ou a poupança. Nas empresas, contribui para a contenção dos custos da energia, um fator de competitividade importante. No caso da redução da taxa de câmbio euro/dólar, tem um impacto positivo nas exportações para fora da área do euro que, devido à interconexão entre as economias, se repercutirá nos fluxos comerciais dentro da área, ao mesmo tempo que o aumento do preço de algumas importações contraria os riscos de deflação.



Fonte: Investing.com.

As últimas previsões de médio-prazo para a economia mundial (outubro de 2014) apontam para uma estabilização do crescimento em níveis inferiores aos observados no período pré-crise. Em 2015 e 2016, espera-se uma recuperação moderada do crescimento, que deverá estabilizar em torno de 4% até 2019 (Gráfico 20). Este padrão deverá ser observado tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes, com taxas de crescimento ligeiramente superiores a 2% e 5%, respetivamente, ao longo do horizonte de projeção.

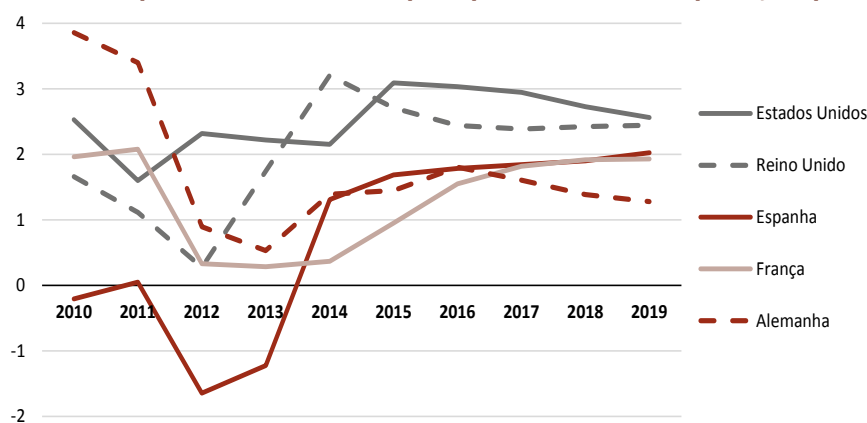
Gráfico 20 – Previsões para o crescimento da economia mundial (%)



Fonte: FMI – *World Economic Outlook Update* – October 2014.

Nos principais destinos das exportações portuguesas espera-se a continuação da trajetória de recuperação económica, embora a taxas de crescimento moderadas (Gráfico 21). O Reino Unido destaca-se por um maior dinamismo, com uma retoma mais forte e com taxas de médio-prazo mais elevadas (entre 2,5% e 3%). Espanha prosseguirá a recuperação económica em 2015, mas evoluindo moderadamente para valores próximos de 2%, perspetivando-se para França um ritmo de recuperação mais lento. Para a Alemanha é prevista uma ligeira aceleração em 2015 e 2016 mas com uma quebra do ritmo de crescimento no médio-prazo para taxas próximas de 1,5%. No caso de Angola previa-se um crescimento de 6% em 2015 e uma ligeira aceleração a partir daí. Esta hipótese parece hoje improvável, dados os efeitos da descida do preço do petróleo.

Gráfico 21 – Previsões para o crescimento nos principais destinos das exportações portuguesas (%)



Fonte: FMI – *World Economic Outlook Update* – October 2014.

No entanto, as perspetivas internacionais estão condicionadas por um conjunto de riscos que importa ter presente. No caso das economias emergentes, é ainda incerto o ritmo de abrandamento que pode vir a ocorrer, em consequência não só de fenómenos de curto e médio prazo como a redução do preço do petróleo, mas também de impactos de mais longo prazo associados a reduções progressivas da taxa de crescimento do produto. Destaque ainda para a continuação das tensões geopolíticas com a Rússia, que podem vir a introduzir fatores de instabilidade adicionais nos mercados e na economia internacional.

Já nas economias avançadas, em particular na Europa, não se pode excluir a continuação de um cenário de reduzida inflação associada a baixos níveis de crescimento da procura agregada, apesar dos estímulos monetários em curso. É também ainda incerto o desfecho em torno da situação económica e política na Grécia, o que continua a afetar as perspetivas sobre a área do euro. Por fim, a eventual alteração do ritmo de normalização da política monetária nos Estados Unidos e no Reino Unido, em prática expansionista há mais tempo, poderá ter impacto nos mercados financeiros a nível global.

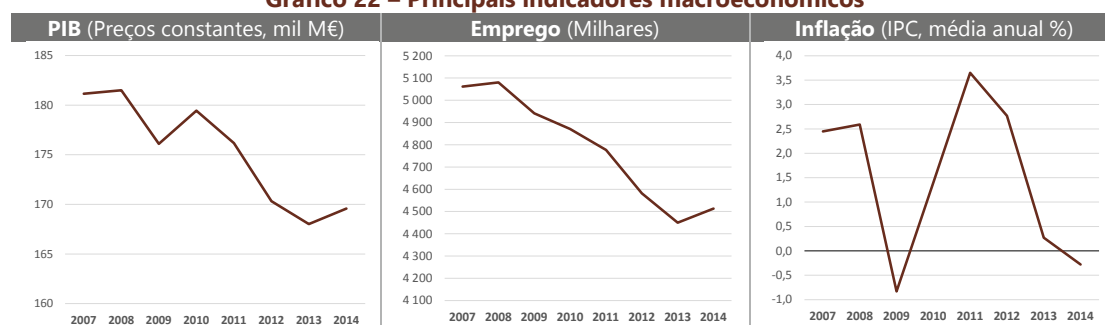
Por outro lado, há um conjunto de potenciais efeitos positivos que podem auxiliar, pelo menos em parte, a robustez da retoma económica na Europa. Estes estão associados aos vários desenvolvimentos que se começaram a evidenciar na segunda metade de 2014 e que podem vir a reforçar a confiança dos agentes económicos. Primeiro, a política monetária expansionista do BCE pode vir a melhorar as expectativas dos agentes, além da sua atuação por via do canal de financiamento a famílias e empresas. Segundo, caso os preços do petróleo se mantenham baixos por mais tempo, os seus efeitos nas economias europeias podem ser mais fortes e duradouros. Terceiro, a eventual continuação da desvalorização do euro poderá prolongar o efeito positivo na dinâmica das exportações da área do euro. As últimas previsões disponíveis para a área do euro produzidas pelo BCE assinalam uma relevante alta para a taxa de crescimento (ver Gráfico 33, pp. 44).

3.2 EVOLUÇÃO DA ECONOMIA PORTUGUESA

Contexto

O ano de 2014 foi marcado pelo início da retoma económica, apesar dos desafios que ainda subsistem para a economia portuguesa. Em 2008 e 2009, Portugal foi afetado pelos efeitos da crise financeira global. Apesar da atividade económica ter recuperado parcialmente em 2010, em paralelo com um acentuado expansionismo orçamental, a acumulação de desequilíbrios macroeconómicos resultou no pedido de assistência financeira internacional em 2011. Após três anos de ajustamento, o produto real voltou a crescer (Gráfico 22), estando no entanto ainda a níveis de 2003. Esta evolução foi acompanhada por uma redução de aproximadamente 600 mil empregos, dos quais cerca de 60 mil foram recuperados em 2014. Entre 2011 e 2014, o ajustamento foi acompanhado por uma redução progressiva da taxa de inflação, que, à semelhança de 2009, voltou a atingir valores negativos.

Gráfico 22 – Principais indicadores macroeconómicos



Fonte: INE.

O PIB real cresceu 0,9%, suportado pelo contributo da procura interna (Quadro 7). No final de 2014, completaram-se cinco trimestres consecutivos de crescimento (em termos homólogos), o que não acontecia desde o terceiro trimestre de 2008. O maior contributo para o crescimento resultou do consumo privado, que interrompeu a quebra iniciada em 2010. O investimento (FBCF) iniciou também uma trajetória de recuperação, evolução particularmente significativa uma vez que entre 2008 e 2013 esta variável sofrera uma quebra acumulada de 36%. Já o consumo público continuou a tendência de redução, embora a um ritmo inferior aos dos anos anteriores.

Ao contrário do verificado nos últimos anos, as exportações líquidas contribuíram negativamente para o crescimento do PIB. Por um lado, as importações sofreram uma assinalável aceleração, associada à recuperação da procura interna. Por outro, o crescimento das exportações sofreu um abrandamento em relação ao ano anterior. É de assinalar que as exportações atingiram um valor recorde, tanto em nível como em percentagem do PIB (40%).

A taxa de inflação (medida pelo IPC) reduziu-se para -0,3%, continuando a tendência observada desde 2011. O indicador de inflação subjacente, que exclui os produtos alimentares e energéticos, também desacelerou de 0,2% em 2013 para 0,1% em 2014. Estes dados têm condicionado o baixo crescimento do deflator do PIB, que continua reduzido em termos históricos: entre 2010 e 2014 cresceu a uma taxa média anual de cerca de 0,6%, enquanto nos dez anos anteriores evoluiu aproximadamente 2,9% em média anual.

Quadro 7 – Principais indicadores macroeconómicos da economia portuguesa

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (variação real, %)	1,9	-1,8	-3,3	-1,4	0,9
Consumo privado	2,4	-3,6	-5,2	-1,4	2,1
Consumo público	-1,3	-3,8	-4,3	-1,9	-0,7
Investimento (FBCF)	-0,9	-12,5	-15,0	-6,3	2,3
Exportações	9,5	7,0	3,1	6,4	3,4
Importações	7,8	-5,8	-6,6	3,6	6,2
Contributos para a variação real do PIB (p.p.)					
Procura interna	2,0	-6,2	-6,9	-2,4	2,0
Exportações líquidas	-0,2	4,6	3,6	1,0	-1,1
Evolução dos preços (variação, %)					
IPC	1,4	3,7	2,8	0,3	-0,3
Deflator do PIB	0,6	-0,3	-0,4	2,3	0,9
Mercado de trabalho (variação, %)					
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,8	12,7	15,5	16,2	13,9
Emprego	-1,4	-1,9	-4,1	-2,9	1,4
Remunerações	1,5	-3,8	-6,7	0,9	
Produtividade aparente do trabalho	3,4	0,1	0,8	1,6	-0,5
Cap. líq. de financiamento face ao exterior (% PIB)	-9,1	-4,1	-0,6	1,3	-
Balança corrente	-10,4	-5,6	-2,6	-0,3	-

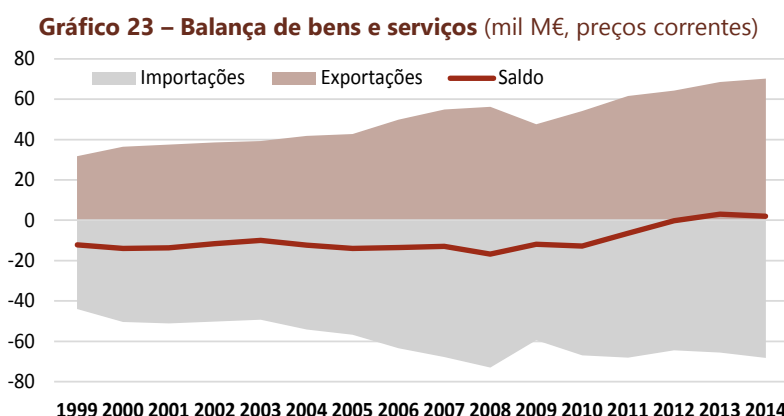
Fonte: INE.

O mercado de trabalho iniciou também uma trajetória de recuperação em 2014. A taxa de desemprego diminuiu para 13,9%, interrompendo uma tendência de crescimento que se

vinha a verificar desde 2006 e que atingiu um máximo sem precedentes em 2013. Esta redução é explicada pela redução do número de desempregados em 130 mil pessoas (para um total de 726 mil em 2014). Por seu turno, o emprego cresceu 1,4%, interrompendo as reduções sucessivas anuais de postos de trabalhos que se observaram entre 2008 e 2013. Em termos trimestrais, no final de 2014 completaram-se cinco trimestres consecutivos de crescimento, o que não acontecia desde o terceiro trimestre de 2002.

Dinâmica das exportações portuguesas

A dinâmica das exportações nos anos mais recentes permitiu equilibrar e manter um saldo positivo da balança comercial. Entre 1999 e 2008, a participação de Portugal na área do euro foi acompanhada pela manutenção de um desequilíbrio permanente da balança de bens e serviços (Gráfico 23). Esta tendência só foi interrompida pela crise internacional de 2009, onde se observou uma quebra generalizada do comércio internacional. Em 2014, o nível das importações é praticamente idêntico ao de 2010. O crescimento das exportações entre 2010 e 2014 (cerca de 28%) tornou-se o principal motor de correção da balança comercial.



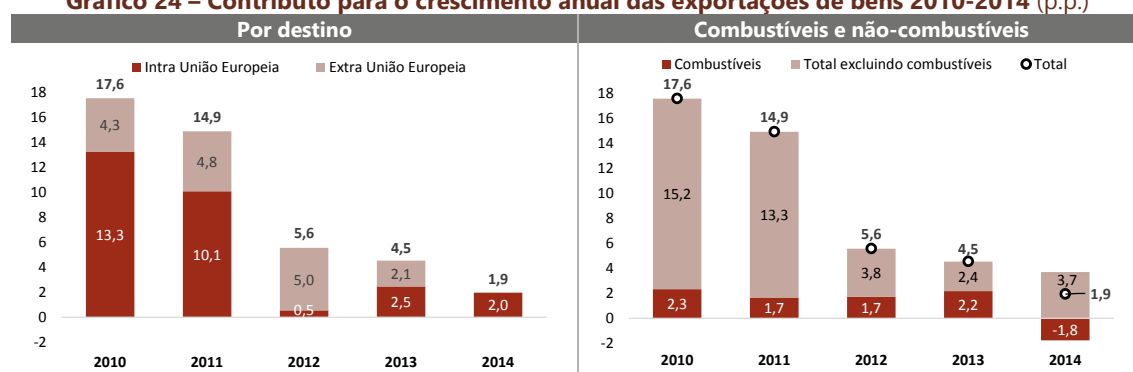
Fonte: Banco de Portugal.

No entanto, estes dados devem ser avaliados com alguma prudência. Por um lado, a evolução das exportações não é um fenómeno inteiramente novo, dado que o seu aumento permitiu retomar a trajetória observada no período pré-crise, em particular a partir de 2005. Por outro, o crescimento das exportações tem sofrido uma desaceleração desde 2010. Por exemplo, o crescimento registado em 2014 (2,5%) ficou abaixo não só dos valores de 2013 (6,6%) como da média observada desde 1999 (5,4%). Esta tendência foi sentida tanto ao nível dos serviços como dos bens, que representam cerca de dois terços do total das exportações.

No caso das exportações de bens, a desaceleração em 2014 está associada ao desempenho dos mercados fora da União Europeia. Entre 2010 e 2012 observou-se uma acentuada redução do contributo do comércio intracomunitário, parcialmente compensada pelo desenvolvimento dos mercados fora da União Europeia (painel esquerdo do Gráfico 24). Nos dois últimos anos existem alguns sinais que a diversificação realizada possa estar a reverter-se (em 2014, o contributo dos mercados fora da UE foi marginalmente negativo). Este comportamento parece explicado por duas grandes forças: por um lado, o abrandamento

sentido nas economias emergentes; por outro, a recuperação económica sentida na Europa que, apesar de ainda ténue, permitiu sustentar o crescimento do comércio comunitário.

Gráfico 24 – Contributo para o crescimento anual das exportações de bens 2010-2014 (p.p.)



Fonte: INE – Estatísticas do comércio externo. Cálculos CFP.

Ao nível dos produtos, a desaceleração é maioritariamente explicada pela quebra das exportações de combustíveis. Em 2013, esta foi a categoria que mais contribuiu para o aumento das exportações, tendo alcançado quase 50% da dinâmica observada (painel direito do Gráfico 24). Em 2014, o risco associado às exportações de combustíveis veio a concretizar-se, tendo sido o produto que mais negativamente contribuiu para a variação das exportações.⁴¹ As restantes exportações de bens aceleraram para valores próximos de 2012, já que, sem o contributo negativo dos combustíveis, as exportações teriam crescido 3,7%.

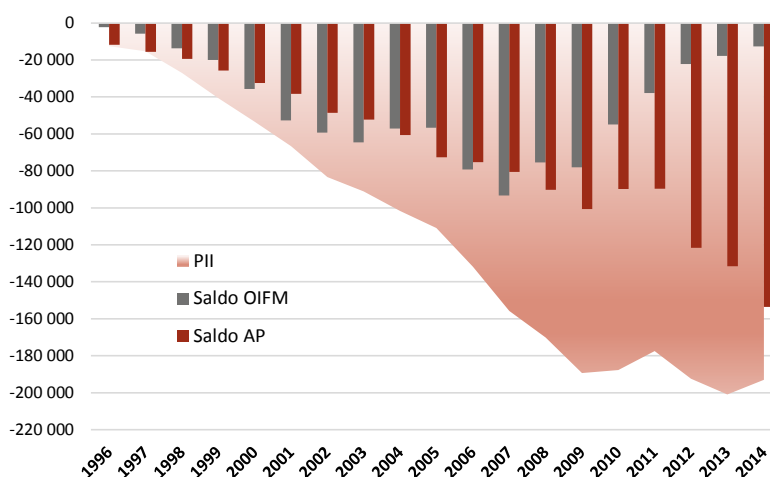
3.3 FINANCIAMENTO DA ECONOMIA

Posição de Investimento Internacional

A restrição de financiamento constitui uma das maiores condicionantes ao funcionamento da economia portuguesa, sendo um dos aspetos que mais pode contribuir para condicionar a sua recuperação. Esta condicionante encontra-se refletida de forma bastante evidente na Posição de Investimento Internacional (PII) que agrega as posições do ativo e do passivo face ao exterior dos sectores institucionais residentes (Gráfico 25).

⁴¹ Ver página 12 da ["Análise da proposta de Orçamento do Estado para 2014"](#), Relatório do CFP n.º 7/2013.

Gráfico 25 – Posição de Investimento Internacional total e saldos das Administrações Públicas e das Outras Instituições Financeiras e Monetárias (M€)



Fonte: BdP. Cálculos CFP.

Em 1996 o país detinha uma posição de quase equilíbrio, resultante em larga medida do acesso limitado aos mercados internacionais de financiamento em moeda nacional e do elevado risco de câmbio associado ao financiamento em divisas. A entrada no sistema monetário europeu e no Euro permitiu uma abertura a mercados financeiros que foi utilizada pelos diferentes sectores institucionais e conduziu a uma situação de significativo aumento do saldo devedor.

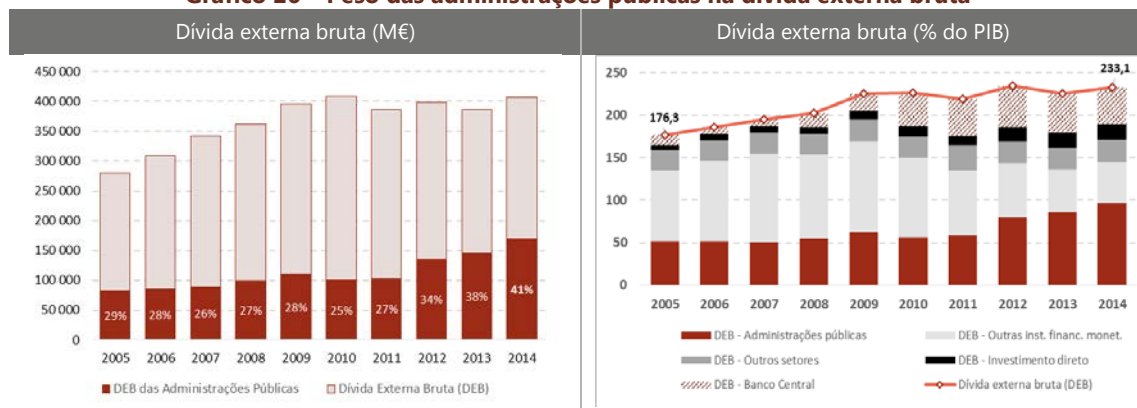
Esta mudança é particularmente evidente na evolução dos saldos devedores dos sectores das administrações públicas e das outras instituições financeiras monetárias (OIFM).⁴² Como resposta ao menor acesso destas aos mercados financeiros internacionais, as administrações públicas aumentaram de forma significativa a sua exposição, tendo substituído o sector financeiro como captador de financiamento à economia, em larga medida através do financiamento associado ao PAEF.

A retoma do investimento produtivo em ritmos adequados à reconversão e recuperação da economia portuguesa exige recursos financeiros que inicialmente só de forma parcial podem ser satisfeitos pela poupança interna, sendo de esperar que o sector financeiro volte a atuar como mediador no acesso aos mercados. Na atual situação o elevado nível de exposição das administrações públicas à dívida externa constitui uma pressão sobre a PII que importa reduzir como forma de criar espaço para normalizar os mecanismos de financiamento da economia.

Ao longo da última década, o peso das administrações públicas na dívida externa bruta registou uma rápida tendência de aumento. Em sentido inverso, o sector da banca diminuiu para menos de metade a sua dependência de dívida externa (47% do PIB em 2005 para 20% em 2014). No entanto, indiretamente, em operações de cedência de liquidez contraídas junto do Eurosistema através do Banco de Portugal, a banca triplicou a sua posição de devedor (de 6% em 2005 para 18% em 2014). Por sua vez, a dívida externa líquida mais que duplicou nesta última década.

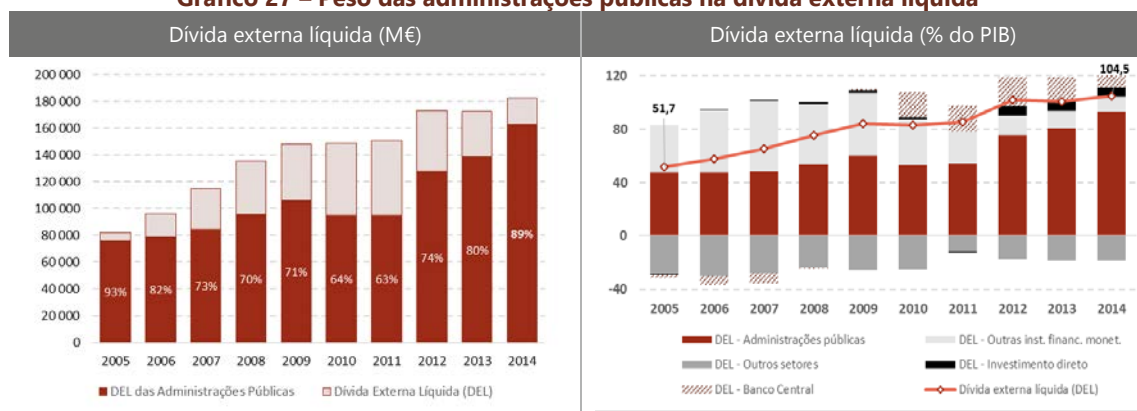
⁴² Bancos, Caixas Económicas e Fundos do Mercado Monetário.

Gráfico 26 – Peso das administrações públicas na dívida externa bruta



Fonte: BdP. Cálculos CFP. | Nota: Os valores da dívida pública apresentados nestes gráficos correspondem a dívida das administrações públicas em SEC 1010.

Gráfico 27 – Peso das administrações públicas na dívida externa líquida



Fonte: BdP. Cálculos CFP. | Nota: Os valores da dívida pública apresentados nestes gráficos correspondem a dívida das administrações públicas em SEC 1010.

Em conclusão, o retorno a condições normais de financiamento da economia implica agora a redução da dívida externa das administrações públicas, não apenas por razões de equilíbrio orçamental, mas também por imperativo de normalização do financiamento necessário à expansão da atividade económica.

Financiamento interno às empresas e às famílias

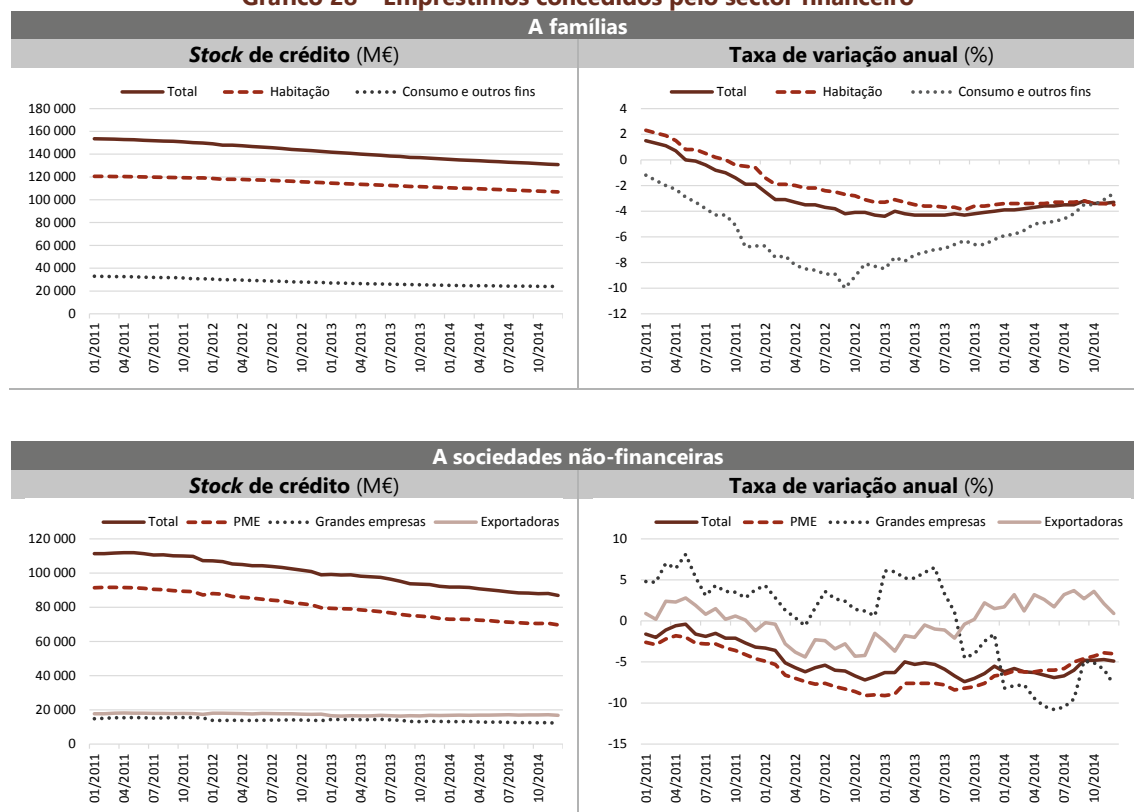
As condições para o financiamento da economia têm vindo a recuperar, ainda que lentamente, dos impactos da crise. Os dados disponíveis sobre a evolução do crédito, tanto em termos de quantidade como de preço, sugerem que os bancos estão a retomar gradualmente o seu papel no suporte à recuperação económica.

A diminuição do endividamento do sector privado continuou a ocorrer ao longo de 2014, ainda que a um ritmo menos acentuado do que nos anos anteriores, mas, dados os elevados níveis de dívida privada, o processo de desalavancagem deverá ainda continuar no futuro. No entanto, este processo deverá ocorrer a um ritmo compatível com a recuperação económica, minimizando os efeitos nos agentes económicos mais dinâmicos.

Nas famílias, a queda do *stock* de crédito continuou a abrandar, com particular ênfase no segmento de consumo e outros fins (Gráfico 28). Também nas sociedades não financeiras se

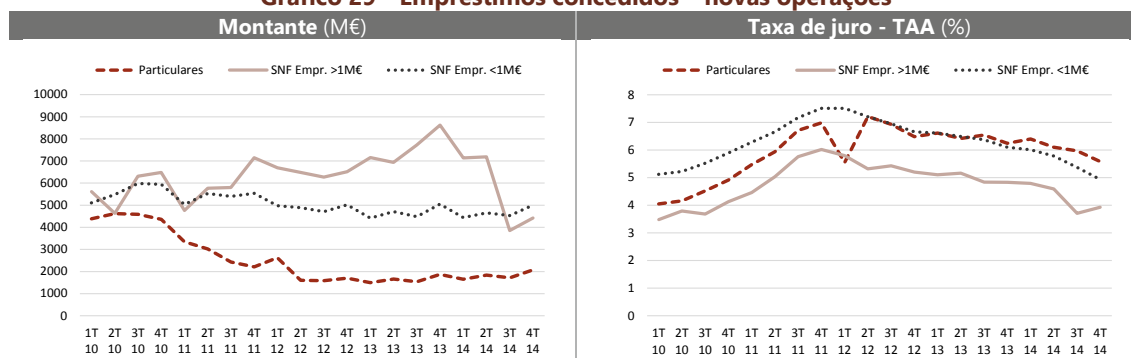
observa um ritmo de desalavancagem menos acentuado. Destaque para o crédito às empresas exportadoras, que cresceu ao longo de todo o ano. Esta é uma dinâmica importante, na medida em que a criação de bases para o crescimento futuro dependerá da capacidade de reforçar o investimento nos sectores transacionáveis.

Gráfico 28 – Empréstimos concedidos pelo sector financeiro



Fonte: BdP.

As condições dos novos empréstimos sugerem uma ligeira melhoria no acesso ao crédito. A desalavancagem do sector privado tem-se demonstrado compatível com a estabilização do crédito concedido nos últimos dois anos a particulares e a sociedades não financeiras para operações até 1 M€ (painel esquerdo do Gráfico 29). No caso de operações acima de 1 M€, a acentuada quebra é globalmente explicada pela substituição de empréstimos bancários a grandes empresas públicas por financiamento pelo Tesouro. Já as taxas de juro nos vários segmentos (painel direito do Gráfico 29) prosseguiram a tendência de redução que vinha a ser observada, o que constitui um sinal positivo para as perspetivas de recuperação do investimento.

Gráfico 29 - Empréstimos concedidos – novas operações

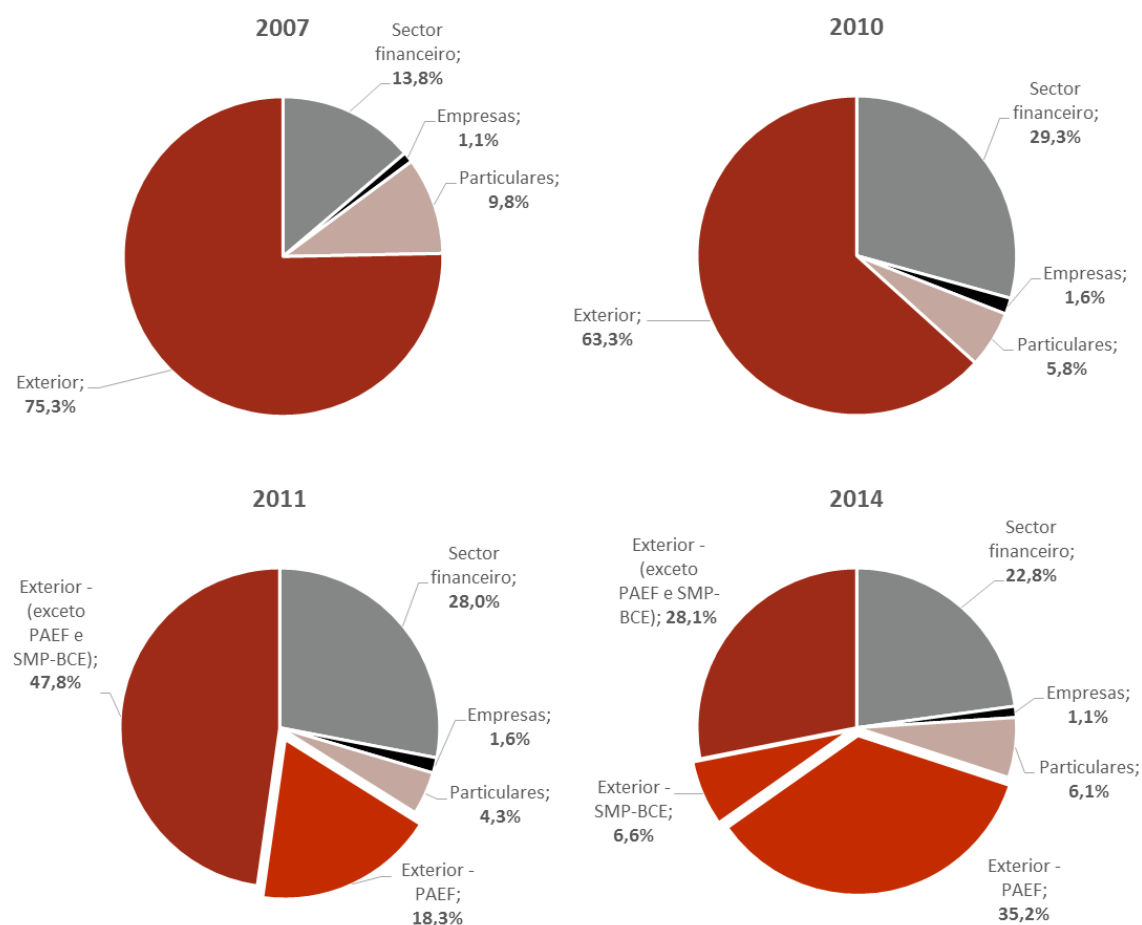
Fonte: BdP.

Financiamento das administrações públicas

Nos últimos anos a estrutura dos detentores da dívida pública na ótica de *Maastricht* sofreu alterações significativas. Em 2007, três quartos da dívida pública portuguesa encontravam-se na posse de credores externos, detendo os particulares cerca de 9,8%, a que corresponde um dos níveis mais elevados de sempre — Gráfico 30. Nos anos de 2010 e 2011, período em que o país deixou de recorrer aos mercados financeiros devido ao seu elevado custo de financiamento, o sector financeiro assumiu um papel determinante no financiamento da dívida pública. Nesses dois anos, os credores nacionais detinham mais de um quarto da dívida pública, essencialmente concentrada no sector financeiro, uma vez que os particulares diminuíram a sua exposição.

Entre 2012 e 2014, o exterior voltou a ganhar quota enquanto financiador da dívida pública, tendo mais de metade do *stock* respetivo passado a ser detido pelos credores institucionais no âmbito do PAEF e pelo BCE através do *Security Markets Programme* (SMP). Em 2014, a dívida pública detida pelo exterior representava 70% do total da dívida e apresentava a seguinte decomposição: sector não oficial (63,1 mil M€), PAEF (79 mil M€) e SMP-BCE (14,9 mil M€). Em 2014 o sector dos particulares recuperou ligeiramente enquanto credor das AP, através de aquisições significativas de Certificados de Aforro.

Gráfico 30 – Decomposição da dívida de *Maastricht* por credor



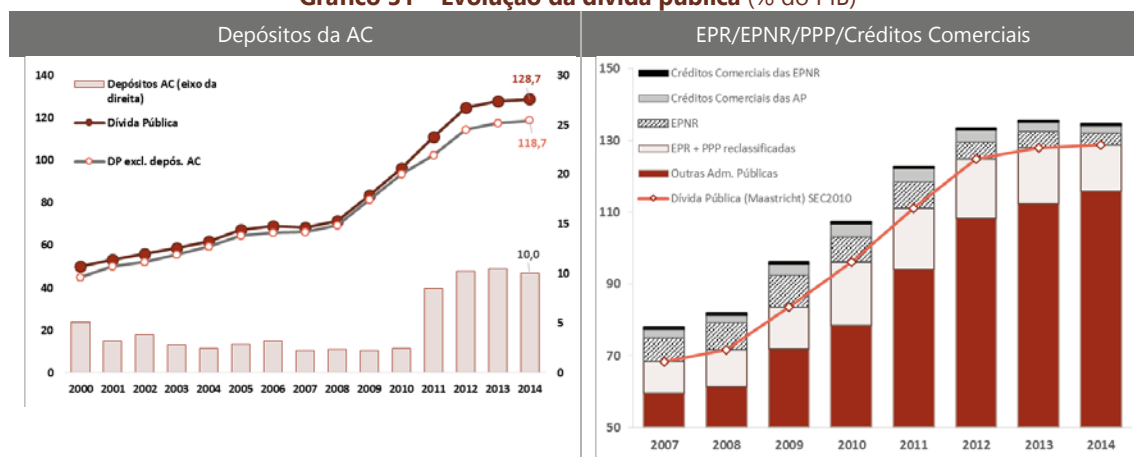
Fonte: BdP. Cálculos CFP.

O rácio da dívida pública na ótica de *Maastricht* (que exclui a flutuação de valor da dívida em mercado, entre outras diferenças) apresenta uma trajetória ascendente, refletindo um incremento bastante mais acentuado desde 2008. Do acréscimo de 78,4 p.p. que ocorreu desde 2000 neste indicador, cerca de 73% concentraram-se nos últimos seis anos. A crise financeira de 2009, os empréstimos obtidos no âmbito do PAEF e a reclassificação de entidades para dentro do perímetro das administrações públicas explicam a maior parte deste expressivo aumento.⁴³

Excluindo os depósitos da administração central, o rácio da dívida apresentou uma evolução semelhante, exceto a partir de 2011, ano em que se verificou um reforço significativo por via dos desembolsos recebidos no âmbito do PAEF. Nos últimos três anos o nível de depósitos da administração central sofreu uma oscilação máxima de apenas 0,5 p.p.

⁴³ As empresas reclassificadas no perímetro das administrações públicas registaram um aumento significativo de dívida a partir de 2010. A dívida destas empresas encontra-se refletida em toda a série em contas nacionais, com exceção da CP – Comboios de Portugal, E.P.E, cuja dívida foi reclassificada apenas a partir de 2010. A partir de 2011 a dívida financeira destas empresas foi progressivamente substituída por dívida ao Estado, o que explica a redução evidenciada no painel direito do gráfico 30.

Gráfico 31 – Evolução da dívida pública (% do PIB)



Fonte: BdP. Cálculos CFP. | Nota: No gráfico do painel da esquerda os créditos comerciais correspondem a valores não consolidados.

Importa notar que a dívida pública de *Maastricht* não contempla todas as responsabilidades das administrações públicas, nomeadamente as contingentes.⁴⁴ O Eurostat publicou recentemente dados sobre estas responsabilidades para cada Estado-Membro. As responsabilidades contingentes quantificadas abrangem as garantias do Estado, as responsabilidades fora do balanço relacionadas com PPP, as responsabilidades por operações das Empresas Públicas Não Reclassificadas (EPNR) e o crédito de cobrança duvidosa concedido pelas AP. Para Portugal, essas responsabilidades representavam 70,4 % do PIB no final de 2013.

As garantias pessoais do Estado que contemplam a Iniciativa de Reforço da Estabilidade Financeira (IREF) que foram essencialmente concedidas ao sector financeiro, representam cerca de 12% do PIB, as responsabilidades com encargos potenciais com PPP não reclassificadas correspondem a 5,1% do PIB e o crédito de cobrança duvidosa das administrações públicas implica uma perda potencial se o Estado não for reembolsado que ascende a 1,5 % do PIB. No cômputo destas três responsabilidades contingentes, os valores de 2013 apresentam uma redução de 0,6 p.p. do PIB face aos montantes de 2012.

As responsabilidades com EPNR, que representavam cerca de 51,8% do PIB em 2013 tinham um peso de 74% do total das responsabilidades. O gráfico do painel do lado direito apresenta apenas uma parte das responsabilidades contingentes que dizem respeito às EPNR.

3.4 TENDÊNCIAS, RISCOS E INCERTEZAS

Para além dos relacionados com o financiamento, os riscos e incertezas que afetam a economia portuguesa estão ligados aos que podem vir a afetar a economia mundial.

A capacidade de reforçar as exportações depende, em primeira instância, do comportamento dos mercados externos mais relevantes. Uma eventual desaceleração de economias

⁴⁴ Os dados relativos a responsabilidades contingentes reportam-se ao período de 2010-2013 ou em alguns casos apenas a 2013. Consultar: [First time release of data on contingent liabilities and non-performing loans in EU Member States](#).

emergentes com as quais Portugal tem uma relação comercial importante (casos de Angola, China e Brasil) poderá criar mais obstáculos ao esforço de diversificação de destinos para fora da União Europeia realizado nos últimos anos mas cujo sucesso abrandou em 2014. Quanto aos principais destinos europeus, apesar das perspetivas generalizadas de recuperação moderada, permanecem riscos que podem vir a ter um efeito importante que, nesta altura, não é possível quantificar.

No caso do preço do petróleo, são incertas a sua evolução e a extensão do impacto na economia. Desde logo, as previsões efetuadas por analistas internacionais são extremamente díspares. A reação dos principais países produtores e dos agentes económicos dependerá da dimensão e da duração do ajustamento do preço.

A evolução da inflação é outro dado a ter em conta que, como já referido, pode vir a tornar mais difícil o cumprimento das metas orçamentais definidas em percentagem do PIB nominal.

Por fim, no caso específico português, são relevantes os efeitos que os elevados níveis de endividamento da economia podem induzir na dinâmica de crescimento. Além de um elevado nível de dívida pública, Portugal é também um dos países europeus com maiores níveis de dívida privada (228% do PIB no final de 2014). Estes elevados valores podem fazer com que as famílias e empresas optem pela continuação do processo de redução de dívida, em vez de impulsionarem os níveis de procura agregada através do consumo ou investimento. Não pode também deixar de ser referida a vulnerabilidade a variações da taxa de juro resultante do elevado nível de dívida. Ainda que até 2016 seja de esperar que os custos de financiamento se mantenham em níveis relativamente baixos (pelo menos em termos das taxas orientadoras), não podem ignorar-se as consequências severas da inversão desta tendência. Com efeito, se as taxas de juro voltarem a subir, a despesa com juros de famílias, empresas e Estado aumentará significativamente, diminuindo a folga para poupar ou adquirir bens e serviços.

3.5 AS PREVISÕES OFICIAIS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

Utilizando metodologias e partindo de pressupostos com diferenças significativas, estão disponíveis previsões para a economia portuguesa publicadas regularmente pela CE, pelo FMI, pela OCDE e pelo Banco de Portugal. Trata-se de referências muito relevantes e com um longo historial, que importa considerar em qualquer exercício de previsão, levando as boas práticas a usá-las como termo de comparação. A tabela seguinte apresenta as médias das últimas previsões pontuais disponíveis para a economia portuguesa. Em anexo é apresentado o Quadro 12 com a informação de base que permitiu os cálculos do Quadro 8.

Quadro 8 – Cenário da média dos previsores internacionais

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (variação real, %)	1,9	1,4	1,6	1,6	1,7	1,6
Consumo privado	2,4	1,5	1,2	1,1	1,1	1,1
Consumo público	-1,3	-0,7	0,0	0,7	0,8	1,0
Investimento (FBCF)	-0,9	2,9	3,1	3,2	3,4	3,0
Exportações	9,5	4,9	5,2	4,8	4,9	4,7
Importações	7,8	4,0	4,6	4,6	4,4	4,2
Contributos para a variação real do PIB (p.p.)						
Procura interna	2,0	1,0	1,3	1,4	1,4	1,3
Exportações líquidas	-1,1	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
Evolução dos preços (variação, %)						
IHPC/IPC	-0,3	0,4	1,0	1,2	1,5	1,5
Deflator do PIB	0,9	0,8	1,2	1,6	1,8	1,4
Mercado de trabalho (variação, %)						
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	13,9	13,1	12,5	11,8	11,3	10,5
Emprego	1,4	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Produtividade aparente do trabalho	-0,5	0,7	1,1	1,0	1,2	1,0
Cap. líq. de financiamento face ao exterior (% PIB)	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0	1,9
Balança corrente	0,6	0,4	0,6	0,4	0,5	0,6
Balança de bens	-5,1	-3,7	-3,6	-3,7	-3,7	-4,5
Enquadramento externo						
Procura externa relevante (variação, %)	3,1	3,7	4,9	-	-	-
Preço do petróleo Brent (USD)	74,6	85,6	88,5	-	-	-
Taxa de juro de curto prazo (%)	0,2	0,1	0,1	-	-	-
Taxa de câmbio EUR-USD	1,2	1,3	1,3	-	-	-
Por memória:						
PIB nominal (mil M€)	174,4	176,0	180,6	185,7	192,1	200,3
Saldo orçamental (% PIB)	-5,9	-3,0	-2,6	-2,4	-2,1	-2,6
Dívida Pública (% PIB)	128,8	127,1	126,4	125,7	124,2	123,3

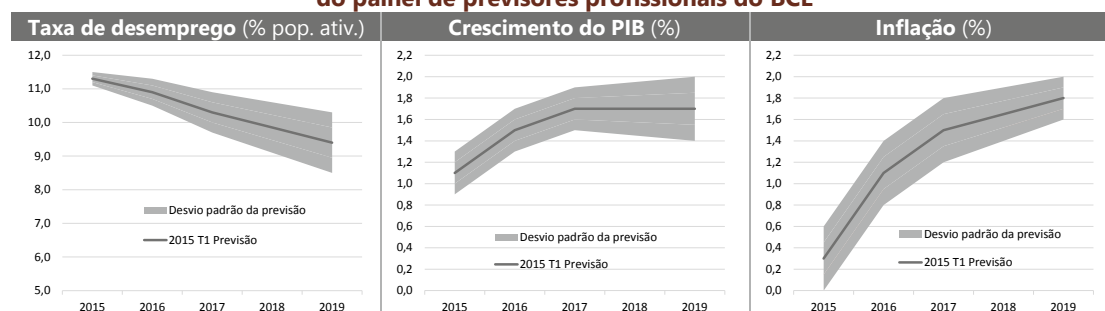
Fontes: Comissão Europeia - European Economic Forecast Autumn 2014, November 2014; OECD Economic Outlook No 96, November 2014; Banco de Portugal - Boletim Económico - Dezembro de 2014; Fundo Monetário Internacional, First Post-Program Monitoring Discussions - Staff Report, IMF Country Report No. 15/21, December 2014; INE, Contas Nacionais Trimestrais - 4.º trimestre de 2014. Cálculos CFP. | Notas: Os valores em itálico para 2014 são ainda previsões.

Note-se que, pese a sua natureza puramente estatística, este cenário suporta uma “narrativa” económica razoável e coerente. Mantém-se a tendência para o crescimento ser essencialmente suportado pela procura interna, ainda que a crescer a taxas inferiores às previstas para o PIB, uma vez que se mantém um contributo positivo, ainda que modesto, das exportações líquidas. A normalização da inflação para valores próximos do objetivo da política monetária europeia permite um crescimento nominal do PIB que facilita a redução do rácio da dívida.

O crescimento do consumo público é compatível com um saldo orçamental que não ultrapassa o limite fixado pelos tratados europeus (-3%), mas não deverá ser suficiente para cumprir os objetivos estruturais. O crescimento modesto do emprego assegura uma redução lenta mas regular do desemprego permitindo aumentos das remunerações consistentes com

os aumentos do consumo privado previstos. Esta trajetória encontra sustentação nas opiniões recolhidas no ECB Survey of Professional Forecasters⁴⁵ para a área do Euro.

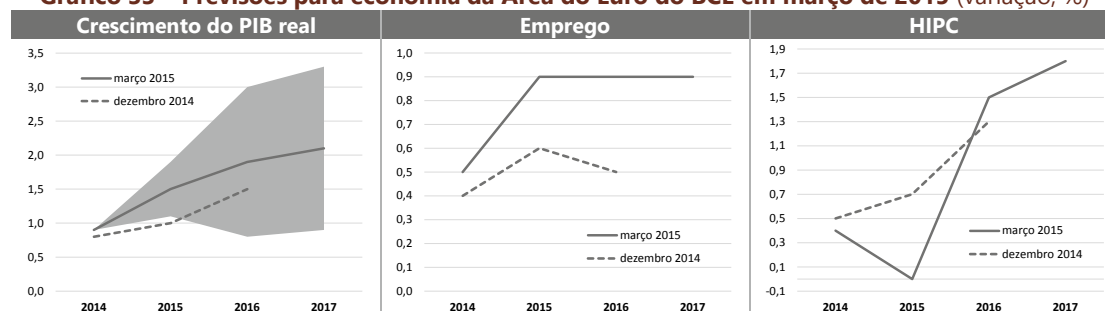
Gráfico 32 – Média das previsões para economia da Área do Euro do painel de previsores profissionais do BCE



Fonte: ECB Survey of Professional Forecasters – 2015 Q1 | Cálculos CFP.

As últimas previsões para a área do Euro publicadas pelo BCE em 05/03/2015⁴⁶ sustentam uma prospetiva mais otimista do comportamento das economias, acima do que estava a ser previsto com base nos dados disponíveis no final de 2014.

Gráfico 33 – Previsões para economia da Área do Euro do BCE em março de 2015 (variação, %)



Fonte: March 2015 ECB staff macroeconomic projections for the euro area. Cálculos CFP.

⁴⁵ . O Inquérito a Previsores Profissionais do Banco Central Europeu é um inquérito trimestral a cerca de uma centena de previsores profissionais na União Europeia sobre as suas expetativas a curto e médio prazo relativamente à evolução do produto, inflação e desemprego na área do Euro. Os dados relativos ao inquérito do primeiro trimestre de 2015 estão disponíveis em <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

⁴⁶ Documento disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/PublicacoesIntervencoes/BCE/Publicacoesnaoregulares/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/115/ecbstaffprojections201503.en.pdf>

ANEXOS

Caixa 3 – O processo de harmonização contabilística em Portugal

Reforma da contabilidade pública

Em Portugal, a contabilidade pública sofreu uma reforma importante a partir de 1990, com a aprovação da respetiva lei de bases e com a implementação da Reforma da Administração Financeira do Estado (RAFE). Mais tarde, Portugal acompanhou o processo de reforma da contabilidade empreendido a nível internacional através da aprovação do Plano Oficial de Contabilidade Pública (POCP)¹ e dos planos sectoriais aplicados à Saúde, Educação, Segurança Social e Administração Local. Dessa forma, procurou-se encetar uma reforma da contabilidade da administração pública que integrasse a vertente orçamental, patrimonial e analítica. Porém, apesar do POCP ter sido aprovado em 1997, a sua aplicação nos serviços e organismos das administrações públicas tem sido muito morosa e ainda não se encontra concluída. Subsistem por essa razão problemas de coerência de critérios entre os vários subsectores das administrações públicas que tornam difícil e morosa a consolidação da informação financeira que lhes diz respeito. A necessidade de sucessivas revisões relativas à delimitação do perímetro das administrações públicas e das transações por ele abrangidas mostrou que os critérios estatísticos, mesmo quando rigorosamente aplicados, não suprem a necessidade de um sistema de contas total e adequadamente integrado.

Está por isso em curso, a normalização contabilística para o sector público, seguindo a lógica que tinha sido adotada no sector privado, com a introdução do novo Sistema de Normalização Contabilística (SNC) em 2010.² A estratégia passa agora por desenvolver um sistema contabilístico para o sector público que adote como referencial o normativo internacional de contabilidade pública (IPSAS).

IPSAS: o que são e quais as vantagens?

As *Public Sector Accounting Standards* (IPSAS) são presentemente o único conjunto de normas de contabilidade do sector público reconhecido internacionalmente. Esse conjunto é composto por 32 normas de contabilidade de especialização/acrécimo (*accrual*) e uma norma de contabilidade de caixa. O desenvolvimento e publicação das IPSAS está a cargo do *International Public Sector Accounting Board* (IPSASB), um órgão independente que pertence à *International Federation of Accountants* (IFAC).

Com a criação das IPSAS pretendeu-se contribuir para que os dados das entidades públicas sejam inteiramente comparáveis e coerentes, por forma a garantir a qualidade e fiabilidade dos dados compilados numa base de acréscimo, melhorando assim a gestão económica, o controlo financeiro e a avaliação da performance. As IPSAS foram adaptadas a partir das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), mas aplicam-se exclusivamente ao sector público administrativo, não incluindo portanto o sector empresarial do Estado. Atualmente existem diversas organizações internacionais (por exemplo a Comissão Europeia, NATO, OCDE, UNESCO e a ONU) e Estados-Membros da União Europeia que utilizam as IPSAS, enquanto diferentes Estados-Membros as aplicam parcialmente.

O processo de implementação das IPSAS

A legislação mais recente defende a utilização dos princípios das IPSAS na apresentação de contas das entidades do sector público. A Lei de Enquadramento Orçamental (LEO) prevê que a prestação de contas por parte de todas as entidades públicas deve ser feita com base no POCP, com exceção das entidades que aplicam o Sistema de Normalização Contabilística (SNC) ou que elaborem as suas contas em conformidade com as normas internacionais de contabilidade.³

A Diretiva 2011/85/UE do Conselho, de 8 de novembro, relativa aos requisitos aplicáveis aos quadros orçamentais dos Estados-Membros, estabeleceu a necessidade de se efetuar até ao final de 2012 uma avaliação da adequação das IPSAS aos Estados-Membros (n.º 3 do art.º 16º).

A lei que aprovou a estratégia e os procedimentos a adotar no âmbito da LEO refere que “no âmbito da assistência técnica prevista no PAEF, foi sugerido que fossem utilizados os princípios das IPSAS na apresentação de contas das entidades do sector público. De acordo com as instituições internacionais, a adoção destes princípios contabilísticos aumentaria a transparência na prestação de contas e a responsabilização. Contudo, o reporte de informação em base de caixa manter-se-ia como uma parte importante do processo de prestação de contas devido à necessidade de prever as necessidades de tesouraria e financiamento em termos globais”.⁴

A Comissão de Normalização Contabilística (CNC) está incumbida de realizar os trabalhos técnicos com vista à aprovação de um único Sistema de Normalização Contabilística Público (SNCP) adaptado às IPSAS e às leis nacionais em que estas matérias são reguladas.⁵ Por outro lado, compete ao Comité de Normalização Contabilística Público (que faz parte da comissão executiva da CNC) “emitir normas contabilísticas e normas interpretativas destinadas ao sector público, tendo por referência as IPSAS, bem como contribuir para o seu desenvolvimento, implementação e melhoria”.

No seu plano de atividades para 2014,⁶ a CNC definiu que nesse ano era expectável a conclusão dos trabalhos conducentes à preparação do Sistema de Normalização Contabilística aplicável às Administrações Públicas (SNC-AP), designadamente a preparação de um conjunto de normas de contabilidade e relato orçamental e financeiro com base nas IPSAS e outros normativos, nomeadamente o SNC. Importa assim assegurar a conclusão deste trabalho e proceder à sua implementação, que está previsto iniciar-se em 2016 com um projeto-piloto. A existência de informação contabilística numa base de acréscimo, harmonizada e disponível tempestivamente é um elemento indispensável à elaboração e acompanhamento das contas públicas em termos consolidados, fundamental para a elaboração e monitorização da estratégia orçamental.

O próximo passo a nível europeu: implementação das EPSAS

Um recente relatório da Comissão Europeia⁷ apontou diversas insuficiências das normas IPSAS, concluindo que estas não podem ser aplicadas nos Estados-Membros da UE tal como estão concebidas atualmente. Assim, a nível europeu, está em curso o desenvolvimento, a adoção e a aplicação das *European Public Sector Accounting Standards* (EPSAS). De acordo com o referido relatório, as EPSAS constituiriam um conjunto de normas de contabilidade harmonizadas do sector público mais adaptado às exigências específicas dos Estados-Membros da UE. A aplicação das EPSAS à escala da UE diminuiria a complexidade dos métodos e processos de compilação utilizados para transformar esses dados numa base semi-harmonizada e minimizaria os riscos no que diz respeito à fiabilidade dos dados comunicados pelos Estados-Membros e publicados pelo Eurostat.

Por fim, cabe referir que o facto de a CNC ter avançado no sentido de adaptação às IPSAS não implica que a futura adoção das EPSAS venha a comprometer o trabalho já realizado. Com efeito, o trabalho a desenvolver a nível nacional deverá facilitar a adoção das EPSAS, dado ser comumente reconhecido que as IPSAS constituem uma referência incontornável para o estabelecimento de contas harmonizadas do sector público na UE.

¹ Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho.

² Decreto-Lei n.º 232/97, de 3 de setembro.

³ Artigo 11.º da Lei n.º 41/2014, de 10 de julho, que procede à oitava alteração à Lei n.º 91/2011, de 20 de agosto.

⁴ Lei n.º 64-C/2011, de 30 de dezembro.

⁵ Nos termos do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 134/2012, de 29 de junho, que estabelece o regime jurídico da organização e funcionamento da Comissão de Normalização Contabilística.

⁶ Disponível em http://www.cnc.min-financas.pt/pdf/relatorios_planos/PA2014_Final_Assinado.pdf

⁷ COM (2013) 114 - "Report from the Commission to the Council and the European Parliament – Towards implementing harmonised public sector accounting standards in the Member States".

Quadro 9 – Medidas de consolidação orçamental na receita apresentadas na POE/2015

Rubrica	Descrição da medida	M€
Contribuições sociais	Efeito <i>carry-over</i> do aumento da contribuição para ADSE-SADs-ADM	75
	Alteração ao modelo de exploração de jogo	25
	Incremento de impostos específicos sobre o consumo	100
Outras receitas	Aumento da Contribuição sobre o Sector Bancário	31
	Alteração da Contribuição sobre o Serviço Rodoviário	160
	Outras medidas	50
Impactos da reversão de medidas	Resultado líquido da receita fiscal das medidas em despesas com pessoal e prestações sociais	83
	Resultado líquido da receita contributiva do empregado das medidas em despesas com pessoal	-21
Total		504

Fonte: MF – Relatório da POE/2015.

Quadro 10 – Medidas de consolidação orçamental na despesa apresentadas na POE/2015

Componente da despesa	Descrição da medida	M€
Despesas com pessoal	Impacto da alteração da política remuneratória	-199
	Redução de efetivos por aposentação	190
	Efeito <i>carry-over</i> da execução de programas de rescisão por mútuo acordo	65
	Utilização do sistema de requalificação de trabalhadores	58
	Outras medidas sectoriais	75
Prestações sociais	Extinção da Contribuição Extraordinária de Solidariedade (CES) (3,5%-10%)	-660
	Introdução de teto máximo sobre as prestações sociais	100
	Contribuição sobre as pensões mais elevadas	42
	Receitas adicionais no setor da saúde, nomeadamente na Indústria Farmacêutica	160
	Outras medidas sectoriais	13
Consumo intermédio	Redução da despesa em TIC	138
	Redução da despesa relativa a estudos, pareceres, projetos, consultoria e outros trabalhos especializados	179
	Outras medidas sectoriais	190
Subsídios	Redução das indemnizações compensatórias para o Sector Empresarial do Estado	85
	Outras medidas sectoriais	14
Investimento	n.d.	28
Outra despesa corrente	n.d.	51
Total		530

Fonte: MF – Relatório da POE/2015.

Quadro 11 – Medidas temporárias, medidas não recorrente e fatores especiais (em % do PIB)

	INE				CFP
	2010	2011	2012	2013	2014
Medidas temporárias ou não recorrentes <i>(impacto no saldo)</i>	-1,2	0,2	-0,1	0,3	-0,8
Receita	0,0	0,5	0,3	0,7	0,1
Receita de repatriamento de capitais	0,0		0,2		
Regime excecional de regularização de dívidas fiscais - IVA				0,1	
Regime excecional de regularização de dívidas fiscais - Out. Imp. Ind.				0,1	
Regime excecional de regularização de dívidas fiscais - IRS ; IRC				0,4	
Regime excecional de regularização de dívidas fiscais - IMI ; IMT				0,0	
Regime excecional de regularização de dívidas à segurança social				0,1	
Sobretaxa em sede de IRS relativos a rendimentos de 2011		0,5	0,1		
Indemnizações das rescisões por mútuo acordo					0,1
Despesa	1,3	0,3	0,3	0,4	1,0
Receita de concessões (abate à despesa de capital)	-0,1	0,0	-0,2		
Transferências de capital (Banca)	1,3	0,3	0,5	0,4	0,1
Pagamentos <i>one-off</i> à União europeia	0,1		0,1		
Indemnizações das rescisões por mútuo acordo					0,2
Financiamento ao Sector dos Transportes					0,7
Fatores especiais <i>(impacto no saldo)</i>	-1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
Receita					
Despesa	1,4	0,3	0,0	0,0	0,0
Entrega de submarinos	0,5				
Reclassificação de PPP	0,4	0,1			
Registo dívida Gov. Regional da Madeira	0,5				
Operações Madeira (Reclassificação da Via Madeira)		0,2			
Dívidas de contratos-programa e a clubes de futebol na RA Madeira		0,1			
Medidas Temporárias, não recorrentes e factores especiais	-2,6	-0,2	-0,1	0,3	-0,8

Fonte: MF. Cálculos CFP. | Nota: Os totais não correspondem necessariamente à soma das parcelas em percentagem do PIB devido a arredondamentos.

Quadro 12 – Previsões internacionais consideradas no cálculo das médias apresentadas no Quadro 8

	2014					2015					2016					2017		2018		2019
Instituição:	CE	OCDE	BdP	FMI	CE	CE	OCDE	BdP	FMI	CE	CE	OCDE	BdP	FMI	CE	CE	FMI	CE	FMI	FMI
Data:	out/14	nov/14	dez/14	dez/14	fev/15	out/14	nov/14	dez/14	dez/14	fev/15	out/14	nov/14	dez/14	dez/14	fev/15	out/14	dez/14	out/14	dez/14	dez/14
PIB (variação real, %)	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	1,5	1,3	1,5	1,2	1,6	1,7	1,5	1,6	1,3	1,7	1,7	1,4	1,7	1,6	1,6
Consumo privado	1,5	1,5	2,2	1,6	2,1	1,3	0,5	2,1	1,6	1,8	1,3	0,8	1,3	1,3	1,5	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1
Consumo público	-1,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,4	-1,5	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,4	0,5	0,0	0,2	0,3	1,0	0,5	1,0	1,0
Investimento (FBCF)	2,4	1,1	2,2	1,4	2,4	2,9	2,9	4,2	1,8	2,9	3,5	3,4	3,5	2,2	3,1	4,0	2,4	4,1	2,7	3,0
Exportações	3,9	3,1	2,6	3,5	3,8	5,5	5,3	4,2	4,5	5,0	5,3	5,8	5,0	4,5	5,4	5,1	4,5	5,0	4,7	4,7
Importações	4,4	5,6	6,3	4,5	5,9	4,6	3,0	3,1	4,4	4,9	4,7	4,6	4,7	4,4	4,8	4,7	4,4	4,6	4,2	4,2
Contributos para a variação real do PIB (p.p.)																				
Procura interna	1,1	1,7	2,3	1,3	1,8	1,0	0,4	1,1	1,1	1,6	1,4	0,9	1,5	1,2	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Exportações líquidas	-0,2	-0,9	-1,5	-0,4	-0,8	0,4	0,9	0,4	0,0	0,1	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	0,2
Evolução dos preços (variação, %)																				
IPC	0,0		-0,1	0,0	-0,2	0,4		0,7	0,4	0,1	0,7		1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,5	1,4	1,5
Deflator do PIB	0,6	0,9		1,2	1,0	0,6	0,7		1,0	1,0	1,2	0,9		1,3	1,4	1,8	1,4	1,9	1,7	1,4
Mercado de trabalho (variação, %)																				
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	14,4	13,7		13,8	14,2	13,5	12,8		12,7	13,4	12,8	12,4		12,2	12,6	12,0	11,6	11,4	11,1	10,5
Emprego	2,0	1,9		2,3	1,8	0,8	0,9		0,8	0,7	0,9	0,6		0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Remunerações		-1,2					1,1					1,0								
Produtividade aparente do trabalho	0,7	-0,2		-1,4		0,8	1,0		0,3		0,9	1,8		0,7		1,1	0,8	1,3	1,0	1,0
Cap. líq. de financiamento face ao exterior (% PI)	2,0		2,6	2,1	1,3	2,1		2,8	1,8	2,0	2,2		2,9	1,6	2,2	2,3	1,6	2,2	1,7	1,9
Balança corrente	0,3	-0,4		0,6	-0,2	0,5	0,4		0,4	0,4	0,5	0,9		0,2	0,6	0,6	0,2	0,5	0,4	0,6
Balança de bens	-3,5			-4,2	-4,1	-3,3			-4,0	-3,7	-3,1			-4,2	-3,5	-3,0	-4,3	-3,0	-4,4	-4,5
Balança de capital																				
Enquadramento externo																				
Procura externa relevante (variação, %)			3,5					3,7					4,9							
Preço do petróleo Brent (USD)			101,2					85,6					88,5							
Taxa de juro de curto prazo (%)			0,2					0,1					0,1							
Taxa de juro longo prazo (%)																				
Taxa de câmbio EUR-USD			1,33					1,25					1,25							
Por memória:																				
PIB nominal (mil M€)	168,4	174,1		174,6		171,8	177,6		178,5		176,8	181,8		183,2		183,0	188,3	189,6	194,5	200,3
Saldo orçamental (% PIB)	-10,0	-4,9		-3,9	-4,6	-2,5	-2,9		-3,4	-3,2	-2,0	-2,3		-3,3	-2,8	-1,7	-3,0	-1,3	-2,8	-2,6
Dívida Pública (% PIB)	131,3	127,2		127,8	128,9	130,0	128,1		125,7	124,5	128,8	127,6		125,5	123,5	126,4	125,0	124,3	124,1	123,3

Fontes: Comissão Europeia - European Economic Forecast Autumn 2014, November 2014; OECD Economic Outlook No. 96, November 2014; Banco de Portugal - Boletim Económico - Dezembro de 2014; Fundo Monetário Internacional, First Post-Program Monitoring Discussions - Staff Report, IMF Country Report No. 15/21, December 2014;

LISTA DE ABREVIATURAS

Abreviaturas	Significado
AC	Administração Central
ADM	Assistência na Doença aos Militares das Forças Armadas
ADSE	Proteção Social aos Funcionários e Agentes da Administração Pública
AMECO	<i>Annual macro-economic database of the European Commission</i>
AP	Administrações Públicas
BANIF	Banco Internacional do Funchal
BdP	Banco de Portugal
BCE	Banco Central Europeu
BCP	Banco Comercial Português
BPN	Banco Português de Negócios
CARRIS	Companhia Carris de Ferro de Lisboa, S.A.
cb	Cenário Base
CE	Comissão Europeia
CES	Contribuição Extraordinária de Solidariedade
CFP	Conselho das Finanças Públicas
CGA	Caixa Geral de Aposentações
CNC	Comissão de Normalização Contabilística
Ctvh	Contributo para a taxa de variação homóloga
DEB	Dívida Externa Bruta
DEL	Dívida Externa Líquida
DEO	Documento de Estratégia Orçamental
DGO	Direção-Geral do Orçamento
ECB	<i>European Central Bank</i>
ECOFIN	<i>Economic and Financial Affairs Council</i>
EPNR	Entidades Públicas Não Reclassificadas
EPR	Entidades Públicas Reclassificadas
EPSAS	<i>European Public Sector Accounting Standards</i>
EUROSTAT	<i>Statistical Office of the European Union</i>
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FMI	Fundo Monetário Internacional
q	Taxa de crescimento nominal
IFA	<i>International Federation of Accountants</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E.
IHPC	Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
IMI	Imposto Municipal Sobre Imóveis
IMT	Imposto Municipal Sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis
INE	Instituto Nacional de Estatística
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IPSAS	<i>International Public Sector Accounting Standards</i>
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IREF	Iniciativa para o Reforço da Estabilidade Financeira
IRS	Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares
ISE	Instrumentos de capital elegíveis para Core Tier 1
IVA	Imposto sobre o Valor Acrescentado
LEO	Lei de Enquadramento Orçamental
M€	Milhões de Euros
MF	Ministério das Finanças
MLSA	<i>Minimum Linear Structural Adjustment</i>
NATO	<i>North Atlantic Treaty Organization</i>
n.d.	Não disponível
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
OMP	Objetivo de Médio Prazo

Abreviaturas	Significado
ONU	Organização das Nações Unidas
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PARVALOREM	Parvalorem, S.A.,
PDE	Procedimento por Défices Excessivos
PE	Programa de Estabilidade
PEC	Pacto de Estabilidade e Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
POCP	Plano Oficial de Contabilidade Pública
POE	Proposta de Orçamento do Estado
p.p.	Pontos percentuais
PPP	Parcerias Público Privadas
r	Taxa de juro implícita
SAD	Serviços de Assistência na Doença (da GNR e da PSP)
SEC	Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais
SIGO	Sistema de Informação de Gestão Orçamental
SMP	<i>Securities Markets Programme</i>
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
SNCP	Sistema de Normalização Contabilística Público
SNS	Serviço Nacional de Saúde
STCP	Sociedade de Transportes Colectivos do Porto, S.A.
TAA	Taxa acordada anualizada
TIC	Tecnologia de Informação e Comunicação
UE	União Europeia
UNESCO	<i>United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization</i>
USD	Dólares americanos
WEO	<i>World Economic Outlook</i>



Conselho das Finanças Públicas
Praça de Alvalade, n.º 6 – 10.º, 1700-036 Lisboa, Portugal
TEL +351 211 024 400 | FAX +351 211 021 870
www.cfp.pt