



# STABILITY PROGRAMME 2021-2025



REPÚBLICA  
PORTUGUESA

XXII GOVERNO CONSTITUCIONAL

Prepared based on data as of April 14<sup>th</sup>, 2021

© **MINISTRY OF FINANCE**

Av.<sup>a</sup> Infante D. Henrique, 1

1149-009 LISBOA

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

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

## CONTENTS

FOREWORD .....	5
Annex 1- Report Tables .....	7
Annex 2 - Assessment by the Public Finance Council of the underlying Macroeconomic forecasts of the Stability Programme 2021-2025 .....	15

## TABLES

Table A1. 1. Macroeconomic prospects .....	7
Table A1. 2. Prices .....	7
Table A1. 3. Labour market developments .....	7
Table A1. 4. Sectorial balances .....	8
Table A1. 5. General government budgetary prospects .....	8
Table A1. 6. No-policy change projections .....	9
Table A1. 7. Amounts to be excluded from the expenditure benchmark .....	9
Table A1. 8. General government by function .....	9
Table A1. 9. General government debt developments .....	10
Table A1. 10. Cyclical developments .....	10
Table A1. 11 Divergence from previous update .....	11
Table A1. 12 Long-term sustainability of public finances .....	11
Table A1. 13 Contingent liabilities .....	12
Table A1. 14 Basic assumptions .....	12
Table A1. 15 Stock of guarantees adopted/announced at 2020 according to the Programme ....	12
Table A1. 16 Discretionary measures adopted/announced according to the Programme .....	13
Table A1. 17 RRF impact on programme's projections - GRANTS .....	14
Table A1. 18 RRF impact on programme's projections – LOANS .....	14



## FOREWORD

The pandemic crisis that hit Europe in the first quarter of 2020 has compelled the Portuguese Government to take an unprecedented set of public health measures that took a toll on economic activity. The successive pandemic waves that followed led to a strong lockdown in the first quarter of 2021, with several restrictive measures still in place during the second quarter.

The unexpected lockdown in the first quarter of this year led us to revise downwards the pace of economic recovery predicted in the 2021 State Budget. Nevertheless, with the successful unfolding of the vaccination campaigns, we expect a strong economic rebound in the second half of this year. Moreover, this Stability Programme predicts an accumulated GDP growth of around 9.1% in 2021-2022 – 4% in 2021 and 4.9% in 2022 –, such that in 2022 GDP will surpass its pre-pandemic level.

In this context, the 2021 Stability Programme sets the scene for an environment that provides the conditions for a robust economic and social recovery. A framework based on the strong impulse coming from the Recovery and Resilience Plan (RRP) that will promote both public and private investment and the creation of jobs. At the end of 2025, GDP is expected to be around 3.5% higher than it would be in a scenario without the RRP. In what concerns fiscal policy, stability is guaranteed in terms of the main tax aggregates, with the priority being growth-enhancing policies. In total, the RRP and the relaunching measures should amount to 17 billion euros in the projection horizon of this Stability Programme.

The responsible pursue of sound public finances in the last years has allowed Portugal to face this pandemic with resilience and respond in a robust manner, without parallel in recent economic crisis. The Portuguese Government has put at households and firms' disposal a vast number of support measures aiming at protecting companies' activity, secure jobs and support families. The very small increase in the unemployment rate, from 6.5% in 2019 to 6.8% in 2020, reflects the success of the emergency measures adopted.

With the pandemic under control and the economic recovery underway, we now predict a transition from emergency measures to economic stimulus policies –namely the RRP investments – that foster the rapid rebound of economic activity. At the same time, we must ensure the conditions necessary to pay particular attention to those hardest hit by the crisis, and to ensure a response to the social effects of the pandemic, namely by restoring the national health system capability and by recovering learning losses in the education sector.

The Portuguese economy has also benefited from favourable financing conditions in the financial markets, a result that benefits both households and firms, and shields the stability of our financial sector. In January 2021, for the first time in the Portuguese history, the country managed to issue 10y bonds at a negative yield.

This Stability Programme does not lose sight of the importance of sound public finances and medium-term sustainability, of maintaining the country's external credibility and ensuring a sustainable and robust economic

recovery. In 2021, in light of the extensive temporary emergency measures, we predict the headline deficit to reach 4.5%. In 2022, the deficit will fall by 1.3 pp, benefitting from economic developments, but still affected by the legacy of the crisis. In 2023, the deficit will fall below 3% and decrease until the end of the projection horizon. In the same vein, the debt ratio is expected to resume its downward path already this year and fall below the 2019 level in 2024.

Finally, we must highlight that the 2021 Stability Programme is presented in a highly uncertain environment, both in terms of the pandemic's future evolution and its impact on severely hit economic sectors. It is therefore of utmost importance that Governments in Europe and beyond keep fiscal policy agile in the short-term, maintaining their capability to support economic activity and social conditions, within a framework of fiscal soundness, while promoting a green and sustainable recovery that leaves no one behind.



## Annex 1- Report Tables

Table A1. 1. Macroeconomic prospects

	ESA Code	2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025
		Level (10 <sup>6</sup> euros)						
1. Real GDP	B1*g	188 080,4	-7,6	4,0	4,9	2,8	2,4	2,2
2. Nominal GDP	B1*g	202 465,7	-5,4	5,4	6,2	4,3	3,9	3,7
<b>Components of real GDP</b>								
3. Private final consumption expenditure	P.3	123 484,1	-5,9	2,8	3,7	2,2	2,1	2,1
4. Government final consumption expenditure	P.3	33 436,3	0,4	1,7	1,5	1,2	1,1	1,0
5. Gross fixed capital formation	P.51	35 343,0	-1,9	4,0	8,0	8,6	6,3	5,7
6. Changes in inventories and net acquisition of valuables (% of GDP)	P.52 + P.53	390,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
7. Exports of goods and services	P.6	71 586,1	-18,6	8,7	7,9	5,1	4,8	4,6
8. Imports of goods and services	P.7	76 163,7	-12,0	5,4	6,0	6,0	5,6	5,4
<b>Contributions to real GDP growth</b>								
9. Final domestic demand		-	-4,6	2,9	4,2	3,2	2,8	2,6
10. Changes in inventories and net acquisition of valuables	P.52 + P.53	-	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
11. External balance of goods and services	B.11	-	-2,9	1,1	0,7	-0,4	-0,4	-0,4

Source: Ministry of Finance

Table A1. 2. Prices

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1. GDP deflator	2,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
2. Private consumption deflator	0,9	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
3. HICP <sup>1</sup>	-0,1	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5
4. Public consumption deflator	4,8	0,8	1,1	1,3	1,3	1,3
5. Investment deflator	1,3	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2
6. Export price deflator (goods and services)	-2,0	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1
7. Import price deflator (goods and services)	-3,6	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1

<sup>1</sup> Optional for stability programmes.

Source: Ministry of Finance

Table A1. 3. Labour market developments

	ESA Code	2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025
		Level						
1. Employment, persons <sup>1</sup>		4 865,7	-1,7	0,2	1,1	0,8	0,8	0,8
2. Employment, hours worked <sup>2</sup>								
3. Unemployment rate <sup>3</sup> (%)		-	6,8	7,3	6,7	6,4	6,0	5,8
4. Labour productivity, persons <sup>3</sup> (10 <sup>3</sup> euros)		38,7	-5,9	3,8	3,8	2,0	1,6	1,4
5. Labour productivity, hours worked <sup>5</sup>								
6. Compensation of employees (10 <sup>6</sup> euros)	D.1	97 331,3	1,1	2,8	3,7	3,8	3,4	3,3
7. Compensation per employee		23,2	2,8	2,5	2,6	2,9	2,6	2,5

<sup>1</sup> Occupied population, domestic concept national accounts definition.

<sup>2</sup> National accounts definition.

<sup>3</sup> Harmonised definition, Eurostat; levels.

<sup>4</sup> Real GDP per person employed.

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 4. Sectorial balances**

% of GDP	ESA	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>1. Net lending/net borrowing vis-à-vis the rest of the world</b>	B.9	0,1	2,1	3,4	3,4	3,0	2,6
of which:							
- Balance of goods and services		-2,0	-0,7	0,1	-0,2	-0,4	-0,8
- Balance of primary incomes and transfers		0,9	0,7	0,5	0,6	0,5	0,7
- Capital account		1,2	2,2	2,9	3,0	2,9	2,6
<b>2. Net lending/net borrowing of the private sector</b>	B.9	5,8	6,6	6,7	5,6	4,5	3,6
<b>3. Net lending/net borrowing of general government</b>	EDP B.9	-5,7	-4,5	-3,2	-2,2	-1,6	-1,1
<b>4. Statistical discrepancy</b>							

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 5. General government budgetary prospects**

	ESA Code	2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025
		Level	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP
<b>Net lending (+) / net borrowing (-) (B.9) by sub-sector</b>								
<b>1. General government</b>	S.13	-11 501,1	-5,7	-4,5	-3,2	-2,2	-1,6	-1,1
<b>2. Central government</b>	S.1311	-13 393,7	-6,6					
<b>3. State government</b>	S.1312	-	-	-	-	-	-	-
<b>4. Local government</b>	S.1313	-176,0	-0,1					
<b>5. Social security funds</b>	S.1314	2 068,6	1,0					
<b>General government (S13)</b>								
<b>6. Total revenue</b>	TR	86 586,6	42,8	43,6	42,2	42,2	42,0	41,9
<b>7. Total expenditure<sup>1</sup></b>	TE	98 087,7	48,4	48,1	45,4	44,4	43,6	43,0
<b>8. Net lending/borrowing</b>	B.9	-11 501,1	-5,7	-4,5	-3,2	-2,2	-1,6	-1,1
<b>9. Interest expenditure</b>	D.41	5 786,3	2,9	2,6	2,4	2,2	1,9	1,8
<b>10. Primary balance<sup>2</sup></b>	B.9+D.41	-5 714,8	-2,8	-1,9	-0,8	0,1	0,3	0,7
<b>11. One-off and other temporary measures<sup>3</sup></b>		-1 337,4	-0,7	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Selected components of revenue</b>								
<b>12. Total Taxes (12=12a+12b+12c)</b>		49 236,2	24,3	23,7	23,2	23,1	23,2	23,2
<b>12a. Taxes on production and imports</b>	D.2	29 157,1	14,4	14,2	13,9	13,8	13,8	13,8
<b>12b. Current taxes on income, wealth, etc</b>	D.5	20 081,0	9,9	9,5	9,3	9,3	9,4	9,4
<b>12c. Capital taxes</b>	D.91	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>13. Social contributions</b>	D.61	25 566,4	12,6	12,3	12,0	11,9	11,9	11,9
<b>14. Property income</b>	D.4	1 460,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
<b>15. Other<sup>4</sup></b>		10 321,4	5,1	6,9	6,3	6,4	6,2	6,1
<b>16=6. Total revenue</b>	TR	86 586,6	42,8	43,6	42,2	42,2	42,0	41,9
<b>p.m.: Tax burden (D.2+D.5+D.61+D.91-D.995)<sup>5</sup></b>		70 024,4	34,6	33,7	33,0	33,0	33,1	33,2
<b>Selected components of expenditure</b>								
<b>17. Compensation of employees + intermediate consumption</b>	D.1+P.2	35 050,3	17,3	17,2	16,5	16,3	16,2	16,1
<b>17a. Compensation of employees</b>	D.1	23 743,7	11,7	11,5	11,2	11,1	11,0	10,9
<b>17b. Intermediate consumption</b>	P.2	11 306,5	5,6	5,6	5,3	5,2	5,2	5,2
<b>18. Social payments (18=18a+18b)</b>		40 111,4	19,8	19,6	18,7	18,5	18,4	18,3
<b>of which Unemployment benefits<sup>6</sup></b>		1 515,2	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
<b>18a. Social transfers in kind - purchased market production</b>	D.6311, D.63121, D.63131	3 923,6	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8
<b>18b. Social transfers other than social transfers in kind</b>	D.62	36 187,8	17,9	17,6	16,8	16,7	16,5	16,4
<b>19=9. Interest expenditure</b>	D.41	5 786,3	2,9	2,6	2,4	2,2	1,9	1,8
<b>20. Subsidies</b>	D.3	3 596,4	1,8	2,1	0,5	0,5	0,4	0,4
<b>21. Gross fixed capital formation</b>	P.51g	4 454,9	2,2	2,6	3,3	3,6	3,6	3,5
<b>22. Capital transfers</b>	D.9	3 900,1	1,9	1,4	1,4	0,9	0,8	0,7
<b>23. Other<sup>7</sup></b>		5 188,4	2,6	2,6	2,6	2,3	2,3	2,2
<b>24=7. Total expenditure</b>	TE	98 087,7	48,4	48,1	45,4	44,4	43,6	43,0
<b>p.m.: Government final consumption expenditure (nominal)</b>	P.3	37 890,7	18,7	18,2	17,6	17,3	17,0	16,8

<sup>1</sup> TR = B.9.

<sup>2</sup> The primary balance is calculated as B.9 (item 4) plus D.41 (item 5).

<sup>3</sup> A plus sign means deficit-reducing one-off measures.

<sup>4</sup> P.11 + P.12 + P.131 + D.39rec + D.7rec + D.9rec (other than D.91).

<sup>5</sup> Including those collected by the EU and including na adjustment for uncollected taxes and social contributions (D.995), if appropriate.

<sup>6</sup> Includes social benefits other than social transfers in kind (D.62) and social transfers in kind via market producers (D.632) related to unemployment benefits.

<sup>7</sup> D29pay+D4pay (other than D41pay) + D5pay + D7pay + F52 + F53 +NP + D8.

Source: Ministry of Finance



**Table A1. 6. No-policy change projections <sup>1</sup>**

	2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Level	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP
<b>1. Total revenue at unchanged policies</b>	86 586,6	42,8	43,4	41,1	41,1	41,2	41,3
<b>2. Total expenditure at unchanged policies</b>	98 087,7	48,4	47,9	44,3	43,6	43,3	43,0

<sup>1</sup> The projections shall start at the time when the Stability or Convergence Programme is drafted (please indicate the cut-off date) and show revenue and expenditure trends under a no-policy change assumption. Therefore, figures for X-1 should correspond to actual data for revenue and expenditure.

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 7. Amounts to be excluded from the expenditure benchmark <sup>1</sup>**

	2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Level	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP	% GDP
<b>1. Expenditure on EU programmes fully matched by EU funds revenue</b>	1 517,7	0,7	2,0	2,0	2,2	2,1	1,9
1.a) of which investments fully matched by EU funds revenue	608,3	0,3	0,6	1,5	1,7	1,5	1,3
<b>2. Cyclical unemployment benefit expenditure<sup>1</sup></b>	-126,5	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>3. Effect of discretionary revenue measures<sup>2</sup></b>	-90,5	0,0	1,8	-0,2	0,3	-0,2	-0,1
<b>4. Revenue increases mandated by law</b>	-	-	-	-	-	-	-

<sup>1</sup> Please detail the methodology used to obtain the cyclical component of unemployment benefit expenditure. It should build on unemployment benefit expenditure as defined in COFOG under the code 10.5.

<sup>2</sup> Revenue increases mandated by law should not be included in the effect of discretionary revenue measures; data reported in rows 3 and 4 should be mutually exclusive.

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 8. General government by function**

	COFOG code	2017	2018	2019
1. General public services	1	7,6	7,1	6,7
2. Defence	2	0,9	0,9	0,8
3. Public order and safety	3	1,7	1,7	1,7
4. Economic affairs	4	5,3	3,8	3,6
5. Environmental protection	5	0,6	0,6	0,6
6. Housing and community amenities	6	0,4	0,5	0,5
7. Health	7	6,2	6,5	6,6
8. Recreation, culture and religion	8	0,8	0,9	0,9
9. Education	9	4,6	4,4	4,4
10. Social protection	10	17,2	16,9	16,9
11. Total expenditure (=item 3 =22 in Table 2a)	TE	45,4	43,2	42,5

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 9. General government debt developments**

% of GDP	ESA Code	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>1. Gross debt<sup>1</sup></b>		133,6	128,0	123,0	120,7	117,1	114,3
<b>2. Change in gross debt ratio</b>		16,8	-5,6	-5,0	-2,3	-3,6	-2,8
<b>Contributions to changes in gross debt</b>							
<b>3. Primary balance<sup>2</sup></b>	B.9+D.41	2,8	1,9	0,8	-0,1	-0,3	-0,7
<b>4. Interest expenditure<sup>3</sup></b>	D.41	2,9	2,6	2,4	2,2	1,9	1,8
<b>5. Stock-flow adjustment</b>		4,5	-3,2	-0,7	0,6	-0,6	0,2
<i>of which:</i>							
- Differences between cash and accruals <sup>4</sup>							
- Net accumulation of financial assets <sup>5</sup>							
<i>of which:</i>							
- Privatisation proceeds							
- Valuation effects and other <sup>5</sup>							
<b>p.m.: Implicit interest rate on debt<sup>4</sup></b>		2,3	2,0	2,0	1,9	1,6	1,6
<b>Other relevant variables</b>							
<b>6. Liquid financial assets<sup>5</sup></b>							
<b>7. Net financial debt (7=1-6)</b>							
<b>8. Debt amortization (existing bonds) since the end of previous year</b>							
<b>9. Percentage of debt denominated in foreign currency</b>							
<b>10. Average maturity</b>							

<sup>1</sup> As defined in amended Regulation 479/2009.

<sup>2</sup> Cf. Item 6 in Table 2a.

<sup>3</sup> Cf. Item 5=17 in Table 2a.

<sup>4</sup> Proxied by interest expenditure divided by the debt level of the previous year.

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 10. Cyclical developments**

% of GDP	ESA Code	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>1. Real GDP growth (%)</b>		-7,6	4,0	4,9	2,8	2,4	2,2
<b>2. Net lending of general government</b>	B.9	-5,7	-4,5	-3,2	-2,2	-1,6	-1,1
<b>3. Interest expenditure</b>	D.41	2,9	2,6	2,4	2,2	1,9	1,8
<b>4. One-off and other temporary measures<sup>1</sup></b>		-0,7	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
<i>of which:</i>							
- One-offs on the revenue side: general government		0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
- One-offs on the expenditure side: general government		-0,7	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>5. Potential GDP growth (%)</b>		1,3	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2
<i>contributions:</i>							
- labour							
- capital							
- total factor productivity							
<b>6. Output gap</b>		-5,5	-3,4	-0,6	0,3	0,6	0,6
<b>7. Cyclical budgetary component</b>		-3,0	-1,8	-0,3	0,2	0,3	0,3
<b>8. Cyclically-adjusted balance (2 - 7)</b>		-2,7	-2,6	-2,9	-2,3	-1,9	-1,4
<b>9. Cyclically-adjusted primary balance (8 + 3)</b>		0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,4
<b>10. Structural balance (8 - 4)</b>		-2,1	-2,9	-2,8	-2,3	-1,9	-1,4

<sup>1</sup> A plus sign means deficit-reducing one-off measures.

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 11 Divergence from previous update**

% of GDP	ESA Code	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Real GDP growth (%)</b>							
Previous update		-	-	-	-	-	-
Current update		-7,6	4,0	4,9	2,8	2,4	2,2
Difference		-	-	-	-	-	-
<b>General government net lending (% of GDP)</b>	<b>EDP B.9</b>						
Previous update		-	-	-	-	-	-
Current update		-5,7	-4,5	-3,2	-2,2	-1,6	-1,1
Difference		-	-	-	-	-	-
<b>General Government gross debt (% of GDP)</b>							
Previous update		-	-	-	-	-	-
Current update		133,6	128,0	123,0	120,7	117,1	114,3
Difference		-	-	-	-	-	-

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 12 Long-term sustainability of public finances**

% of GDP	2019	2030	2040	2050	2060	2070
<b>Total expenditure</b>						
Of which: <b>age-related expenditures</b>	<b>23,1</b>	<b>24,8</b>	<b>25,8</b>	<b>24,8</b>	<b>22,9</b>	<b>21,8</b>
Pension expenditure	12,7	14,2	14,4	12,6	10,5	9,5
Health care	5,7	6,3	6,8	7,2	7,4	7,3
Long-term care	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	0,8
Education expenditure	4,3	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1
Other age-related expenditures	-	-	-	-	-	-
Interest expenditures						
<b>Total revenue</b>						
Of which: property income						
Of which: from pensions contributions (or social contributions if appropriate)	<b>13,3</b>	<b>14,1</b>	<b>13,3</b>	<b>11,6</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>
Pension reserve fund assets						
Of which: consolidated public pension fund assets (assets other than government liabilities)						
<b>Systemic pension reforms<sup>1</sup></b>						
Social contributions diverted to mandatory private scheme <sup>2</sup>	-	-	-	-	-	-
Pension expenditure paid by mandatory private scheme <sup>3</sup>	-	-	-	-	-	-
<b>Assumptions</b>						
Labour productivity	0,5	1,4	2,1	2,0	1,8	1,5
Real GDP growth	2,2	0,7	1,2	1,3	1,4	1,2
Participation rate males (aged 20-64)	84,9	85,4	85,5	86,2	86,5	87,1
Participation rate females (aged 20-64)	78,3	80,7	81,8	83,5	84,0	84,5
Total participation rate (aged 20-64)	81,4	83,0	83,5	84,8	85,2	85,7
Unemployment rate	6,4	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Population aged 65+ over total population	22,0	26,5	30,9	33,7	33,4	33,1

<sup>1</sup> Systemic pension reforms refer to pension reforms that introduce a multi-pillar system that includes a mandatory fully funded pillar.

<sup>2</sup> Social contributions or other revenue received by the mandatory fully funded pillar to cover for the obligations it acquired in conjunction with the systemic reform.

<sup>3</sup> Pension expenditure or other social benefits paid by the mandatory fully funded pillar linked to the pension obligations it acquired in conjunction with the systemic pension reform.

Source: Ministry of Finance



# STABILITY PROGRAMME 2021-2025

**Table A1. 13 Contingent liabilities**

% of GDP	2020	2021
<b>Public guarantees</b>	9,68%	11,88%
<i>Of which: linked to the financial sector</i>	0,01%	0,01%

\*This figure refers to the guarantees granted by the Portuguese State to SOFID, the development finance society.

Note: includes guarantees granted to the Public Administrations

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 14 Basic assumptions**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Short-term interest rate <sup>1</sup> (annual average)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2
Long-term interest rate (annual average)	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2
US\$/€ exchange rate (annual average)	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Nominal effective exchange rate	1,7	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Exchange rate vis-à-vis the € (annual average) (for countries not in euro area or ERM II)	-	-	-	-	-	-
World excluding EU, GDP growth	-2,9	5,0	4,5	4,2	4,2	4,2
EU GDP growth	-7,4	4,1	3,3	2,5	2,0	1,6
Growth of relevant foreign markets	-9,5	7,9	6,4	4,4	3,9	3,6
World import volumes, excluding EU	-10,0	6,1	3,9	3,7	3,7	3,7
Oil prices (Brent, USD/barrel)	43,2	58,5	54,8	52,5	51,3	50,7

<sup>1</sup> If necessary, purely technical assumptions.

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 15 Stock of guarantees adopted/announced at 2020 according to the Programme**

	Measures	Date of adoption	Maximum amount of contingent liabilities <sup>1</sup> (% of GDP)	Estimated take-up (% of GDP)	
In response to COVID-19	COVID 19 Capitalizer Programme 2018	12/03/2020	0,15%	0,13%	
	COVID 19 Economy Support	30/03/2020	2,47%	2,40%	
	Invests RAM COVID 19	27/04/2020	0,04%	0,03%	
	Specific Line COVID 19 - Azores	04/06/2020	0,06%	0,06%	
	COVID 19 financial guarantees	29/07/2020	0,03%	0,03%	
	LAE COVID 19 MPE	06/08/2020	0,42%	0,36%	
	Support Madeira 2020	03/09/2020	0,01%	0,00%	
	COVID-19 Social Sector Support	14/09/2020	0,07%	0,05%	
	COVID 19 Economy Support - Exporters	18/01/2021	0,10%	0,10%	
	COVID 19 Economy Support- Events	18/01/2021	0,00%	0,00%	
	COVID 19 Economy Support- Travel Agencies and Tour Operators	23/02/2021	0,04%	0,00%	
	Pan European Guarantee Fund (EGF)	24/08/2020	0,11%		
	Instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE)	18/09/2020	0,17%		
	Subtotal		3,67%	3,16%	
Others <sup>2</sup>	Public Companies		0,56%	-0,03%	
	Other		0,60%	-0,05%	
	Portfolio Guarantee BEI		0,00%	-1,31%	
	Subtotal		1,16%	-1,40%	
	<b>Total</b>		<b>4,83%</b>	<b>1,76%</b>	

<sup>1</sup> Any possible budgetary impact related to the call of those guarantees should be provided in the table on the discretionary measures in the SCP.

<sup>2</sup> Date of reference: 31/12/2020. Estimated take-up amounts refer to net changes from 31/12/2019 to 31/12/2020.

Note: guarantees presented exclude Public Administrations.

Source: Ministry of Finance





**Table A1. 17 RRF impact on programme's projections - GRANTS**

Revenue from RRF grants (% of GDP)						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>RRF GRANTS as included in the revenue projections</b>		0,3	1,3	1,5	1,3	1,1
<b>Cash disbursements of RRF GRANTS from EU</b>		0,6	1,2	1,5	1,3	1,1

Expenditure financed by RRF grants (% of GDP)						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Compensation of employees D.1		-	-	-	-	-
Intermediate consumption P.2		0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Social payments D.62+D.632		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Interest expenditure D.41		-	-	-	-	-
Subsidies, payable D.3		0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Current transfers D.7		-	-	-	-	-
<b>TOTAL CURRENT EXPENDITURE</b>		<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Gross fixed capital formation P.51g</b>		<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
<b>Capital transfers D.9</b>		<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>TOTAL CAPITAL EXPENDITURE</b>		<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>

Other costs financed by RRF grants (% of GDP) <sup>1</sup>						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Reduction in tax revenue</b>		-	-	-	-	-
<b>Other costs with impact on revenue</b>		-	-	-	-	-
<b>Financial transactions</b>		-	-	-	-	-

<sup>1</sup> This covers costs that are not recorded as expenditure in national accounts

Source: Ministry of Finance

**Table A1. 18 RRF impact on programme's projections – LOANS**

Cash flow from RRF loans projected in the programme (% of GDP)						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Disbursements of RRF LOANS from EU</b>		0,66	0,21	0,13	0,11	0,08
<b>Repayments of RRF LOANS to EU</b>						

Expenditure financed by RRF loans (% of GDP)						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Compensation of employees D.1	-	-	-	-	-	-
Intermediate consumption P.2	-	-	-	-	-	-
Social payments D.62+D.632	-	-	-	-	-	-
Interest expenditure D.41	-	-	-	-	-	-
Subsidies, payable D.3	-	-	-	-	-	-
Current transfers D.7	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL CURRENT EXPENDITURE</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Gross fixed capital formation P.51g</b>		0,08	0,05	0,10	0,12	0,11
<b>Capital transfers D.9</b>	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL CAPITAL EXPENDITURE</b>		<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>

Other costs financed by RRF loans (% of GDP) <sup>1</sup>						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Reduction in tax revenue</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Other costs with impact on revenue</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Financial transactions</b>	-	0,61	0,11	0,00	0,00	0,00

<sup>1</sup> This covers costs that are not recorded as expenditure in national accounts

Source: Ministry of Finance

Annex 2 - Assessment by the Public Finance Council of the underlying  
Macroeconomic forecasts of the Stability Programme 2021-2025



Conselho das Finanças Públicas  
*Portuguese Public Finance Council*

# Previsões macroeconómicas subjacentes ao Programa de Estabilidade 2021-2025

14 de abril de 2021



Parecer  
n.º 01/2021



---

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).

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 Parecer foi elaborado com base na informação disponível até ao dia 12 de abril de 2021.



## INTRODUÇÃO

Este Parecer incide sobre as previsões macroeconómicas subjacentes à proposta de Programa de Estabilidade 2021-2025 (PE/2021), enquadrando-se no “[Protocolo entre o Ministério das Finanças e o Conselho das Finanças Públicas sobre a elaboração de parecer relativo às previsões macroeconómicas subjacentes ao Programa de Estabilidade e à Proposta de Orçamento do Estado](#)”, celebrado a 6 de fevereiro de 2015.

De acordo com o estabelecido no referido Protocolo, o Governo comunicou formalmente ao Conselho das Finanças Públicas (CFP) no dia 22 de fevereiro que o PE/2021 seria apresentado à Assembleia da República no dia 15 de abril (dia “D” para efeitos do calendário incluído na secção 5 do Protocolo).

A 31 de março o Ministério das Finanças (MF) remeteu ao CFP a primeira versão das previsões macroeconómicas num cenário de políticas invariantes e as respetivas previsões no cenário programático, isto é, considerando o impacto das medidas de política previstas pelo Governo no PE/2021. No dia 5 de abril decorreu uma reunião entre as equipas do MF e do CFP, na qual a primeira fez uma apresentação sumária dos dois cenários (de políticas invariantes e programático) e das medidas então subjacentes ao cenário programático. O CFP solicitou a 7 de abril esclarecimentos adicionais sobre o detalhe das medidas consideradas, bem como os pressupostos adotados pelo MF quanto à natureza do julgamento implícito nas previsões e nas trajetórias das principais variáveis do cenário.

O MF comunicou ao CFP, a 9 de abril, que a versão final do cenário macroeconómico programático a ser considerado se mantinha a de 31 de março e enviou a 12 de abril um conjunto de argumentos que respondem parcialmente ao solicitado pelo CFP. Este Parecer incide sobre os valores considerados pelo MF para as hipóteses externas e técnicas, assim como para as previsões macroeconómicas subjacentes a esse cenário. O Quadro 1 apresenta os principais indicadores que resultam da informação mais recente transmitida pelo MF ao CFP até à data de fecho deste Parecer.

A metodologia e o processo de análise utilizados neste Parecer estão descritos no Protocolo acima referido. Para proceder à análise das previsões macroeconómicas subjacentes ao PE/2021 o CFP recorreu aos seguintes meios:

- a) Análise das previsões pelos técnicos do CFP;
- b) Comparação com as previsões e projeções disponíveis realizadas por instituições de referência: Banco de Portugal (BdP), Comissão Europeia (CE), CFP, Fundo Monetário Internacional (FMI) e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE);
- c) Informação estatística mais recente, produzida pelas autoridades estatísticas nacionais – BdP e Instituto Nacional de Estatística (INE);
- d) Esclarecimentos técnicos verbais e escritos prestados pelo MF relativamente às previsões por este apresentadas.

## CENÁRIO MACROECONÓMICO SUBJACENTE AO PE/2021

De acordo com o cenário macroeconómico subjacente ao PE/2021, o Produto Interno Bruto (PIB) em volume deverá apresentar um crescimento de 4,0% em 2021 (-7,6% em 2020, Quadro 1). Esta previsão situa-se dentro do limite superior do intervalo das projeções das restantes instituições consideradas no Quadro 2, as quais variam entre os 1,7% da OCDE e os 4,1% da CE.

Note-se que as projeções usadas para o enquadramento do cenário do MF são realizadas em diferentes momentos, tendo por base hipóteses técnicas e cenários de política económica que diferem entre as várias instituições. Tanto quanto foi possível averiguar, dos cenários de referência apenas o do BdP, publicado no [Boletim Económico de março de 2021](#), incorpora de forma mais abrangente impactos estimados do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) na economia portuguesa.<sup>1</sup>

O crescimento esperado pelo MF para 2021 encontra-se alicerçado em contributos positivos da procura interna, de 2,9 p.p., e das exportações líquidas, de 1,1 p.p.. A dinâmica projetada pelo MF para a procura interna resulta da recuperação da generalidade das suas componentes, nomeadamente do consumo privado (2,8%), da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) (4,0%) e do consumo público (1,7%). Não obstante as instituições consideradas no Quadro 2 anteciparem um perfil de recuperação semelhante nas componentes da procura interna, as previsões do MF apontam para um ritmo de crescimento do consumo privado e da FBCF mais elevado que o previsto pelas restantes instituições, enquanto a taxa de variação esperada para o consumo público é inferior. A recuperação das exportações líquidas no cenário do MF reflete um aumento no ritmo de crescimento das exportações de bens e serviços em volume para 8,7%, superior ao aumento na taxa de variação das importações de bens e serviços para 5,4%. Em ambos os casos, as previsões apresentadas pelo MF encontram-se balizadas pelas projeções das restantes instituições.

Para 2022 o MF prevê uma aceleração no ritmo de crescimento do PIB em volume para 4,9%, um valor que se encontra no intervalo das projeções das restantes instituições, compreendido entre os 1,9% da OCDE e os 5,2% projetados pelo BdP. Esta dinâmica resulta exclusivamente da expectativa de um aumento no contributo da procura interna para 4,2 p.p., uma vez que o contributo das exportações líquidas deverá reduzir-se para 0,7 p.p..

---

<sup>1</sup> Note-se que tanto a CE, o CFP e o FMI consideram nos seus cenários medidas relacionadas com o PRR que já estavam incluídas no OE/2021.

## Quadro 1 – Previsões macroeconómicas subjacentes ao PE/2021

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>PIB real e componentes (variação, %)</b>						
PIB	-7,6	4,0	4,9	2,8	2,4	2,2
Consumo privado	-5,9	2,8	3,7	2,2	2,1	2,1
Consumo público	0,4	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0
Investimento (FBCF)	-1,9	4,0	8,0	8,6	6,3	5,7
Exportações	-18,6	8,7	7,9	5,1	4,8	4,6
Importações	-12,0	5,4	6,0	6,0	5,6	5,4
<b>Contributos para a variação real do PIB (p.p.)</b>						
Procura interna	-4,6	2,9	4,2	3,2	2,8	2,6
Exportações líquidas	-2,9	1,1	0,7	-0,4	-0,3	-0,4
<b>Preços (variação, %)</b>						
Deflador do PIB	2,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Deflador do consumo privado	0,9	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
Deflador do consumo público	4,8	0,8	1,1	1,3	1,3	1,3
Deflador da FBCF	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Deflador das exportações	-2,0	1,4	1,3	1,1	1,2	1,1
Deflador das importações	-3,6	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1
IHPC	-0,1	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5
<b>PIB nominal</b>						
Variação (%)	-5,4	5,4	6,2	4,3	3,9	3,7
<b>Mercado de trabalho (variação, %)</b>						
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,8	7,3	6,7	6,4	6,0	5,8
Emprego	-1,7	0,2	1,1	0,8	0,8	0,8
Remuneração média por trabalhador	2,8	2,3	2,6	2,9	2,5	2,4
Produtividade aparente do trabalho	-5,9	3,8	3,8	2,0	1,6	1,4
<b>Financiamento da economia e sector externo (% PIB)</b>						
Cap./nec. líquida de financiamento face ao exterior	0,1	2,1	3,4	3,4	2,9	2,5
Balança de bens e serviços	-2,0	-0,7	0,1	-0,2	-0,4	-0,8
Balança de rend. primários e transferências	0,9	0,7	0,5	0,6	0,5	0,7
Balança de capital	1,2	2,2	2,9	3,0	2,9	2,6
Cap./nec. líquida de financiamento do sector privado	5,8	6,6	6,6	5,6	4,5	3,6
Cap./nec. líquida de financiamento das AP	-5,7	-4,5	-3,2	-2,2	-1,6	-1,1
<b>Desenvolvimentos cíclicos</b>						
PIB potencial (variação, %)	1,3	1,9	2,2	2,1	1,9	2,0
Hiato do produto (% PIB potencial)	-5,5	-3,5	-1,0	-0,3	0,3	0,5
<b>Pressupostos</b>						
Procura externa (variação, %)	-9,5	7,9	6,4	4,4	3,9	3,6
Taxa de juro de curto prazo (média anual, %)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2
Taxa de câmbio EUR-USD (média anual)	1,14	1,22	1,23	1,24	1,24	1,24
Preço do petróleo (Brent, USD/barril)	43,2	58,5	54,8	52,5	51,3	50,7

Fonte: MF – Informação comunicada a 31 de março de 2021.

De acordo com o cenário do MF, o aumento no contributo para o crescimento da procura interna em 2022 deverá estar associado a uma aceleração no ritmo de crescimento do consumo privado para 3,7% e da FBCF para 8,0%. A trajetória apresentada pelo MF para o consumo privado é semelhante à apresentada pelas outras instituições, apesar de o BdP e o CFP projetarem um crescimento mais robusto para esta componente. No caso da FBCF, a previsão do MF é idêntica à apresentada pelo BdP. Para o consumo público, o MF prevê uma desaceleração para 1,4% que se afigura inferior à projetada pelas demais entidades e não se encontra balizada por nenhuma destas. Relativamente ao contributo das exportações líquidas em 2022, o MF antecipa um abrandamento da taxa de variação das exportações de bens e serviços para 7,9%, o que contrasta com a expectativa de aceleração pela maior parte das restantes instituições; e uma aceleração no ritmo de crescimento das importações de bens e serviços para 6,0%, abaixo do limite inferior de 6,9% obtido pela OCDE (Quadro 2).

Para o médio prazo, o cenário subjacente ao PE/2021 prevê uma convergência gradual do crescimento do PIB em volume para valores em torno de 2,2% até 2025, superior à projeção de 1,7% do CFP e de 1,8% do FMI. Neste período, o MF prevê uma gradual redução no contributo da procura interna até 2,6 p.p. em 2025, enquanto o contributo das exportações líquidas deverá tornar-se negativo e estabilizar em torno de -0,4 p.p. a partir de 2023. A redução prevista no contributo da procura interna no médio prazo advém da desaceleração no ritmo de crescimento da generalidade das componentes da procura interna. O MF antecipa uma redução no ritmo de crescimento do consumo privado para 2,1% e do consumo público para 1,0% até 2025. No caso da FBCF, o MF admite uma aceleração para 8,6% em 2023, superior à projeção de 3,7% por parte do BdP e do CFP, seguido de uma desaceleração até 5,7% em 2025. As exportações de bens e serviços deverão, de acordo com o cenário do MF, desacelerar gradualmente até 4,6% em 2025, um valor superior à projeção de 4,0% pelo FMI e de 3,2% pelo CFP. Relativamente às importações de bens e serviços, o cenário do PE/2021 prevê uma redução na taxa de variação anual até 5,4% no final do horizonte de previsão, situando-se acima dos 4,0% projetados pelo FMI e dos 3,2% avançados pelo CFP.

Quanto à evolução dos preços, o deflator do PIB deverá, segundo o MF, desacelerar para 1,3% em 2021 (2,4% em 2020), sobretudo em resultado de uma forte redução no ritmo de crescimento do deflator do consumo público, muito influenciado pelo [registo estatístico dos efeitos do teletrabalho na administração pública durante 2020](#). um ganho menos intenso de termos de troca também contribui para o abrandamento do deflator implícito do PIB. Esta previsão situa-se acima das projeções das restantes instituições, que estão compreendidas entre os 0,3% da OCDE e do FMI e os 1,1% do CFP. Também para 2021, o MF prevê um crescimento do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) de 0,8% (-0,1% em 2020), em linha com as projeções da generalidade das instituições consideradas.



Para os anos seguintes, o MF antecipa uma aceleração marginal no ritmo de crescimento do deflator do PIB até 1,4% em 2025, traduzindo sobretudo uma aceleração nos deflatores do consumo privado e do consumo público. Este valor situa-se abaixo da projeção de 1,6% do CFP e de 1,7% do FMI. O cenário do MF prevê ainda uma aceleração gradual do IHPC até 1,5% em 2025, globalmente alinhado com o perfil das projeções apresentadas no Quadro 2.

Em resultado das dinâmicas apresentadas para o PIB em volume e para o deflator implícito, o cenário do PE/2021 prevê um crescimento do PIB nominal de 5,4% em 2021 (-5,4% em 2020) e de 6,2% em 2022, seguido de uma desaceleração até 3,7% em 2025. O perfil do PIB nominal do MF encontra-se em linha com a dinâmica esperada pelas restantes instituições. O desvio mais acentuado face aos valores publicados pelas restantes entidades ocorre em 2021, quando o crescimento esperado de 5,4% do MF contrasta com a projeção de 4,5% do CFP e de 2,0% da OCDE.

Quanto ao mercado de trabalho, o cenário subjacente ao PE/2021 prevê um aumento da taxa de desemprego em 2021 para 7,3% da população ativa (6,8% em 2020), seguido de uma redução gradual até 5,8% em 2025. Estes valores situam-se, em todo o horizonte de previsão, abaixo dos valores publicados nos cenários macroeconómicos das outras instituições que, em 2021, estão delimitados entre 7,7% do FMI/BdP e 9,5% da OCDE, e, em 2025, oscilam entre os 6,5% do CFP e os 6,6% do FMI. Relativamente ao emprego, as previsões do MF apontam para uma recuperação para 0,2% em 2021 (-1,7% em 2020) e para 1,1% em 2022, seguido de um crescimento de 0,8% nos anos seguintes. No período 2021-2023, estas previsões vão de encontro às projeções das restantes instituições. O cenário apresentado pelo MF antecipa ainda um crescimento das remunerações por trabalhador de 2,3% em 2021, acelerando para 2,9% até 2023, seguido de um abrandamento para 2,4% até 2025. Para a produtividade aparente do trabalho, o MF prevê um crescimento de 3,8% em 2021 e 2022, e uma desaceleração gradual nos anos seguintes, até 1,4% em 2025.

A economia portuguesa deverá, segundo o cenário do MF, apresentar uma capacidade de financiamento face ao exterior de 2,1% do PIB em 2021 e de 3,4% em 2022 e 2023, valores que se situam acima dos projetados pelas demais instituições elencadas no Quadro 2. Para os anos seguintes, o MF prevê uma redução gradual do saldo externo para 2,5% até 2025. Esta dinâmica resulta da trajetória prospetivada tanto para a balança corrente, a qual deverá aumentar gradualmente até 0,6% em 2022 e reduzir até um saldo nulo em 2025, assim como para a balança de capital, que deverá recuperar até 3,0% do PIB em 2023 e diminuir até 2,6% nos dois anos seguintes. Relativamente ao saldo da balança corrente, as previsões subjacentes ao PE/2021 encontram-se, em 2021 e 2022, acima das restantes instituições (as quais estão compreendidas entre os -0,9% do CFP e os 0,3% do FMI, em 2022) e, nos anos seguintes, globalmente enquadradas.

### Conciliação com previsões anteriores do MF

O cenário macroeconómico do PE/2021 é conciliado com os dois cenários anteriores do MF. Por norma, o Parecer do CFP relativo ao PE é enquadrado com o cenário subjacente à Proposta de Orçamento do Estado (OE) mais recente e com o cenário do PE anterior. Uma vez que o PE/2020 não incluiu um cenário macroeconómico, optou-se por analisar as revisões do cenário do PE/2021 face ao do OE/2021 e ao da Proposta de Alteração ao Orçamento do Estado para 2020 (OER/2020), de junho de 2020.

Gráfico 1 – Comparação das previsões incluídas no PE/2021, no OE/2021 e na OER/2020 (variação, %)



Fonte: MF – PE/2021, OE/2021 e OER/2020.

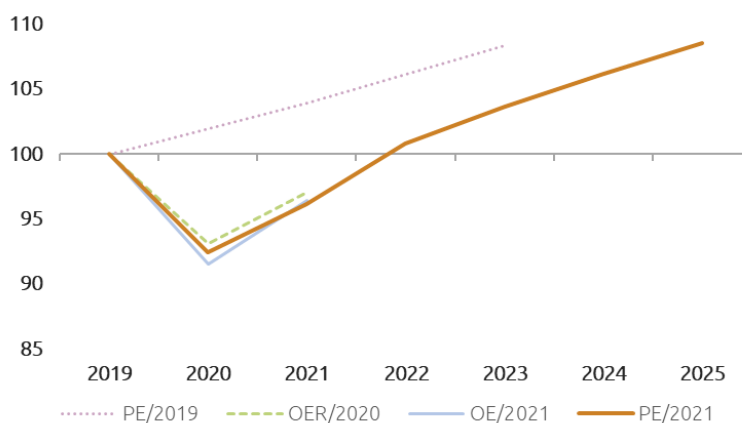
Face a estes cenários anteriores, o MF reviu em baixa a previsão para a taxa de crescimento do PIB para 2021 em 1,4 p.p. e 0,3 p.p., respetivamente (Gráfico 1). Comparativamente ao OE/2021, a revisão ocorre depois de se observar, em 2020, uma redução do PIB em volume menos intensa do que o perspetivado (-8,5% face a -7,6% observado), registando o MF uma revisão em baixa na generalidade das componentes – no consumo privado (-1,1 p.p.), na FBCF (-1,3 p.p.) e nas exportações (-2,2 p.p.). Comparativamente ao cenário publicado com o OER/2020, a revisão em baixa no ritmo de crescimento do PIB para 2021 decorre de uma revisão em igual sentido no consumo privado (-1,0 p.p.) e na FBCF (-2,1 p.p.), uma



vez que tanto o consumo público como as exportações foram revistos em alta (+2,5 p.p. e +0,3 p.p., respetivamente).

O crescimento da atividade económica que consta no cenário do PE/2021 leva a que o nível do PIB em volume previsto para 2021 seja semelhante ao previsto no OE/2021 (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Índice para o PIB em volume nos cenários do MF (2019=100)



Fonte: MF – PE/2021, OE/2021, OER/2020, PE/2019 e cálculos do CFP.

No que respeita à inflação, a atual previsão do MF para o IHPC em 2021 (0,8%) traduz uma revisão em alta de 0,1 p.p. face ao OE/2021 e 0,4 p.p. comparativamente ao OER/2020.

No mercado de trabalho, o MF antecipa no PE/2021 um aumento na taxa de desemprego em 2021 (+0,5 p.p. para 7,3% da população ativa), o que contrasta com a expectativa de redução tanto no OE/2021 como no OER/2020. Não obstante, as previsões agora apresentadas são inferiores às dos dois exercícios anteriores, em resultado da taxa de desemprego observada em 2020 (6,8%) ter sido inferior ao anteriormente perspetivado (8,7% no OE/2021 e 9,6% no OER/2020).

## PRINCIPAIS CONSIDERAÇÕES

O cenário macroeconómico apresentado no PE/2021 prevê um crescimento da atividade económica, em média, ligeiramente superior ao das previsões e projeções mais recentes conhecidas para a economia portuguesa para o período 2021-2025 (Quadro 2 e Gráfico 3).

A elaboração do PE/2021 continua a ser marcada pelo contexto pandémico, com incidência mundial, e pela consequente resposta socioeconómica em curso tanto a nível nacional como a nível europeu. Este documento de programação orçamental, elaborado com a **ativação da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento** ainda em vigor, inclui, entre outras, medidas subjacentes ao Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) que não foram especificadas em detalhe suficiente. Segundo o MF, a maior parte das medidas que constam do PRR (em média 85%) são genericamente classificadas como investimento público e de apoio ao investimento privado e o restante (15%) como gastos públicos. Foi apresentada ao CFP a repartição do investimento que consta no **documento do PRR que esteve em Consulta Pública até 1 de março de 2021**.

Assim, o presente cenário do MF enquadra-se numa conjuntura de elevado risco e incerteza, associados direta ou indiretamente à evolução da pandemia e ao sucesso das campanhas de vacinação contra a COVID-19 a nível internacional. O atual contexto dificulta a identificação de um cenário macroeconómico mais provável e traz relevo à importância de um cenário mais prudente para o desenho da política orçamental, tal como o CFP já salientou no seu **Parecer ao cenário subjacente à POE/2021**.

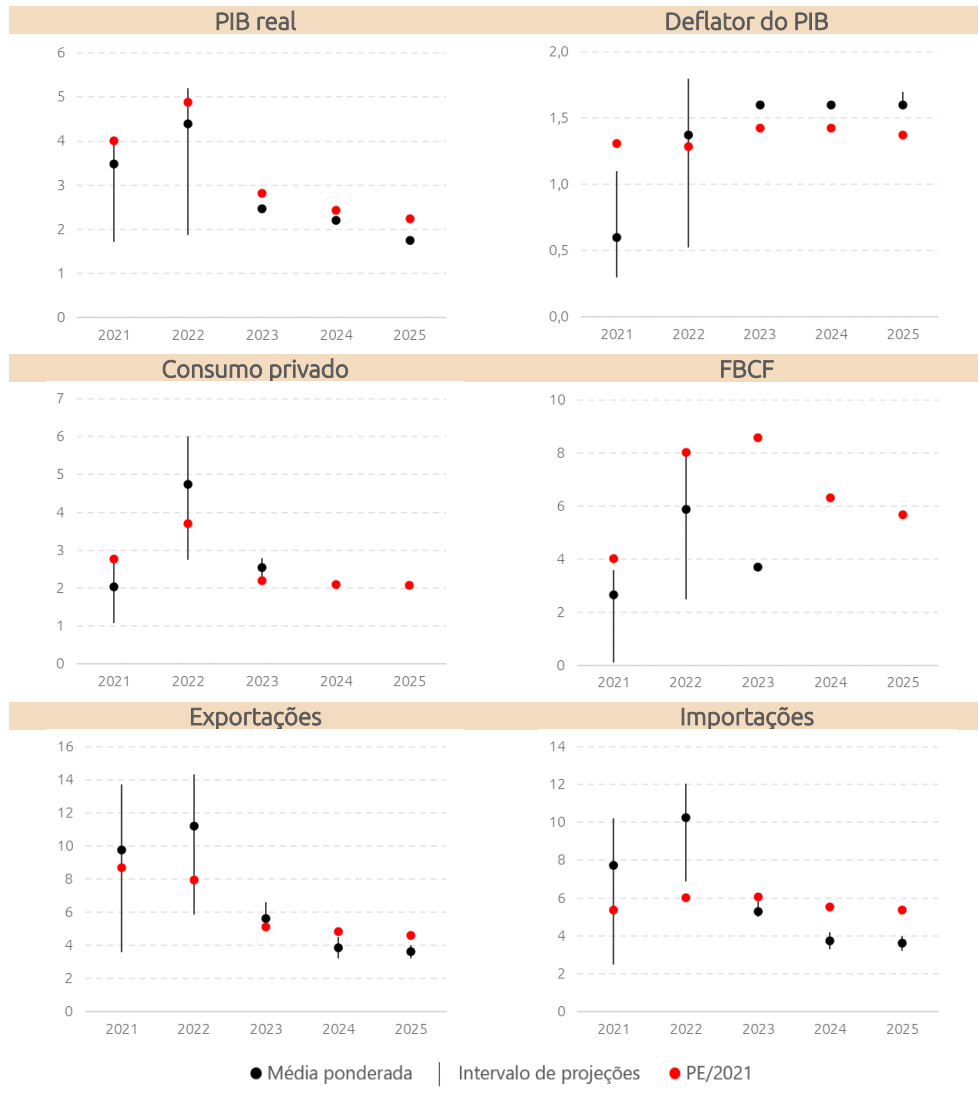
Os riscos associados a este cenário são de natureza predominantemente descendente, dado que o PE/2021 já incorpora os efeitos macroeconómicos da implementação do PRR na economia portuguesa, que constituía o risco ascendente às projeções em políticas invariantes do CFP (**Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025**).

Em particular, **para 2021**, a previsão mais favorável do MF para a dinâmica da economia portuguesa assenta num pressuposto de absorção de fundos do PRR, cuja execução poderá estar condicionada por vários fatores, dos quais:

- i) externos – à data de fecho deste Parecer o PRR encontra-se em negociação com a CE, não tendo ainda sido submetida a sua versão final que será sujeita à aprovação do Conselho da UE;
- ii) internos – não foram identificados projetos de investimento que permitam dinamizar os montantes reportados pelo MF para o ano 2021.

O MF estima um crescimento particularmente elevado do deflator implícito do PIB em 2021 (Quadro 2 e Gráfico 3), o que leva a uma previsão favorável do PIB nominal nesse ano, variável com elevada importância para o cálculo dos rácios das finanças públicas.

Gráfico 3 – Enquadramento das previsões do PE/2021 (variação, %)



Fonte: PE/2021 e cálculos do CFP. | Nota: a média ponderada das taxas de variação apresentadas por outras instituições (BdP, CE, CFP, FMI e OCDE) é calculada ponderando o indicador respetivo de cada instituição (Quadro 2) com a percentagem de informação disponível à data de cada exercício de projeção. A percentagem representa o tempo decorrido entre a data de publicação das projeções das instituições consideradas e a publicação do PE. Para o indicador  $j$  da instituição  $i$ , o ponderador ( $P_{j,i}$ ) é obtido da seguinte forma:  $P_{j,i} = \frac{1 - D_{j,i}/360}{P_j}$ , em que  $D_{j,i}$  é o número de dias (em 360 dias) entre a data de entrega do PE e a publicação das projeções da instituição  $i$ , e  $P_j = \sum_{i=1}^n (1 - D_i/360)$ . O intervalo de projeções é definido pelas previsões das instituições consideradas no Quadro 2, excluindo as do MF. Para cada variável em análise, a comparação das previsões do MF só se realiza quando estão disponíveis duas ou mais projeções alternativas.

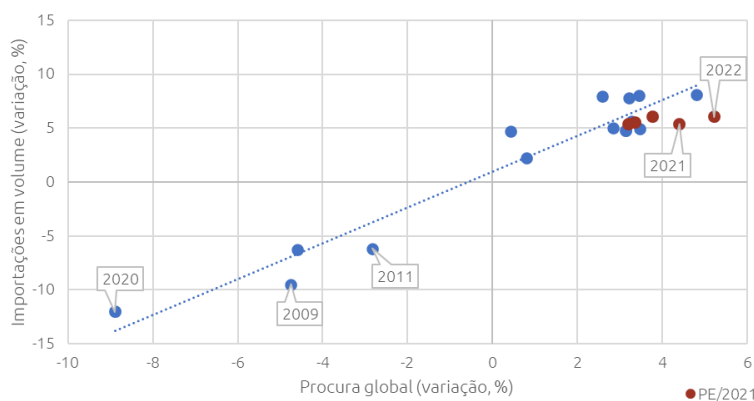


A aceleração prevista no PE/2021 para o crescimento do PIB real em 2022 (4,9%) está alinhada com as expectativas das instituições de referência, incluindo as do CFP (Quadro 2 e Gráfico 3).

Nas componentes da procura interna destaca-se a expectativa mais pessimista do MF para a dinâmica do consumo privado face às projeções mais recentes, que poderá contribuir, *ceteris paribus*, para uma perspetiva mais conservadora do saldo orçamental em 2022, quando comparado com os cenários do FMI e do CFP. Segundo o MF, foi utilizada uma perspetiva prudente para a dinâmica do consumo privado. O CFP considera que a hipótese assumida pelo MF, de manutenção da taxa de poupança das famílias acima do seu valor histórico ao longo do horizonte de previsão, num contexto de recuperação económica, taxa de desemprego relativamente baixa e condições de financiamento favoráveis na economia, constitui um risco ascendente ao cenário do PE/2021 no período 2022-2025, tanto para o crescimento económico como para o saldo orçamental.

Em sentido contrário, as previsões do PE/2021 parecem assentar numa hipótese favorável para o conteúdo importado da procura, o que beneficia o crescimento previsto para o PIB. O PE/2021 tem subjacente uma redução da elasticidade das importações face à procura global em 2021 e uma redução adicional em 2022 (Gráfico 4), que segundo o MF é justificada pelo forte crescimento neste período ocorrer nas componentes da despesa com menor conteúdo importado – “consumo privado de bens e serviços, gastos, investimento em obras públicas e exportações de turismo”. Esta premissa representa um risco descendente para o crescimento económico subjacente ao cenário, atendendo ao risco de esta redução poder não se concretizar.

Gráfico 4 – Relação entre importações em volume e procura global



Fonte: INE, PE/2021 e cálculos do CFP.

Para o período 2023-2025 o MF prevê que o crescimento da economia portuguesa abrande para valores em torno de 2,2%. A dinâmica da FBCF – que incorpora a maior parte das medidas relativas ao PRR – determina de forma consistente a diferença nas perspetivas de crescimento da economia face às restantes instituições (Quadro 2 e Gráfico 3).

Com base na informação disponibilizada pelo MF, o CFP estima que o PE/2021 tenha implícito um rácio do acréscimo no PIB até 2025 (face ao cenário em políticas invariantes) no montante total das medidas do PRR de cerca de 1,4. O MF estima que no final do horizonte de previsão o nível do PIB seja aproximadamente 3,0% superior ao que ocorreria na ausência do PRR. Um impacto positivo na economia é também esperado por outras estimativas recentes. O BdP, no *Boletim Económico de março de 2021 (Caixa 2)*, estima que o nível do PIB português em 2026 seja entre 1,1% e 2,0% superior ao que ocorreria na ausência do PRR. O FMI, no *Fiscal Monitor de abril de 2020 (Capítulo 2)*, apresenta resultados para o impacto positivo no PIB ao nível da União Europeia de um aumento no investimento público, cuja magnitude e efeitos macroeconómicos dependem desse investimento ser produtivo e eficiente.

Os riscos descendentes diretamente ligados à implementação do PRR no cenário do PE/2021, prendem-se com o perfil temporal assumido para a aplicação dos fundos, com a exequibilidade de projetos de investimento que permitam a absorção dos fundos do PRR na economia e com a natureza produtiva desses investimentos, para que possam fomentar o crescimento potencial da economia portuguesa no médio prazo. A carência de maior detalhe sobre a natureza e montantes das medidas concretas subjacentes ao PRR, ou a sua inexistência, aumentam a incerteza sobre as perspetivas de crescimento da economia portuguesa no médio prazo.

## CONCLUSÃO

A conclusão desta análise do Conselho das Finanças Públicas tem em conta os princípios do artigo 8.º da Lei de Enquadramento Orçamental (Lei n.º 151/2015, de 11 de setembro): “As projeções orçamentais subjacentes aos documentos de programação orçamental devem basear-se no cenário macroeconómico mais provável ou num cenário mais prudente”. Este mesmo princípio orientador de utilização de previsões realistas para a condução das políticas orçamentais encontra-se também vertido na legislação europeia, em particular no Pacto de Estabilidade e Crescimento e na Diretiva n.º 2011/85/UE do Conselho de 8 de novembro de 2011, que estabelece requisitos aplicáveis aos quadros orçamentais dos Estados-Membros.

Nos termos do número 4 do artigo 4.º do Regulamento n.º 473/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de maio de 2013, em resultado da análise efetuada às previsões macroeconómicas subjacentes à proposta de Programa de Estabilidade 2021-2025, **o Conselho das Finanças Públicas endossa as estimativas e previsões macroeconómicas apresentadas, considerando que:**

1. O contexto atual de elevada e invulgar incerteza não permite uma identificação segura do cenário mais provável, assim prejudicando a avaliação do princípio da prudência a que estas previsões se encontram sujeitas;
2. Para 2021 a previsão para o crescimento do PIB real se enquadra dentro do intervalo resultante das projeções das instituições de referência, ainda que o mesmo não aconteça no que respeita ao PIB nominal, agregado de referência importante para a determinação da evolução das variáveis orçamentais;
3. Para o período de 2022 a 2025, apesar de as previsões serem ligeiramente mais favoráveis do que as elaboradas pelas instituições de referência, essa diferença se deve à incorporação dos efeitos na economia do Plano de Recuperação e Resiliência português, principalmente no investimento (FBCF). Cumpre salientar que, na falta de detalhe suficiente sobre a natureza e montantes das medidas concretas subjacentes ao PRR, o cenário do PE/2021 contempla riscos descendentes diretamente ligados à implementação do Plano, os quais decorrem do perfil temporal assumido para a aplicação dos fundos, da existência e exequibilidade de projetos de investimento que permitam a absorção dos fundos na economia, assim como da natureza produtiva desses investimentos.