RISCOS ORÇAMENTAIS E SUSTENTABILIDADE DAS FINANÇAS PÚBLICAS

2 de dezembro de 2021

Conselho das Finanças Públicas
Portuguese Public Finance Council

Relatório
N.º 10/2021

O Conselho das Finanças Públicas é um órgão independente, criado pelo artigo 3.º da Lei n.º22/2011, 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 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 10 de novembro de 2021.

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

Índice 3

Sumário Executivo 5

1. Introdução 10

2. Riscos orçamentais e sustentabilidade 12

3. Projeções e riscos macroeconómicos 15

3.1 Projeções macroeconómicas: Portugal no longo prazo 15

3.2 Riscos macroeconómicos no longo-prazo 23

3.3 Riscos associados aos ciclos económicos 24

3.4 Alterações climáticas 33

4. Riscos sobre a despesa 49

4.1 Evolução da despesa 49

4.2 Evolução da despesa social e com pensões 55

4.3 Despesa com saúde e cuidados continuados 64

5. Responsabilidades contingentes 69

5.1 Enquadramento e definição 69

5.2 Responsabilidades contingentes gerais no período pré-pandemia 71

5.3 Indicadores relevantes associados a responsabilidades contingentes 72

5.4 Responsabilidades contingentes das AP em relação ao sector financeiro 79

5.5 Sector Público Empresarial 80

5.6 O Impacto da crise pandémica nas responsabilidades contingentes 83

6. Análise da sustentabilidade da dívida pública 94

6.1 Evolução recente da dívida pública 94

6.2 Riscos para a sustentabilidade da dívida pública 102

6.2.1 Vulnerabilidade de curto-prazo 103

6.2.2 Riscos de médio e longo prazo 107

6.2.3 Evolução do diferencial "r-g" 109

6.3 Cenários de análise à sustentabilidade da dívida pública portuguesa 116

6.3.1 Cenário base 117

6.3.2 Análise de sensibilidade 122

7. Anexos 126
7.1 Quadros anexos 126
7.2 Metodologia do Índice de vulnerabilidade de curto prazo 128
7.3 Lista de Abreviaturas 132
7.4 Referências 134
7.5 Índice de Gráficos 138
7.6 Índice de Quadros 140
7.7 Índice de Caixas 141

SUMÁRIO EXECUTIVO

No cumprimento do seu mandato legal, o Conselho das Finanças Públicas elaborou o presente Relatório que analisa os principais riscos macroeconómicos, orçamentais e decorrentes das alterações climáticas que incidem sobre a sustentabilidade das finanças públicas portuguesas. Este Relatório é publicado a cada dois anos.

Projeções e riscos macroeconómicos

O crescimento da produtividade em Portugal é identificado como o principal risco macroeconómico no longo-prazo. O CFP perspetiva que, entre 2021 e 2035, o PIB real cresça a uma média de 1,9% por ano. Neste horizonte, na ausência de choques, o ritmo de crescimento da economia deverá convergir para 0,7% no longo-prazo, em linha com o crescimento potencial estimado para a economia portuguesa. No cenário do CFP, a recuperação do choque da pandemia e a convergência do crescimento da produtividade do trabalho para 1,1% no longo-prazo estão dependentes da robustez da intensidade do capital. O contributo da acumulação de capital, no longo-prazo, pressupõe a manutenção de condições de financiamento favoráveis e a estabilização do rácio de investimento no produto em torno dos valores projetados para o final do período de execução do PRR (2021-2026) – o qual pressupõe uma eficiente execução do plano e absorção dos fundos na economia.

Os impactos diretos e indiretos das alterações climáticas constituem um forte desafio para a atividade económica e para as finanças públicas de todos os países do mundo. Portugal não constitui uma exceção. Contudo, os estudos comparativos já realizados apresentam alguns resultados contraditórios para Portugal. Neste contexto, os riscos descendentes de curto e de longo-prazo para a economia e finanças públicas portuguesas deverão aumentar substancialmente em resultado dos riscos físicos e de transição incidentes sobre a economia que implicam a adoção de políticas de adaptação e de mitigação com custos orçamentais significativos, mas ainda não suficientemente conhecidos.

Com efeito, apesar de Portugal já ter aprovado vários planos de ação que visam a transição para a neutralidade carbónica da economia, tal como o Roteiro para a Neutralidade Carbónica 2050, estes apresentam um insuficiente levantamento das necessidades de investimento a realizar, tanto pelo sector público como pelo sector privado, e respetivas fontes de financiamento. Urge assim desenvolver a sua dimensão financeira para garantir a concretização das metas acordadas.

Riscos sobre a despesa

Entre 1995 e 2010, o PIB português a preços correntes duplicou, enquanto a despesa cresceu duas vezes e meia. Durante o período do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) e nos anos subsequentes até ao eclodir da pandemia, as taxas de crescimento da despesa foram mais baixas. Em termos de composição da despesa, em 2019, as despesas com pessoal juntamente com as prestações sociais, duas das principais componentes da despesa que se podem tipificar como despesa rígida, representavam quase três quartos (74,4%) da despesa primária ajustada, um peso que tem vindo a aumentar desde 1995, quando representavam 66,8% desse agregado. Importa acautelar que, tal como sucedeu entre 2014 e 2019, a evolução destas componentes mais rígidas da despesa continuem a não crescer tanto quanto o PIB. Isto para evitar a redução do espaço para a realização de despesa mais flexível, mas não menos necessária, como é o caso da despesa de investimento, para manter o *stock* de capital público e fazer face às referidas alterações climáticas.

As alterações demográficas constituem um fator determinante da sustentabilidade das finanças públicas do lado da despesa. A conjugação do aumento da esperança de vida com as baixas taxas de natalidade e um menor fluxo líquido de migração acentua a tendência de envelhecimento da população, com reflexo direto na despesa pública. As despesas associadas ao envelhecimento da população, principalmente as relativas a pensões e saúde, têm apresentado um aumento contínuo ao longo do tempo, colocando desafios económicos, orçamentais e sociais. De acordo com as recentes projeções da despesa para o médio e longo prazo, publicadas no *2021 Ageing Report*, serão necessários esforços adicionais em termos de finanças públicas para manter o nível de benefícios sociais concedidos atualmente. Este esforço poderá até estar subavaliado nesse exercício, uma vez que a diminuição prevista do valor futuro das pensões de velhice do sistema contributivo coloca pressões adicionais no sistema não contributivo. De facto, à medida que o valor das pensões se aproxima do valor legal mínimo estabelecido, maior o número de beneficiários que terá acesso a prestações complementares previstas no sistema não contributivo. Importaria assim fazer uma avaliação da adequação dos benefícios futuros atribuídos pelos sistemas de pensões, incluindo os efeitos das reformas adotadas. Na evolução do sistema dever-se-á procurar assegurar uma adequada partilha de riscos entre gerações, assim como uma distribuição justa de rendimento entre a geração de idosos pensionistas e as futuras gerações, relativamente às quais as atuais projeções indicam que terão carreiras contributivas superiores e um benefício inferior. No domínio da despesa com saúde, a Comissão Europeia projeta para Portugal um aumento de 1,6 p.p. do PIB entre 2019 e 2070, o quarto maior do conjunto da União Europeia (cujo aumento médio será de 0,9 p.p. do PIB). Relativamente à despesa com cuidados continuados em Portugal deverá passar de 0,4% do PIB em 2019, para 0,8% em 2070, um aumento de 0,4 p.p. do PIB, que compara com um crescimento esperado para o conjunto da UE de 1,1 p.p. do PIB.

Responsabilidades contingentes

Ao contrário dos riscos orçamentais que podem resultar de alterações nas variáveis macroeconómicas, as responsabilidades contingentes assumem frequentemente a forma de responsabilidades públicas que, sob certas condições, exigem uma resposta do governo assente num compromisso, que pode, ou não, estar formalizado. Por originarem responsabilidades potenciais para as finanças públicas, diferem das responsabilidades certas, associadas a passivos efetivos, sendo difícil estimar antecipadamente o impacto da sua materialização sobre o défice e a dívida, assim como antever o momento da sua eventual ocorrência. Por constituírem, em qualquer das circunstâncias, um risco para as finanças públicas, tem-se assistido a um reforço da quantidade e qualidade dos elementos informativos exigidos no quadro de Governação Económica da União Europeia, o que tem permitido melhorar a transparência orçamental e a compreensão dos riscos orçamentais associados a este tipo de passivos.

No ano anterior ao início da crise pandémica, os passivos contingentes em Portugal representavam 42,3% do PIB refletindo uma significativa redução face ao verificado em 2016, ano em que aquelas responsabilidades atingiram 76,5% do PIB. A redução da exposição a passivos contingentes de entidades financeiras públicas não incluídas no sector das AP foi determinante para aquele progresso. O levantamento das medidas de suporte ao sector financeiro beneficiou também, em grande medida, aquela evolução, contribuindo para reduzir os riscos de médio e longo prazo para a sustentabilidade das finanças públicas, pese embora subsistam de forma indireta riscos associados a crédito malparado não totalmente provisionado.

De um modo geral, a resposta à crise pandémica obrigou à adoção pelo governo de medidas extraordinárias de apoio à liquidez das famílias e empresas. As garantias públicas concedidas a linhas de crédito criadas no âmbito da COVID-19 e os regimes de moratórias no âmbito do crédito bancário foram as formas mais comuns de apoio à liquidez. De acordo com a informação da Direção-Geral do Orçamento, o *stock* de garantias concedidas pelas administrações públicas aumentou de 4,8% do PIB em 2019 para 6,4% do PIB em 2020, uma vez que as garantias COVID-19 (3,2% do PIB) mais do que compensaram a redução de 1,8 p.p. do PIB do *stock* de garantias prestadas ao sector financeiro.

As responsabilidades das empresas públicas classificadas fora do sector institucional das administrações públicas constituem também um risco orçamental. Este advém da eventual incapacidade destas empresas em fazer face às suas responsabilidades. A dívida gerada por estas entidades representava 3,3% do PIB em 2019, metade do verificado no início da crise financeira 2007-2008. Em consequência da crise pandémica iniciada em 2020, registou-se um agravamento da dívida destas entidades para 3,6% do PIB, um nível superior ao observado desde 2016. Apesar de o exterior e o sector financeiro serem responsáveis por quase três quartos do financiamento dessas entidades, foram as administrações públicas o sector que registou o maior incremento de exposição de risco a estas mesmas entidades (por vezes designadas por empresas públicas não reclassificadas ou EPNR).

Análise da sustentabilidade da dívida

A crise sanitária causada pela COVID-19, que teve lugar num contexto de recuperação gradual de uma situação orçamental bastante vulnerável em Portugal, levou à necessidade de adoção de medidas de combate à pandemia, as quais, à semelhança do que sucedeu em outros países europeus, contribuíram para um aumento expressivo do endividamento. No entanto, a interrupção da trajetória descendente do rácio da dívida pública nacional não teve, contrariamente ao sucedido durante a crise das dívidas soberanas, repercussões nos custos de financiamento, uma vez que os programas de compras de ativos do Eurosistema e de gestão da liquidez, juntamente com uma resposta conjunta à crise sanitária adotada pelo Conselho Europeu, foram bem-sucedidos no propósito de manter as taxas de juro da dívida em níveis reduzidos para os membros da área do euro, permitindo um contínuo acesso ao financiamento em mercado.

De acordo com a análise de sustentabilidade da dívida apresentada no presente relatório, o CFP projeta que, no cenário base, o rácio da dívida pública assuma uma trajetória descendente ao longo dos próximos 15 anos, atingindo 91,1% do PIB em 2035. Este exercício assenta nos valores projetados em políticas invariantes para o período 2021-2025 e estende esse horizonte até 2035 assumindo que: o saldo primário reage à evolução da dívida pública em linha com o verificado no passado recente (tal como estimado por uma função de reação orçamental, exigindo implicitamente alterações de política económica); e os desenvolvimentos económicos e da taxa de juro evoluem em linha com o projetado pelo CFP. De acordo com essa projeção, a dívida pública em percentagem do PIB apresenta nos dois primeiros anos um ritmo de decréscimo mais acelerado, impulsionado pela recuperação económica dos efeitos da recessão de 2020. Em 2023-25, deverá observar-se uma descida mais gradual do rácio da dívida, fundamentalmente devido a um crescimento do PIB menos expressivo, ainda que o saldo primário volte a apresentar valores positivos, contribuindo favoravelmente para a diminuição desse rácio. A partir de 2026 e até ao final do horizonte projetado, o efeito crescimento e o efeito saldo primário mais do que compensam o impacto desfavorável do efeito juros, ainda que a taxa de juro implícita da dívida permaneça em níveis historicamente reduzidos.

Apesar da trajetória descendente esperada, persistem os riscos associados ao elevado nível de endividamento em Portugal. Para além do rácio de dívida sobre o PIB de 135,2%, destacam-se, entre os possíveis indicadores de risco da situação orçamental, as necessidades (brutas) de financiamento face ao PIB, bem como a tendência de longo-prazo (medida através do rácio de dependência, da taxa de fertilidade e das projeções para a despesa em saúde e pensões), que sinalizam uma evidente necessidade de políticas estruturais que corrijam atempadamente os desequilíbrios e alterem o sentido da sua evolução. A atual política monetária de manutenção de taxas de juro em níveis historicamente baixos consiste numa oportunidade única para, com um esforço orçamental sustentado, obter uma redução significativa da dívida em percentagem do PIB. Em Portugal, no entanto, a política orçamental não se tem revelado suficientemente contra cíclica na fase favorável (de crescimento) do ciclo económico para construir um espaço orçamental suficientemente alargado que prepare o país para as consequências económicas e orçamentais de um choque desfavorável. Esse espaço orçamental permitiria o livre funcionamento dos estabilizadores automáticos, eventualmente coadjuvados por uma política expansionista contra cíclica na fase

desfavorável do ciclo económico (em recessões). Desta forma a política orçamental poderia efetivamente estabilizar a economia, minimizando as flutuações cíclicas, em vez de as exacerbar.

Simulando a sensibilidade da evolução do rácio da dívida em relação a vários choques exógenos, as análises de sensibilidade apresentadas apontam para uma maior sensibilidade do rácio da dívida a choques na taxa de crescimento do PIB e no valor do saldo primário. Em ambos os casos os choques desfavoráveis conduzem a um rácio da dívida superior a 100% no final do horizonte projetado. No primeiro caso, variações reais de +1 p.p. e -1 p.p. no crescimento do PIB implicam que a dívida se situe entre 73,6% e 111,4% do PIB, respetivamente, no final dos 15 anos de projeção, enquanto variações de +1 p.p. e -1 p.p. no saldo primário implicam que a dívida se situe entre 77,1% e 105% do PIB em 2035, respetivamente.

Esta trajetória claramente descendente do rácio da dívida pública no cenário central evidencia que existem condições de sustentabilidade das finanças públicas portuguesas assim os decisores políticos continuem a tomar as medidas necessárias para obter um suficiente excedente primário. Tal como se conclui neste relatório, na ausência de receita inesperada, essas medidas deverão assegurar a redução do peso no PIB do total da despesa pública (exceto do investimento totalmente financiado por fundos comunitários) do máximo atingindo em 2020 para um valor em linha com o verificado antes da pandemia em 2019 (42% do PIB). Essa reação da política económica, conjugada com as condições de financiamento favoráveis que por ora se perspetivam, cria uma dinâmica favorável para a redução da dívida, que se reforça mutuamente, via ganhos de credibilidade refletidos em *spreads* reduzidos face à dívida alemã. Já a ausência dessa reação de política, simulada pelo CFP num cenário extremo em que os indicadores regressariam à respetiva média histórica desde 1999 ou na manutenção do saldo primário no valor estimado para 2021 conduziria a um perfil ascendente para o rácio da dívida a partir de 2025 ou 2028, respetivamente, pese embora com um valor inferior ao de 2020 no final do horizonte de projeção. Trata-se, no entanto de cenários extremos, cujas consequências adversas podem ser evitadas pela prossecução de uma estratégia ativa que garanta uma trajetória descendente para o rácio da dívida, evidenciada pelos vários decisores políticos desde a conclusão do programa de ajustamento em 2014 e que permitiu boas condições de financiamento em mercado. Com efeito, essa preocupação dos decisores de política orçamental com a trajetória da dívida, evidenciada na referida reação do saldo primário em relação ao seu rácio, tem vindo a ser recompensada nos mercados financeiros com uma notória redução do risco país. Num círculo virtuoso, a redução do risco tem reforçado a almejada diminuição do rácio da dívida ao baixar o peso dos encargos com os juros. Em suma, a manutenção da sustentabilidade da dívida está perfeitamente ao alcance do país assim a política orçamental seja conduzida tendo em conta essa restrição.

1. INTRODUÇÃO

No cumprimento da missão do Conselho das Finanças Públicas (CFP) de proceder a uma avaliação independente sobre a sustentabilidade da política orçamental, o presente Relatório dá continuidade à publicação regular com o título "Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas", publicada a cada dois anos. A segunda publicação deveria ter ocorrido em 2020. No entanto, o CFP tomou a decisão de adiar esta publicação devido ao contexto de particular incerteza que caracterizou esse ano, sobretudo respeitante ao efetivo impacto económico e social da crise e ao comportamento que a economia portuguesa apresentaria neste contexto pandémico mundial, excecional e único.

No quadro da sua missão, o Conselho das Finanças Públicas (CFP) elabora projeções económicas e orçamentais de médio prazo, a cinco anos, num cenário de políticas invariantes, procurando avaliar o efeito dessas políticas sobre a estabilidade a médio prazo da economia e das finanças públicas. Este relatório pretende alargar o horizonte dessa análise com vista a avaliar os impactos sobre a sustentabilidade das finanças públicas e, em particular, da dívida pública e dos compromissos existentes, com especial incidência nos sistemas de pensões e saúde, identificando e analisando os fatores e os riscos que as determinam.

Um exercício de projeção implica sempre incerteza, assim como o CFP salienta na sua série de relatórios "Perspetivas Económicas e Orçamentais". O alargamento do horizonte de projeção conduz a um aumento da incerteza, mas também implica refletir sobre tendências que não se podem ignorar, como as que decorrem da demografia, dos choques tecnológicos, das alterações climáticas ou dos impactos da acumulação de ativos e passivos financeiros sobre as condições de financiamento da economia e que têm implicações sobre a sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas. Importa, portanto, identificar os principais riscos que podem desviar as variáveis orçamentais ou macroeconómicas das trajetórias esperadas. O reconhecimento destes riscos – ou seja, a probabilidade de desvio relativamente ao resultado esperado, podendo esse desvio ser positivo ou negativo – e a tentativa da sua identificação e quantificação são essenciais à boa gestão das finanças públicas.

Os capítulos seguintes pretendem assinalar os maiores riscos para as finanças públicas portuguesas, centrando-se primeiramente num horizonte de médio prazo, de cinco anos, alargando-o depois, aferindo a sustentabilidade das contas públicas para um período de 15 anos. A análise dá prioridade aos riscos negativos, sobretudo na componente da despesa pública, por serem estes os que mais profundamente podem afetar as contas públicas e o bem-estar socioeconómico do país.

O documento inclui mais seis capítulos para além desta introdução. O Capítulo 2 centra-se na definição de riscos orçamentais utilizada no documento e a forma como estes se relacionam com a sustentabilidade das finanças públicas. O capítulo 3 apresenta as projeções económicas a 15 anos e os riscos macroeconómicos mais relevantes,

discutindo brevemente as formas de transmissão às finanças públicas. No capítulo 4 procede-se a uma análise dos riscos mais relevantes sobre a despesa pública, em particular dos que resultam do envelhecimento da população. O capítulo 5 apresenta os riscos resultantes de responsabilidades contingentes que impendem sobre as contas públicas. No capítulo 6 é apresentada uma análise da sustentabilidade da dívida pública portuguesa, com base num modelo determinístico da sua evolução até 2035.

O CFP pretende continuar a desenvolver e aprofundar o trabalho nesta área, fulcral para a tomada de decisão em matéria de finanças públicas, através de ferramentas que permitam uma melhor fundamentação das análises e decisões. Nesse sentido, o CFP estabeleceu como prioridade desenvolver métodos de simulação estocástica para a cenarização da evolução da dívida pública, fundamentais para a análise da sua sustentabilidade, e que permitem, incluir uma medida probabilística da incerteza em torno da evolução futura da dívida, indo para além da abordagem determinista do modelo aqui descrito.

O presente relatório beneficiou de informação recebida do Ministério das Finanças, do Instituto Nacional de Estatística (INE), da Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E. (IGCP), do Banco Português de Fomento e do Banco de Portugal (BdP). O CFP agradece a todas as entidades contactadas o apoio e os esclarecimentos indispensáveis à elaboração do presente trabalho.

2. RISCOS ORÇAMENTAIS E SUSTENTABILIDADE

"Um político pensa nas próximas eleições – o estadista pensa nas próximas gerações",[1]
James Freeman Clarke

Riscos orçamentais

A origem dos riscos orçamentais pode ser multivariada (Bova et al., 2016),[2] podendo derivar de choques macroeconómicos, da não concretização dos resultados previstos com medidas de política orçamental, de riscos ambientais, de choques provenientes do sector financeiro, de eventos inesperados ou da materialização de responsabilidades contingentes.[3] As crises recentes, a crise financeira global e a da pandemia da COVID-19, ilustram o impacto que fatores exógenos podem ter na deterioração significativa dos saldos orçamentais e, consequentemente, da dívida pública. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), somente um terço da deterioração do rácio da dívida pública durante a crise financeira global se deveu diretamente às dinâmicas macroeconómicas pré-existentes, tendo os restantes dois terços sido uma consequência da materialização de outros riscos orçamentais (FMI, 2012).

O conceito de risco assumido neste relatório baseia-se na incerteza quanto ao possível desvio relativamente ao resultado esperado de uma variável, podendo esse desvio assumir um valor positivo ou negativo. Assim, pode dizer-se que um risco orçamental consiste num potencial desvio das expectativas ou das projeções de médio prazo da despesa e/ou da receita e, consequentemente, do saldo orçamental e da dívida pública. A análise é centrada num horizonte temporal de quinze anos, para o qual são apresentados cenários quantitativos de evolução de algumas das principais variáveis macroeconómicas e orçamentais.

[1] "A politician thinks about the next elections — the statesman thinks about the next generations", James Freeman Clarke.

[2] Bova et al, 2016 classifica a origem, a frequência e o custo médio em percentagem do PIB dos riscos orçamentais provenientes de oito grandes grupos de riscos: choques macroeconómicos, sector financeiro; governos subnacionais; sector público empresarial; desastres naturais; parcerias público-privadas; empresas privadas não financeiras; e processos judiciais.

[3] As responsabilidades contingentes são abordadas no Capítulo 5. Estas podem ser explícitas (definidas por lei ou por contrato) ou implícitas (como injeções financeiras e/ou de capital para compensar os danos causados por um desastre natural ou de apoio ao sistema financeiro, por exemplo).

Sustentabilidade das Finanças Públicas

A discussão sobre a definição de sustentabilidade das finanças públicas tem acompanhado o próprio desenvolvimento da teoria económica (Balassone e Franco, 2000), sendo comumente explicitada através da restrição orçamental intertemporal.[4] Num sentido mais lato da ciência económica, a sustentabilidade pode caracterizar-se como sendo um desenvolvimento que satisfaz a provisão de bens e serviços adequado à geração presente, sem comprometer a capacidade de provisão, em condições equivalentes, às gerações futuras. Em particular, referem-se as políticas nos domínios das pensões, dos cuidados de saúde e dos cuidados continuados, que constituem elementos-chave para prevenir a emergência de pressões orçamentais insustentáveis a longo prazo.

A sustentabilidade das finanças públicas afeta a equidade intergeracional e integra princípios que se aplicam em todas as circunstâncias e a todos os governos, independentemente do seu atual grau de endividamento. Como descrito na edição anterior do relatório sobre Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas existem diferentes definições de sustentabilidade, umas focadas nos fluxos e outras no *stock* de dívida gerado pela política orçamental,[5] mas todas consideram o controlo da dívida pública e a preservação da capacidade para emitir dívida sempre que necessário, como sendo aspetos fundamentais para o bom funcionamento da economia e determinante para a sustentabilidade das finanças públicas. Com efeito, a perda de acesso a financiamento em mercado ou um acesso limitado em condições demasiado onerosas tem necessariamente um impacto negativo significativo em termos de crescimento económico, dificultando o assegurar do serviço da dívida contraída.

Consequentemente, o acesso aos mercados financeiros em condições razoáveis pressupõe o controlo da posição orçamental em função do espaço orçamental disponível. Esse controlo depende em boa medida de fatores institucionais como a qualidade do processo orçamental, uma gestão financeira pública de qualidade e um enquadramento orçamental plurianual que permita incorporar as restrições existentes e programar eficazmente a despesa pública em função dos resultados a obter. A sustentabilidade das finanças públicas é uma pré-condição para um crescimento económico. Tal como defendido pelo BCE (2016), a contínua implementação de reformas estruturais e orçamentais pode permitir o aumento do crescimento do PIB potencial no longo prazo, afigurando-se como um fator essencial de sustentabilidade.

No caso de Portugal, sendo uma pequena economia aberta, o seu potencial de crescimento depende igualmente da capacidade de formular políticas económicas adequadas à evolução da economia global, capazes de garantir a sua competitividade de forma duradoura. Estando em causa sobretudo políticas estruturais, a sua relação

[4] Esta restrição define que a diferença entre os valores atuais de receita e despesa primária (excluindo a despesa com juros) deve ser, pelo menos, igual ao valor inicial da dívida pública.

[5] O Conselho da International Public Sector Accounting Standards considera relevantes as seguintes dimensões: (i) contabilidade orçamental; (ii) capacidade de prestação de serviços; e (iii) vulnerabilidade. Já o Banco Central Europeu releva a capacidade de pagamento do serviço da dívida acumulada a qualquer momento, devendo os governos apresentar simultaneamente: (i) solvência; e (ii) liquidez.

com a política orçamental estabelece-se através do impacto que delas decorra para o crescimento e para o endividamento externo.

Pelas razões mencionadas anteriormente, é importante proceder a análises regulares da sustentabilidade das finanças públicas para Portugal. Apesar de não existir um consenso sobre qual o nível adequado para o rácio da dívida, a persistência de rácios elevados torna as economias mais vulneráveis a choques macroeconómicos, diminuindo o espaço para a implementação de políticas orçamentais contra cíclicas, com implicações no crescimento económico, sobretudo se a dívida financiar despesas não produtivas. São diversos os estudos (ver por exemplo, Nickel *et al.* (2012), Baldacci *et al.* (2010) e Abbas *et al.* (2013)) que sugerem os procedimentos comuns para a redução da dívida pública, nomeadamente ajustamentos orçamentais, medidas de promoção do crescimento económico, sendo usualmente referido que os processos de consolidação orçamental aparentam ser mais bem-sucedidos quando são baseados em reduções permanentes na despesa corrente. Assim, é fundamental a adoção de políticas orçamentais, que contribuam para um crescimento económico duradouro e que sejam justas para as gerações atuais e futuras.

3. PROJEÇÕES E RISCOS MACROECONÓMICOS

Neste capítulo é apresentada uma perspetiva para os desenvolvimentos macroeconómicos do longo-prazo da economia portuguesa e os riscos a eles associados. O capítulo começa por apresentar um enquadramento macroeconómico para a economia portuguesa no horizonte 2021-2035, usando a informação disponível mais recente, o cenário macroeconómico do CFP apresentado no relatório Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025 (atualização) de setembro, e as projeções de longo-prazo elaboradas com recurso ao modelo macro-orçamental do CFP. De seguida, são analisados os riscos macroeconómicos no horizonte em estudo; os riscos associados ao ciclo económico, com especial enfase para o choque originado pela pandemia COVID19; e, por fim, os riscos resultantes das alterações climáticas, que afetam as finanças públicas tanto diretamente como por via dos seus efeitos na economia. A análise elaborada foca os riscos de natureza predominantemente descendente, numa perspetiva de "preparar para o pior e esperar o melhor". Os riscos ascendentes, a materializarem-se, tendem a melhorar a posição das finanças públicas.

3.1 Projeções macroeconómicas: Portugal no longo prazo

Enquadramento

Os riscos orçamentais têm habitualmente como principal fonte os riscos macroeconómicos, cujo mecanismo de transmissão é complexo e de natureza diversa. Importa assim ter uma perspetiva de longo-prazo sobre a evolução da economia e os seus principais indicadores.

O Quadro 1 apresenta o cenário macroeconómico elaborado pelo CFP para o período 2021-2035. Este cenário assenta em três pressupostos-chave: (i) a dinâmica de longo-prazo de redução da população em idade ativa (16-89 anos), de acordo com o cenário base das projeções do Eurostat; (ii) a convergência da inflação no longo-prazo para um valor coerente com o objetivo do Banco Central Europeu, em torno de 2,0%; e (iii) a convergência da produtividade total dos fatores (PTF) para um crescimento em torno de 0,6% no longo-prazo, coerente com a média observada no período 2002-19.

Para efeitos de análise a projeção é dividida em três períodos: (i) 2021-2025, marcado pela recuperação do choque causado pela pandemia COVID-19 e pela expetativa de absorção dos fundos associados ao Plano de Recuperação e Resiliência (PRR), que sumariza o cenário apresentado pelo CFP no seu relatório Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025 (atualização) de setembro; (ii) 2026-2030, período em que se antecipa o fecho do hiato do produto, encerrando o ciclo económico em que Portugal se encontra no momento e faz a transição para o longo-prazo; e (iii) 2031-2035, caracteriza a perspetiva de longo-prazo do CFP para a economia portuguesa.

Para um melhor enquadramento histórico do cenário, a Caixa 1 apresenta a composição do crescimento da economia portuguesa nos períodos mais relevantes – associados aos ciclos económicos – dos últimos 25 anos.

Cenário macroeconómico 2021-2035

O cenário de longo-prazo do CFP perspetiva que entre 2021 e 2035 o PIB real cresça a uma média de 1,9% por ano (Quadro 1). Este valor encontra-se em linha com a média observada no período de expansão anterior à pandemia, compreendido entre 2013 e 2019 (1,8%) (Gráfico 1 e Quadro 2). Em termos de composição, o crescimento da economia portuguesa até 2035 deverá, de um modo geral, ser semelhante ao observado em termos históricos no período de 2002 a 2019, assentando predominantemente num contributo positivo da produtividade total dos fatores (1,5 p.p. em média) e em contributos inferiores da acumulação de capital e do trabalho (0,3 p.p. e 0,1 p.p., em média, respetivamente).

Quadro 1 – Enquadramento macroeconómico: 2021-2035

	2021-25	2026-30	2031-35	2021-2035
Indicadores macroeconómicos				
PIB real	3,5	1,4	0,7	1,9
Produtividade total dos fatores (p.p.)	2,8	1,1	0,6	1,5
Capital (p.p.)	0,2	0,4	0,4	0,3
Trabalho (p.p.)	0,5	-0,1	-0,3	0,1
Deflator do PIB	1,5	1,8	2,0	1,8
IHPC	1,4	1,7	2,0	1,7
Rácios do investimento:				
Bruto (% PIB)	19,7	20,4	20,6	20,2
Líquido de depreciação (% *stock* de capital)	0,6	1,2	1,1	1,0
Intensidade do capital	-0,2	1,4	1,5	0,9
Produto potencial	2,1	1,5	0,7	1,4
Mercado de trabalho				
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,7	6,4	6,6	6,6
Emprego	0,8	-0,2	-0,4	0,1
Taxa de participação (% pop., 16-89 anos)	59,7	60,4	60,4	60,1
Produtividade aparente do trabalho	2,6	1,6	1,1	1,8
Remuneração média por trabalhador	1,7	3,1	3,0	2,6
Demografia				
População em idade ativa (16-89 anos)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2

Fontes: projeções CFP (2021-2035) e Eurostat (população com idade entre 16-89, *baseline projections*). | Nota: variáveis expressas em taxa de variação anual média, % (exceto onde indicado). A composição do crescimento foi elaborada com recurso a uma função de produção do tipo *Cobb-Douglas* assumindo a parte do capital igual a 35%.

Neste horizonte destaca-se a trajetória de desaceleração progressiva do crescimento do PIB real, convergindo no longo-prazo – e na ausência de choques – para o seu crescimento potencial. Os vários subperíodos especificados na projeção revelam assim diferenças que importa analisar em maior detalhe.

Caixa 1 – Composição do crescimento da economia portuguesa nos últimos 25 anos

A economia portuguesa apresentou um perfil de crescimento heterogéneo nos últimos 25 anos. No final da década de 90 e inícios da primeira década do século XXI, a economia viveu um momento de elevado dinamismo, beneficiando de uma conjuntura externa favorável, da entrada substancial de fundos comunitários e de dinâmicas migratórias positivas que levaram a um forte aumento do investimento e do emprego (Quadro 2). Contudo, após a crise económica de 2002, o ritmo de crescimento da economia portuguesa abrandou consideravelmente, fruto de uma progressiva diminuição dos fluxos migratórios e de redução dos rácios de investimento. Estas dinâmicas foram novamente alteradas na sequência da grande crise financeira de 2008 e de dívida soberana de 2011-2012, traçando um novo perfil de crescimento para a retoma económica que se seguiu. Mais recentemente, em 2020, a economia foi severamente afetada pelos efeitos da pandemia COVID-19, que resultaram numa forte contração da atividade económica. Dada a elevada heterogeneidade entre estes ciclos, importa analisar, em maior detalhe, os determinantes do crescimento da economia portuguesa para cada um destes períodos.

Quadro 2 – Determinantes do crescimento da economia portuguesa, 1996T1-2021T2

	1996T1 - 2002T1	2002T2 - 2008T1	2008T2 - 2012T4	2013T1 - 2019T4	2020T1 - 2021T2	2002 - 2019
PIB real	3,7	1,1	-1,5	1,8	-3,9	0,7
Produtividade total dos fatores (p.p.)	1,4	0,6	-0,4	1,3	-3,4	0,6
Capital (p.p.)	1,0	0,6	0,2	-0,2	0,0	0,2
Trabalho (p.p.)	1,3	-0,1	-1,4	0,7	-0,5	-0,1
Emprego	2,1	-0,2	-2,1	1,1	-0,7	-0,2
Rácios do investimento:						
Bruto (% PIB)	23,7	21,7	18,6	16,0	19,0	18,7
Líquido de depreciação (% *stock* de capital)	2,7	1,6	0,5	-0,5	-0,1	0,5
Produtividade aparente do trabalho	1,6	1,3	0,6	0,7	-3,1	0,9
Intensidade do capital	0,7	1,9	2,8	-1,7	0,7	0,7

Fontes: Cálculos CFP e INE. | Nota: variáveis expressas em taxa de variação anual média, % (exceto onde indicado). A organização dos períodos em análise tem por base choques que marcaram a economia portuguesa e a caracterização dos ciclos económicos tal como foi elaborado na publicação do CFP "Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas" de 2018. A composição do crescimento foi elaborada com recurso a uma função de produção do tipo *Cobb-Douglas* assumindo a parte do capital igual a 35%.

O período entre 1996 e o início da crise económica de 2002 foi um período de forte crescimento da economia portuguesa, com esta a registar um crescimento médio do PIB real de 3,7%. O desempenho neste período deveu-se a uma conjugação de vários fatores positivos. Nomeadamente, o contributo do fator trabalho (1,3 p.p., em média) foi especialmente forte, refletindo não só as dinâmicas migratórias, as quais levaram a um aumento substancial da população ativa, mas também a manutenção da taxa de desemprego em níveis baixos, o que se traduziu num aumento médio do emprego de 2,1%. O contributo da acumulação de capital foi também relevante (1,0 p.p., em média) e encontra-se associado, entre outros, ao dinamismo da atividade económica em torno do sector da construção, o que levou a um reforço substancial dos fluxos de investimento (para 23,7% do PIB, em média) e a crescimentos relevantes no *stock* de capital, de 2,7% em média e de 0,7% na intensidade de capital por trabalhador. Por fim, o forte contributo da produtividade total de fatores (1,4 p.p. em média) encontra-se associada ao aumento da produtividade aparente do trabalho, de 1,6%, em média.

No período que se segue, compreendido entre a crise económica de 2002 e o início da crise financeira global de 2008, o qual corresponde à parte final do período da grande moderação nas economias desenvolvidas, o crescimento médio recuou para 1,1%. Esta desaceleração ocorreu em virtude de uma forte redução no contributo do fator trabalho (para -0,1 p.p.) e

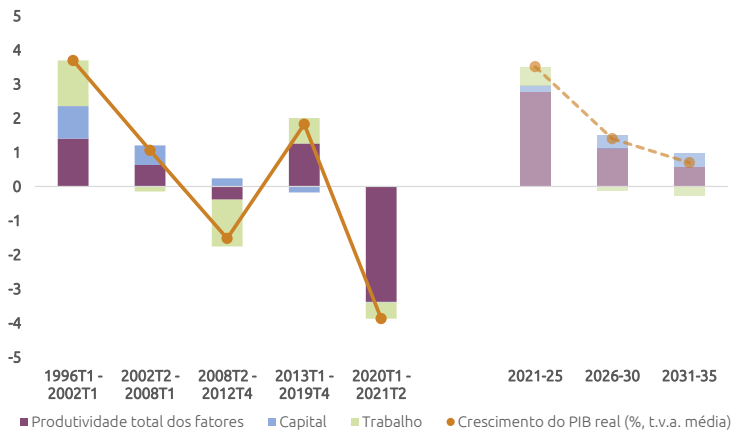
diminuições inferiores nos contributos da acumulação de capital e da produtividade total dos fatores (para 0,6 p.p., em ambos os casos). No que diz respeito ao fator trabalho, a forte redução no seu contributo neste período encontra-se associada, em exclusivo, a um aumento na taxa de desemprego, uma vez que a população ativa manteve uma trajetória ascendente, tendo continuado a beneficiar, ainda que em menor escala, das dinâmicas migratórias. Ao mesmo tempo, assistiu-se a um abrandamento no ritmo de acumulação de capital (para 1,6%, em média), associada a uma redução dos fluxos de investimento (para 21,7% do PIB, em média).

O período seguinte, compreendido entre o início da crise financeira global de 2008 e o final da crise de dívida soberana, em 2012, ficou marcado por uma contração da economia portuguesa de 1,5%, em média. Neste período, assistiu-se a uma redução da população ativa (parcialmente determinada pela inversão dos fluxos migratórios) e a um aumento significativo na taxa de desemprego, os quais levaram a uma redução média de 2,1% no emprego e a uma intensificação do contributo negativo deste fator produtivo para o crescimento do PIB. Em virtude da degradação das condições económicas verificadas neste período, os fluxos de investimento também se reduziram de forma substancial, para 18,6% do PIB em termos médios, reduzindo o ritmo de crescimento do *stock* de capital para 0,5%. Do mesmo modo, a produtividade total dos fatores também foi igualmente impactada, refletindo, entre outros, um menor dinamismo da produtividade aparente do trabalho.

Após a crise de dívida soberana, e até ao final de 2019, a economia portuguesa entrou num ciclo de retoma, que se traduziu num crescimento médio de 1,8%, superior ao observado na primeira década do século. Esta recuperação assentou, por um lado, no aumento de 1,1%, em média, do emprego (e de redução substancial na taxa de desemprego) e, por outro lado, na recuperação do contributo da produtividade total dos fatores. Neste período, o contributo da acumulação de capital tornou-se negativo, refletindo uma redução média no *stock* de capital de 0,5% ao ano. Esta resultou de uma recuperação lenta nos fluxos de investimento face aos valores observados no final do período anterior e que, em termos médios, ascenderam a 16,0% do PIB entre 2013 e 2019.

Por fim, o período compreendido entre o início de 2020 e a atualidade (2.º trimestre de 2021) ficou marcado pelo impacto da pandemia COVID-19, o qual levou a uma contração sem precedentes da atividade económica (3,9%, em termos médios). Neste período, o contributo da produtividade total de fatores (-3,4 p.p.) foi o principal responsável por esta dinâmica, refletindo, entre outros, a forte redução na utilização da capacidade produtiva instalada (em virtude do encerramento temporário de algumas atividades) e a diminuição na produtividade aparente do trabalho. O contributo do fator trabalho para o crescimento do PIB também se tornou novamente negativo (-0,5 p.p. em termos médios) refletindo alguma redução no nível de emprego. Por fim, o contributo da acumulação de capital para o crescimento do PIB foi nulo neste período, recuperando ligeiramente face ao período anterior e resulta de uma redução menos intensa do *stock* de capital (0,1%, em média). Esta reflete a manutenção de algum dinamismo ao nível do investimento, que deverá ter contraído menos que a atividade económica, levando a um aumento do rácio de investimento no PIB para 19,0%.

Gráfico 1 – Contributos para o crescimento do PIB em volume (p.p.)

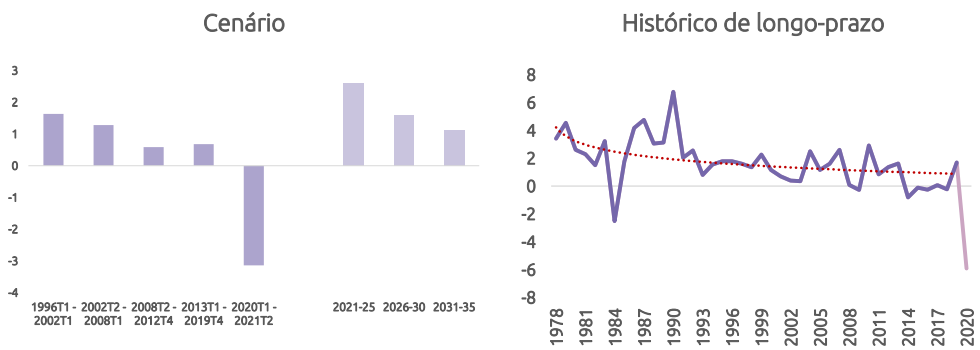


Fontes: CFP e INE. | Nota: composição do crescimento elaborada com recurso a uma função de produção do tipo *Cobb-Douglas* assumindo a parte do capital igual a 35%. Ver nota do Quadro 2 para mais informação sobre os períodos selecionados.

Para o período compreendido entre **2021 e 2025**, as dinâmicas projetadas para a economia portuguesa, apresentadas no "Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025 (atualização)", publicado em setembro, deverão traduzir-se num crescimento médio da economia mais robusto (em média, 3,5% ao ano). Esta evolução deverá resultar, em larga medida, do processo de recuperação da crise pandémica e do impacto esperado do PRR, o qual deverá impulsionar o crescimento da economia portuguesa. O crescimento deverá ser suportado por um contributo médio de 2,8 p.p. da produtividade total dos fatores, no contributo de 0,5 p.p. do fator trabalho e na recuperação no contributo da acumulação de capital para 0,2 p.p.

A forte dinâmica projetada para o contributo da produtividade total dos fatores neste período (2,8 p.p.) reflete entre outros, a evolução esperada para a produtividade aparente do trabalho, a qual deverá crescer 2,6%, fortemente influenciada por um efeito base associado ao período da pandemia, durante o qual, a produtividade diminuiu 3,1% (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Produtividade aparente do trabalho (t.v.a., %)

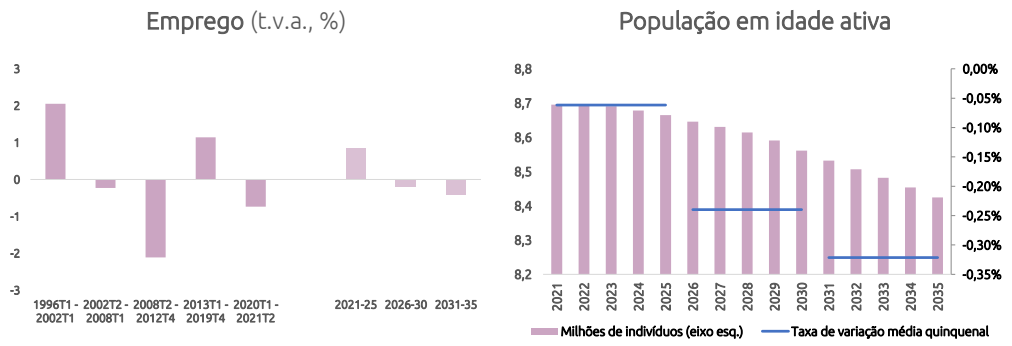


Fonte: CFP, INE e Banco de Portugal (séries longas trimestrais).

Relativamente ao contributo do fator trabalho, este deverá refletir uma expetativa de recuperação no mercado de trabalho, antecipando-se um aumento médio de 0,8% no emprego e uma redução na taxa de desemprego (para 6,7%, em média) em direção à

taxa de desemprego estrutural da economia. A taxa de participação no mercado de trabalho deverá também recuperar neste período, após uma forte redução no período pandémico, enquanto a evolução demográfica deverá pesar negativamente, apontando as projeções para uma redução, ainda que marginal (-0,1% em média), na população em idade ativa (Gráfico 3).

Gráfico 3 – Projeções para o emprego e para a população em idade ativa (16-89 anos)



Fontes: CFP, INE e Eurostat.

Já a recuperação no contributo da acumulação de capital para 0,2 p.p. – que havia sido negativo no período de expansão 2013-2019 (-0,5 p.p. em média) e nulo no período de pandemia (Gráfico 1 e Quadro 2) – deverá beneficiar do impacto do PRR, o qual deverá impulsionar o investimento neste período. Em resultado, o rácio de investimento no PIB deverá apresentar uma trajetória ascendente e um valor médio de 19,7%, enquanto o stock de capital da economia deverá crescer, em média, 0,6% ao ano, em linha com o observado no período 2002—2019 (em média 0,5%).

Ao nível dos preços, o atual cenário projeta ainda, para o período entre 2021 e 2025, uma aceleração no ritmo de crescimento do IHPC para 1,4% e do deflator do PIB para 1,5%, em média, o que associado a um aumento de 1,7% nas remunerações médias por trabalhador deverá resultar num aumento das remunerações médias reais de aproximadamente 0,2%.

Nos anos seguintes, a economia portuguesa deverá entrar num perfil de convergência para o seu crescimento potencial ou de longo-prazo. Assim, o atual cenário antecipa que, no período 2026-2030, a economia portuguesa cresça, em média, 1,4% ao ano. Para esta dinâmica, o contributo de 1,1 p.p. da produtividade total de fatores, continuará a ser decisivo. A acumulação de capital deverá contribuir com 0,4 p.p., recuperando face ao período anterior, enquanto o fator trabalho deverá contribuir negativamente, ainda de que forma marginal (-0,1 p.p.) para o crescimento da economia.

O aumento no contributo da acumulação de capital deverá refletir uma manutenção dos fluxos de investimento, mesmo após a conclusão do PRR, o que se deverá traduzir na manutenção do rácio do investimento sobre o produto em torno de 20,4%, um valor superior aos 16,0% observados entre 2013 e 2019, mas ainda assim inferior ao registado no início do século (Gráfico 4). Desta forma, o *stock* de capital da economia deverá crescer, em média, 1,2% ao ano, sendo este ritmo de crescimento ligeiramente inferior aquele observado no período da grande moderação, entre 2002 e 2008 (1,6%).

Gráfico 4 – Rácio do investimento em % do PIB

Fonte: CFP e INE.

A redução no contributo do fator trabalho deverá resultar, sobretudo, da expetativa de uma redução mais intensa da população em idade ativa (-0,2%, em média), uma vez que, para o mesmo período, se projeta a estabilização da taxa de desemprego (média) da economia em 6,4% da população ativa e a manutenção de um perfil ascendente na taxa de participação (que, por hipótese, deverá estabilizar em torno de 60,4%).

Não obstante a redução significativa face ao período anterior, o contributo da produtividade total dos fatores deverá permanecer como principal motor do crescimento da economia. Esta dinâmica deverá refletir, não só o crescimento de 1,6% na produtividade aparente do trabalho projetada para o período 2026-2030 (ainda que a um ritmo inferior do que no período 2021-2025), mas também um reforço na intensidade de capital.[6]

Para este período, considera-se ainda que o ritmo de crescimento do deflator do PIB deverá acelerar para 1,8%, e o IHPC para 1,7%, convergindo em direção ao objetivo de longo-prazo da autoridade monetária, de 2,0%. Ao mesmo tempo, o crescimento das remunerações por trabalhador (3,1%), deverá ser apenas ligeiramente inferior à soma do crescimento da produtividade aparente do trabalho e da inflação.

No longo-prazo, o ritmo de crescimento da economia deverá convergir para 0,7%, em linha com o crescimento potencial estimado para a economia portuguesa, e o qual deverá estar próximo do crescimento médio observado entre 2002-2019 – período compreendido entre a introdução do euro e o início da pandemia.

Esta evolução deverá traduzir sobretudo a redução no contributo da produtividade total de fatores para 0,6 p.p. – um valor idêntico ao da média histórica da economia portuguesa no período 2002-2019. Esta deverá, ainda assim, permanecer como principal motor do crescimento económico. À semelhança do período anterior, a dinâmica do contributo da produtividade total de fatores deverá refletir, entre outros, a evolução da produtividade aparente do trabalho, que deverá crescer em média 1,1%, próximo do crescimento médio observado entre 2002 e 2019 (0,9%), assim como o aumento da intensidade do capital de aproximadamente 1,5%, ao ano, em média.

[6] A intensidade do capital, ou *capital deepening* na terminologia anglo-saxónica, é medida pelo rácio do *stock* de capital da economia no emprego (medido em número de indivíduos ou horas trabalhadas).

O contributo da acumulação de capital para o crescimento do PIB em 2031-2035 deverá manter-se estável em 0,4 p.p., sendo apenas ligeiramente superior ao valor médio observado entre 2002 e 2019 (0,2 p.p.). Esta estabilização face ao período precedente encontra-se associada a uma manutenção do rácio médio de investimento no PIB em torno de 20,6%.

O contributo negativo do fator trabalho no longo-prazo é determinado, em larga medida, pelas projeções demográficas, as quais apontam para uma redução da população em idade ativa de 0,3% ao ano, em média, mas também pela expetativa de um ligeiro aumento na taxa de desemprego, para valores em torno da taxa de desemprego natural da economia. Assume-se a manutenção da taxa de participação no mercado de trabalho em 60,4%.

Por fim, o ritmo de crescimento do IHPC e do deflator do PIB, no longo-prazo, deverão estabilizar em torno de 2,0%, em linha com o objetivo de longo-prazo do BCE, enquanto as remunerações médias reais por trabalhador deverão crescer a um ritmo semelhante ao da produtividade aparente do trabalho.

A comparação dos resultados deste exercício com outras projeções de longo-prazo, indica que as perspetivas do CFP para o crescimento médio do PIB e do produto potencial português no período 2021-2035 são ligeiramente mais elevadas do que as da Comissão Europeia (CE) e as da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) (Quadro 3). A análise aos subperíodos indica que a diferença está sobretudo em 2021-2025, com o CFP a projetar um crescimento mais robusto quer do PIB real quer do potencial, o que pode estar relacionado, em parte, com a magnitude do PRR incorporada nos diferentes cenários. Para o longo-prazo a situação inverte-se, sendo a projeção do CFP a que aponta para um menor ritmo médio de crescimento do PIB e do produto potencial. Note-se, contudo, que a comparação entre cenários de ser feita com muitas reservas, uma vez que as projeções não são rigorosamente comparáveis entre si: podem, por exemplo, incorporar diferentes níveis de informação e hipóteses técnicas, medidas de política distintas e assentam necessariamente em diferentes metodologias.

Quadro 3 – Outras projeções de longo-prazo para o PIB português (t.v.a. média, %)

	2021-25	2026-30	2031-35	2021-2035
PIB real				
CFP	3,5	1,4	0,7	1,9
CE	2,3	0,8	0,9	1,3
OCDE	3,3	1,4	0,9	1,8
Produto potencial				
CFP	2,1	1,5	0,7	1,4
CE	1,2	0,8	0,9	0,9
OCDE	1,5	1,3	0,9	1,2

Fontes: CFP, Comissão Europeia – *Ageing Report 2021* e OCDE – *Economic Outlook No 109 - Long-term baseline projections, October 2021.*

3.2 Riscos macroeconómicos no longo-prazo

No longo-prazo o crescimento económico é ditado pela dinâmica da produtividade total dos fatores (ou seja, pela eficiência com que trabalho e capital são combinados para gerar o produto). No cenário macroeconómico de longo-prazo do CFP o crescimento da PTF é próximo de 0,6% ao ano – valor consistente com a média observada no período 2002-2019 (Quadro 2).

Em simultâneo, perspetiva-se que, no longo-prazo, o investimento em mais equipamento e tecnologia por unidade de trabalho, ou seja, a intensidade do capital cresça a uma taxa média de 1,5% ao ano – um valor superior à média do período 2002-2019 (0,7%). Esta dinâmica resulta da manutenção do rácio do investimento no PIB em torno de 20,6%, cuja recuperação decorre sobretudo, do efeito esperado do PRR no investimento no curto-médio prazo (2021-2026).

Assim, projeta-se um crescimento da produtividade do trabalho – que resulta do crescimento da PTF e do contributo da intensidade do capital – em torno de 1,1% no longo-prazo, ligeiramente acima da média do período 2002-2019 (0,9%).

O crescimento da produtividade é o principal risco macroeconómico no longo-prazo, à semelhança do que foi identificado no relatório dos Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas de 2018.

Em termos históricos (1978-2019), o crescimento da produtividade aparente do trabalho é uma série volátil e com uma tendência descendente (Gráfico 2). Essa tendência é também visível ao analisar os períodos que constam do Quadro 2. Olhando para os vários períodos históricos, o crescimento da produtividade do trabalho tem diminuído de 1,6% no final da década de 90 até 0,6% nos anos compreendidos entre a crise financeira global e a crise da dívida soberana.[7] No período que se seguiu, o crescimento da produtividade manteve-se em torno de 0,7% devido, sobretudo, ao contributo da intensidade do capital que foi negativo apesar da expansão da atividade económica.

Assim, as projeções para a evolução da produtividade do trabalho estão envoltas em muita incerteza. No cenário do CFP, a recuperação, em 2021-2025, do choque da pandemia e a convergência para um crescimento de 1,1% no longo-prazo estão dependentes de um contributo da intensidade do capital que não se observou no passado mais recente de expansão económica, mas se espera que em parte decorra da execução do PRR. O contributo da acumulação de capital, no longo-prazo, pressupõe a manutenção de condições de financiamento favoráveis e a estabilização do rácio de investimento no produto em torno dos valores projetados para o final do período de execução do PRR (2021-2026). Para esse período, é assumida uma trajetória ascendente deste rácio, em linha com o cenário apresentado no "Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025 (atualização)", o qual pressupõe uma eficiente execução do PRR e absorção dos fundos na economia. Desta forma, uma execução do plano abaixo do esperado poderá levar a rácios do investimento mais reduzidos, prejudicando a intensidade do capital e logo a produtividade do trabalho e o crescimento de longo-prazo da economia.

[7] Entre 1978-1995 a média anual do crescimento da produtividade aparente do trabalho foi de 2,6%.

3.3 Riscos associados aos ciclos económicos

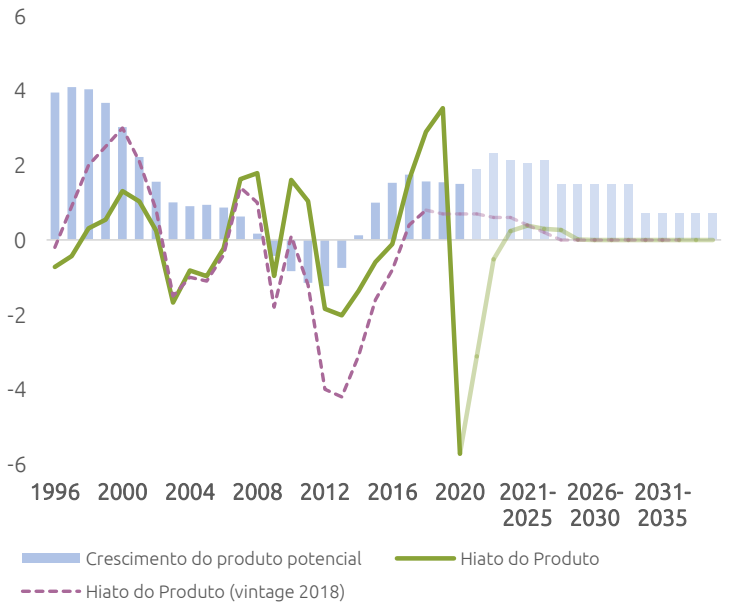
As flutuações cíclicas na atividade económica resultam em impactos sobre a receita e a despesa pública, gerando riscos orçamentais independentes da política orçamental discricionária. A política orçamental atua ao longo de todo o ciclo económico através dos estabilizadores automáticos (do lado da receita e do lado da despesa), atenuando a amplitude destas flutuações. Sendo Portugal uma pequena economia aberta, grande parte dos choques que geram tais flutuações cíclicas são de natureza exógena.

Hiato do produto

No relatório do CFP de 2018, usando uma série longa histórica do PIB português e assumindo que a probabilidade de recessão é independente em cada ano, concluiu-se que a probabilidade da economia se encontrar em recessão num dado ponto em qualquer período de cinco anos é de aproximadamente 55%. A última recessão observada ocorreu na primeira metade de 2020 e durou dois trimestres. O choque pandémico que a gerou, quebrou um ciclo de 23 trimestres consecutivos de crescimento económico (de 2014T2 a 2019T4).

O Gráfico 5 mostra a estimativa mais recente para o hiato do produto da economia portuguesa, que traduz a rápida recuperação do crescimento da atividade económica no curto prazo e fecho do hiato em torno de 2027.

Gráfico 5 – Crescimento potencial e hiato do produto: 1996-2035 (%)



Fonte: CFP e Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas (CFP, 2018). |
Nota: o hiato do produto é representado em percentagem do produto potencial.

Dada a magnitude do choque provocado pela COVID-19 e a elevada incerteza na natureza dos seus efeitos (cíclicos ou estruturais) no produto potencial, a estimativa para o hiato do produto deve ser analisada com cuidado adicional (ver, por exemplo, Bodnár *et al.*, 2020, no contexto da Área do Euro).

Essa incerteza acresce às restantes fontes de incerteza que tipicamente enquadram as estimativas do produto potencial e hiato do produto. Tal como sumarizado por OBR (2019), as principais fontes são: (i) incerteza de final de amostra; (ii) incerteza nos dados, pela revisão e incorporação de nova informação; e (iii) incerteza no modelo ou metodologia de cálculo do produto potencial.

Independentemente da sua verdadeira magnitude, o choque causado pela pandemia e os efeitos ainda incertos colocam riscos de natureza sobretudo descendente nas perspetivas de curto, médio e longo-prazo para a dinâmica da economia, que importa analisar em maior detalhe.

Impacto da pandemia e riscos subjacentes

A pandemia COVID-19 teve um forte impacto na economia e sociedade portuguesas, levando a fortes reduções na atividade económica ou ao encerramento temporário de vários sectores da economia e impondo ainda fortes restrições à circulação de pessoas. Este choque traduziu-se, assim, numa redução do PIB em volume de 8,4% em 2020, a mais intensa desde, pelo menos, 1977.[8]

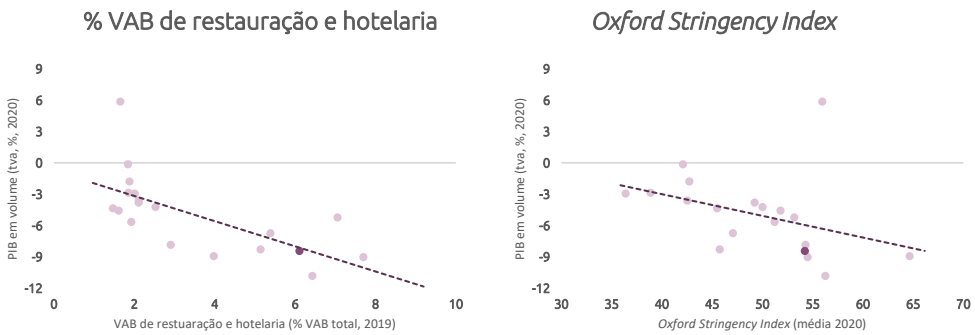
Comparativamente a choques anteriores que afetaram a economia portuguesa, o choque pandémico distingue-se pelo facto de não ter origem direta na estrutura da economia. Ao invés, este terá resultado de uma crise de saúde pública, que ocorreu de forma sincronizada a nível mundial, e cujas medidas de mitigação e o distanciamento social voluntário levaram a fortes entraves à atividade económica, pressionando não só a oferta, mas também a procura.

O facto de o choque pandémico ter ocorrido de forma sincronizada potenciou os seus efeitos *spillover* negativos, em especial num contexto de crescente globalização da economia mundial, exacerbando, assim, o seu impacto. De acordo com OBR (2021), na sequência da pandemia COVID-19, cerca de 90% das economias mundiais terão sofrido uma redução do PIB real em 2020, o que compara com aproximadamente 50%, em 2009, na sequência da crise financeira global.

No entanto, a intensidade do impacto foi bastante diferenciada entre os diferentes países. Foi superior nas economias mais abertas e dependentes da procura externa, tais como as mais dependentes da atividade turística (entre as quais se inclui Portugal) e nos países que adotaram medidas de mitigação mais severas (sintetizado pelo *Oxford Stringency Index*). Neste contexto, Portugal apresentou a quarta maior contração do PIB em volume de entre os 19 países da área do euro (Gráfico 6).

[8] Com base nos dados extraídos das "Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2020" publicados pelo Banco de Portugal, com o Boletim Económico de maio de 2021.

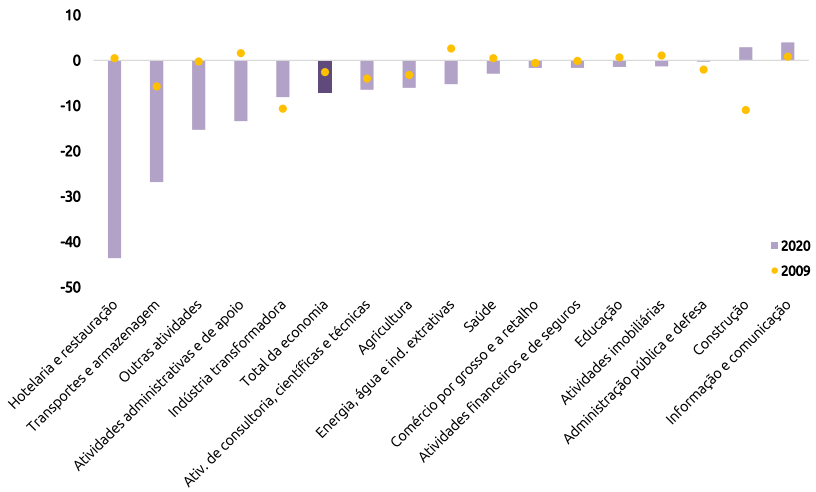
Gráfico 6 – Taxa de variação do PIB em volume dos principais parceiros, *Oxford Stringency Index* e peso do sector de restauração e hotelaria



Fontes: Cálculos do CFP, Eurostat e *Oxford COVID-19 Government Response Tracker*. | Nota: Os pontos referem-se às várias economias da área do euro; o ponto mais escuro refere-se à economia portuguesa. O *Oxford Stringency Index* é um indicador agregado que regista o rigor das medidas de contenção do COVID-19 que restringem o comportamento dos agentes económicos.

Em termos sectoriais, o impacto da pandemia foi sentido de forma heterogénea nos vários ramos de atividade da economia portuguesa. Este foi particularmente intenso nos sectores mais ligados à atividade turística, tais como a "hotelaria e restauração" e "transportes e armazenagem", que apresentam uma maior dependência do contacto interpessoal e da procura externa. Este impacto contrasta com o observado no choque da crise financeira global de 2008/2009, em que se verificou um impacto mais homogéneo entre os diversos ramos de atividade (Gráfico 7).

Gráfico 7 –VAB sectorial em volume (t.v.a., %)



Fonte: Cálculos do CFP e INE. | Nota: a barra mais a escuro refere-se ao total da economia.

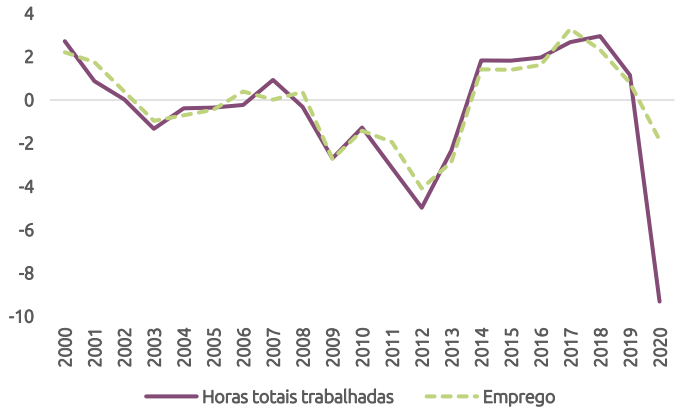
Os impactos da pandemia na estrutura produtiva da economia portuguesa deverão sentir-se tanto no curto como no longo-prazo. Estes poderão materializar-se tanto ao nível do mercado de trabalho, como do investimento, ou das dinâmicas de produtividade, constituindo, assim, um risco relevante para o crescimento da economia nacional.

Contudo, não é ainda possível determinar, com precisão, de que modo a atual crise pandémica afetará as dinâmicas da economia no longo-prazo, isto é, qual o nível de *scarring* que ocorrerá. Este irá depender de diversos fatores, entre eles, a evolução do processo pandémico e da campanha de vacinação, o modo como os programas de apoio à atividade económica e emprego sejam descontinuados e a forma como as expetativas dos agentes económicos evoluam.

Mercado de trabalho

No mercado de trabalho, o impacto imediato do choque pandémico sentiu-se sobretudo ao nível da intensidade de utilização do emprego, tendo-se observado uma redução de 7,6% nas horas médias trabalhadas em 2020, e um impacto mais reduzido no emprego (-1,9%). Esta evolução contrasta com o observado em choques anteriores, em que a quase totalidade do ajustamento foi realizado através do nível de emprego (Gráfico 8).

Gráfico 8 – Emprego e horas totais trabalhadas (t.v.a., %)



Fontes: INE.

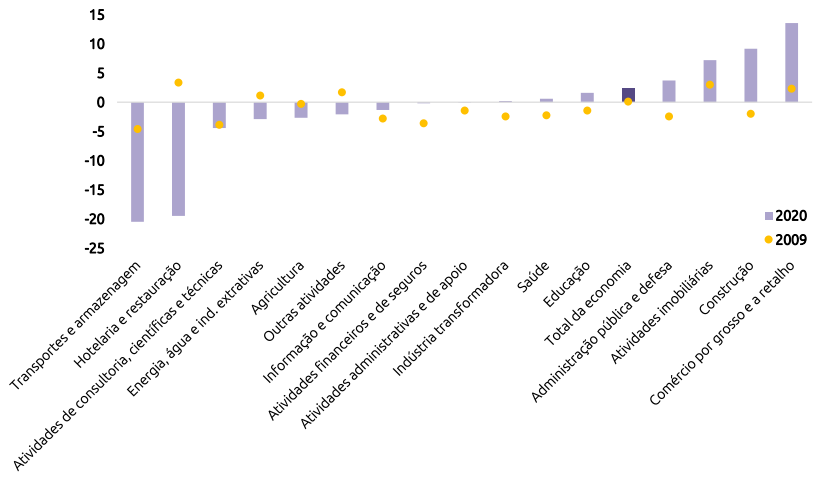
Esta diferença deveu-se, sobretudo, às medidas de apoio ao emprego e à atividade económica implementadas em resposta à pandemia, tais como o *layoff* simplificado e as moratórias de crédito às empresas, as quais permitiram preservar os vínculos laborais e evitar a insolvência das empresas.[9] Desta forma foi possível evitar os impactos negativos que adviriam de um aumento do desemprego, tais como a destruição de capital humano (em especial aquele específico a cada empresa) e que poderiam ter impactos significativos na produtividade.

Observa-se ainda que, para um número significativo de sectores, a redução da atividade foi acompanhada por um ajustamento de magnitude semelhante nas horas totais trabalhadas, permitindo, assim, uma relativa manutenção dos níveis de produtividade medida por VAB por hora trabalhada (Gráfico 9). Contudo, constata--se que em alguns sectores, tais como a hotelaria e restauração e transporte e armazenagem, a redução da

[9] Não obstante a medida ter ficado conhecida por "*layoff*" simplificado na realidade o termo atualmente mais utilizado nos países anglo-saxónicos é "*furlough*".

atividade superou a redução significativa nas horas médias trabalhadas. Importa, ainda assim, referir que estas dinâmicas sectoriais podem também refletir alterações significativas nos padrões de procura durante a pandemia, tais como a substituição de procura de serviços de restauração pela aquisição de bens alimentares no comércio a retalho.

Gráfico 9 – Produtividade sectorial por hora trabalhada (t.v.a., %)



Fonte: Cálculos do CFP e INE. | Nota: a barra mais a escuro refere-se ao total da economia.

Ainda que, no curto-prazo, não se tenha observado uma redução significativa no emprego, uma possível reorientação dos recursos produtivos dos sectores menos produtivos para os sectores mais produtivos, ou uma alteração permanente dos padrões de procura da economia, poderão levar a um aumento do desemprego por via da desadequação de competências entre a oferta e procura de emprego (*labour mismath*), eventualmente originando, no médio-prazo, o fenómeno de histerese no mercado de trabalho (manutenção da taxa de desemprego em níveis mais elevados). Este fenómeno tenderá a diluir-se de forma gradual, à medida que os trabalhadores com as qualificações desadequadas abandonam o mercado de trabalho ou sejam requalificados, tornando-se o efeito nulo no longo-prazo.

Também o facto de, no curto-prazo, o ajustamento do trabalho ter sido realizado via intensidade (horas médias trabalhadas), poderá, segundo Kouchekinia *et al.* (2020) levar a que uma franja de trabalhadores possa permanecer em situação de subemprego por um período prolongado. Este fenómeno ocorrerá, em especial, num contexto de recuperação mais lenta da atividade económica ou de retirada precoce dos programas de apoio ao emprego, levando a que estes trabalhadores apresentem vínculos mais precários ao mercado de trabalho, afetando negativamente as dinâmicas do emprego no médio e longo-prazo.

Adicionalmente, Fernald e Li (2021) consideram que em resposta à atual pandemia e face à expectativa da eventual ocorrência de novas pandemias no futuro, as empresas poderão intensificar a sua aposta na automatização, o que levará a uma redução na utilização do trabalho no médio e longo-prazo. Este fenómeno seria compensado por um aumento do nível de investimento, promovendo uma maior acumulação de capital e um aumento do rácio de capital por trabalhador, podendo, segundo Leduc e Liu (2021), levar a um aumento da produtividade e do crescimento potencial da economia.

O choque pandémico também poderá ter afetado as decisões de participação no mercado de trabalho, sendo que na economia portuguesa este efeito se traduziu, em 2020, numa redução de 1,3 p.p. na taxa de participação da população com 15 ou mais anos, para 58,0%, o valor mais baixo desde 1997.

De acordo com Fernald e Li (2021), a redução na taxa de participação poderá manifestar-se através de diversos canais, dos quais se salienta: (i) o abandono precoce do mercado de trabalho por parte de trabalhadores – transitório, por receio de contração da doença, ou definitivo, na sequência do desenvolvimento de sequelas permanentes incapacitantes; e (ii) o aumento do número de desencorajados, em especial nos sectores afetados de forma mais intensa pela pandemia, que poderão sentir dificuldade em encontrar um novo emprego adequado às suas competências, ou com um nível salarial correspondente às suas expetativas.

Por fim, os desenvolvimentos demográficos e migratórios constituem também um risco relevante para as dinâmicas do emprego. A evolução heterogénea da pandemia nos diversos países, e uma eventual expetativa, por parte dos agentes, de uma maior probabilidade da existência de novas pandemias no futuro, poderá afetar as dinâmicas demográficas e, em especial, os fluxos migratórios no médio e longo-prazo, com impactos na população em idade ativa e no emprego. Por exemplo, segundo as projeções do Eurostat, num cenário hipotético em que se assumam fluxos migratórios 33% inferiores face ao cenário base, a população em idade ativa (dos 16 aos 89 anos de idade) seria, em 2035, de aproximadamente 8,363 milhões de indivíduos, 0,7% inferior ao projetado no cenário base (integrado na projeção do CFP).

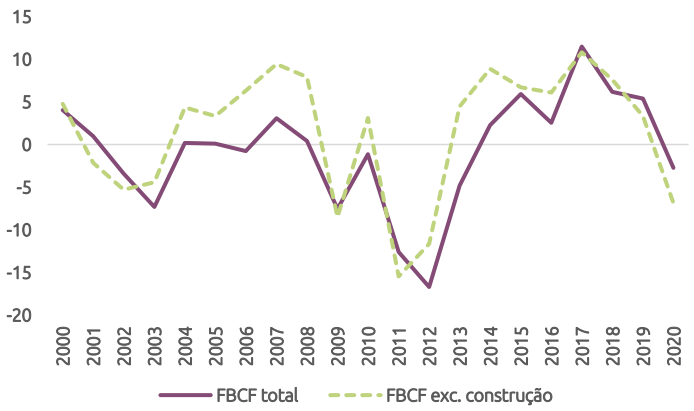
Investimento

Ao nível do investimento, o impacto de curto-prazo da pandemia COVID-19 foi predominantemente negativo, em resultado quer da redução das perspetivas das empresas relativas à procura, quer da interrupção nas cadeias de fornecimento globais de bens, incluindo aqueles destinados ao investimento.

Nesta rubrica, os programas de apoio às empresas foram um instrumento importante para conter os efeitos de curto-prazo da pandemia, evitando a insolvência de inúmeras empresas e reduzindo o impacto sobre o sector financeiro, permitindo que este continue a financiar a economia.

Ainda que a redução da formação bruta de capital fixo (FBCF) em volume em 2020 tenha sido apenas de 2,7%, importa salientar que a dinâmica desta foi fortemente determinada pela evolução das suas componentes menos produtivas, em especial na atividade em construção, a qual representou 51,1% da FBCF total realizada em 2020. Se esta componente fosse excluída, a FBCF em volume teria apresentado uma redução mais intensa de 6,9%, em 2020, o que contribuiria para um crescimento inferior (ou mesmo redução) do *stock* de capital produtivo da economia (Gráfico 10). Importa salientar que, não obstante a existência de diversos programas que visam fomentar o investimento, tais como o PRR, é expectável que, no curto-prazo, a pandemia continue a pesar negativamente nesta componente, devido sobretudo às fortes restrições existentes na oferta de bens investimento.

Gráfico 10 – Formação bruta de capital fixo em volume (t.v.a., %)



Fontes: INE.

O choque pandémico também afetou negativamente o grau de utilização da capacidade produtiva instalada na economia. Em Portugal, este indicador reduziu-se 3,1 p.p., para 75,7% em 2020, o valor mais baixo desde 2009. Segundo Fernald e Li (2021) este fenómeno poderá decorrer, entre outros, da necessidade de duplicação de algum capital, de forma a possibilitar o trabalho remoto. Contudo, este capital não se encontrará todo em utilização simultânea, o que aliado ao encerramento temporário de empresas cujas atividades não são passíveis de serem realizadas remotamente (sobretudo nos sectores primários e secundários), poderá levar a uma redução significativa na utilização da capacidade produtiva instalada na economia.

No longo-prazo não é esperado que o choque pandémico tenha impactos diretos significativos no investimento. Ainda assim, Fernald e Li (2021) apontam alguns canais através dos quais o choque pandémico poderá condicionar, de forma indireta, a evolução do investimento no longo-prazo.

Nomeadamente, os autores consideram que, na sequência do aumento do endividamento público, utilizado para financiar os programas de apoio à atividade económica e emprego, a taxa de juro da economia deverá subir a prazo. Este fenómeno poderá, assim, gerar um efeito de *crowding-out* sobre o investimento privado, condicionando o processo de acumulação de capital. Adicionalmente, dependendo da forma como é garantido o serviço desse aumento de dívida, um eventual aumento da tributação, em particular sobre o capital, poderá desincentivar o investimento e a acumulação de capital (ver, por exemplo, Mankiw *et al.*, 2009).

Poderá ser ainda esperado que, na sequência do choque pandémico, os agentes económicos se tornem mais avessos ao risco e revejam em baixa as suas expetativas. Esta alteração poderá afetar negativamente as decisões de contratação e investimento, por parte das empresas, e de consumo e poupança, por parte das famílias. Ao ocorrerem de forma simultânea, estas revisões de expetativas poder-se-ão tornar autorrealizáveis (*self-fulfilling*), levando a um efetivo impacto negativo sobre o investimento e emprego, o qual, segundo Kozlowski *et al.* (2020) poderá ser significativo. Este processo é usualmente apelidado de *belief scarring*.

Produtividade

No que diz respeito à produtividade, existe alguma incerteza relativamente aos impactos da pandemia, com alguns fatores a potenciar um aumento da produtividade, enquanto outros a penalizam.

Por um lado, os diversos programas de apoio às empresas foram um instrumento importante para conter os efeitos de curto-prazo da pandemia. Estes evitaram a insolvência de inúmeras empresas produtivas, e as perdas da capital humano e físico que daí poderiam advir. Contudo, estes programas poderão ter também um efeito perverso, na medida em que podem permitir que empresas estagnadas, com baixa produtividade e elevado endividamento, e que conseguem sobreviver devido a custos de financiamento reduzidos (usualmente apelidadas na literatura de *empresas zombie*) permaneçam no mercado. Este fenómeno pode criar entraves à entrada de empresas mais inovadoras e produtivas e impedir a reafectação dos recursos das *empresas zombie* para estas. De acordo com Helmersson *et al.* (2021) e Banerjee e Hofmann (2020), a evidência empírica parece confirmar que, para diversos países, a crise pandémica do COVID-19 e os respetivos programas de apoio à atividade económica levaram a um aumento do número de *empresas zombie* na economia, com um impacto negativo na produtividade global.

A pandemia levou igualmente, segundo Fernald e Li (2021), a uma aceleração no processo de digitalização da economia, com impactos positivos na produtividade e eficiência das empresas. Este fenómeno poderá ter decorrido da necessidade das empresas se adaptarem às medidas restritivas adotadas durante a pandemia, tais como o encerramento do comércio a retalho físico e a adoção do trabalho remoto.

Adicionalmente, a maior aposta no trabalho remoto por parte das empresas, permite que estas tenham custos de atividade mais reduzidos e pode permitir, em sectores específicos, que estas tenham acesso a uma *pool* de trabalhadores mais alargada, podendo recrutar colaboradores com um perfil de competências mais adequado às suas necessidades, independentemente da sua localização geográfica (Criscuolo *et al.*, 2021).

A estes efeitos potencialmente positivos que a pandemia poderá ter na produtividade, juntam-se, igualmente, um conjunto de canais, através dos quais o choque pandémico pode afetar negativamente a produtividade.

Nomeadamente, de forma a adaptarem-se à pandemia, as empresas foram obrigadas a despender recursos financeiros e tempo de gestão na reorganização da sua atividade e métodos de trabalho. De acordo com Fernald e Li (2021), estes recursos poderiam, em alternativa, ter sido canalizados para atividades alternativas, tais como investigação e desenvolvimento ou a definição de planos estratégicos para a empresa, que poderiam levar a um aumento da sua produtividade, em especial no médio e longo-prazo.

Segundo os mesmos autores, as empresas poderão igualmente procurar tornar-se mais resilientes a eventuais choques futuros da mesma natureza. Este comportamento poderá traduzir-se na adoção de estruturas produtivas menos eficientes, na criação de redundâncias no seu processo produtivo, ou na internalização de atividades produtivas anteriormente delegadas a empresas externas, o que poderá gerar impactos negativos sobre a sua produtividade.

Também a acumulação de capital humano pode ser negativamente afetada pela pandemia. Por um lado, as medidas de apoio ao emprego, tais como o *layoff simplificado*, promovem a manutenção dos vínculos laborais existentes, ao mesmo tempo que dificultam a entrada dos trabalhadores mais jovens no mercado de trabalho, com um potencial impacto negativo no desenvolvimento das suas competências. O ingresso no mercado de trabalho durante a pandemia poderá prejudicar, de forma permanente, a produtividade dos jovens entrantes, pelo facto de não terem tido acesso, no início das suas carreiras, à interação presencial no local de trabalho. Estes argumentos encontram-se em linha com os defendidos por Cribb *et al.* (2017), os quais concluem que trabalhadores que ingressem no mercado de trabalho durante recessões económicas sofrem impactos negativos permanentes na sua produtividade, perspetivas de emprego e potencial de rendimento.

De modo semelhante, Hanushek e Woessmann (2020) ou Fuchs-Schündeln *et al.* (2020) afirmam que o encerramento de escolas e faculdades e a adoção de formas de ensino à distância podem afetar negativamente a formação das crianças e jovens, penalizando, assim, o desenvolvimento das suas competências, com impactos significativos na sua futura empregabilidade e potencial de rendimento. Este efeito poderá ser particularmente mais severo no caso dos jovens a frequentar os anos mais avançados de ensino, uma vez que têm uma margem reduzida de recuperação nos anos seguintes.

Por fim, alguns efeitos políticos decorrentes da pandemia poderão também afetar as dinâmicas da produtividade no longo-prazo. Segundo Diggle e Bartholomew (2021), na sequência das várias políticas públicas adotadas para mitigar a propagação da pandemia, alguns decisores políticos poderão ter esgotado o seu capital político, tornando-se, assim, mais difícil conseguirem passar novas medidas, incluindo reformas estruturais que poderiam impulsionar a produtividade da economia no longo-prazo.[10] Por outro lado, os decisores políticos poderão, também, na sequência do choque pandémico, tentar proteger da concorrência internacional alguns dos sectores mais importantes da economia. Este fenómeno pode levar a uma menor eficiência das empresas nestes sectores, prejudicando assim a produtividade da economia.

[10] É, no entanto, também possível a um decisor político que tenha conseguido dar uma boa resposta à situação pandémica ter acumulado capital político.

3.4 Alterações climáticas

As alterações climáticas constituem um dos maiores riscos a enfrentar nas próximas décadas, associadas a profundas transformações ecológicas, sociais e económicas. Consequentemente, é expectável que no futuro próximo a atividade económica, bem como as finanças públicas de todos os países do mundo, sejam sujeitas a fortes desafios e pressões devido ao impacto direto e indireto dessas alterações. Portugal não constitui uma exceção.

Neste contexto, os riscos descendentes de curto e de longo-prazo para a economia portuguesa e para as finanças públicas deverão aumentar substancialmente, em resultado da antecipação de maiores perdas associadas ao aquecimento global gradual e à maior frequência de fenómenos meteorológicos extremos. Antecipa-se também a crescente necessidade de investimentos públicos substanciais e a adoção de políticas estruturais subjacentes ao processo de mitigação e de adaptação a essas alterações climáticas e de rumo à descarbonização da economia portuguesa.

As **políticas de mitigação** referem-se explicitamente aos esforços de contenção e prevenção das emissões dos gases com efeito de estufa (GEE), ao passo que as **políticas de adaptação** implicam medidas de antecipação dos efeitos adversos das alterações climáticas e exigem a tomada de ações apropriadas para prevenir ou minimizar os danos e estragos associados. Exemplos de políticas de mitigação incluem tributação do carbono, esquemas de comercialização das emissões, regulação específica para determinados sectores ou incentivos fiscais que promovam a utilização de energias limpas (tais como as energias renováveis ou meios de transporte com emissões zero de carbono) ou a utilização mais eficiente de energia (aumentando a eficiência energética de aparelhos domésticos e edifícios). Já as políticas de adaptação incluem, entre outras, a modificação da regulação de construção para tornar os edifícios mais resilientes a temperaturas mais elevadas e/ou eventos climatéricos extremos, o desenvolvimento de colheitas tolerantes à seca ou a promoção de práticas florestais que reduzam a vulnerabilidade a tempestades e incêndios.

O contexto de Portugal face às alterações climáticas

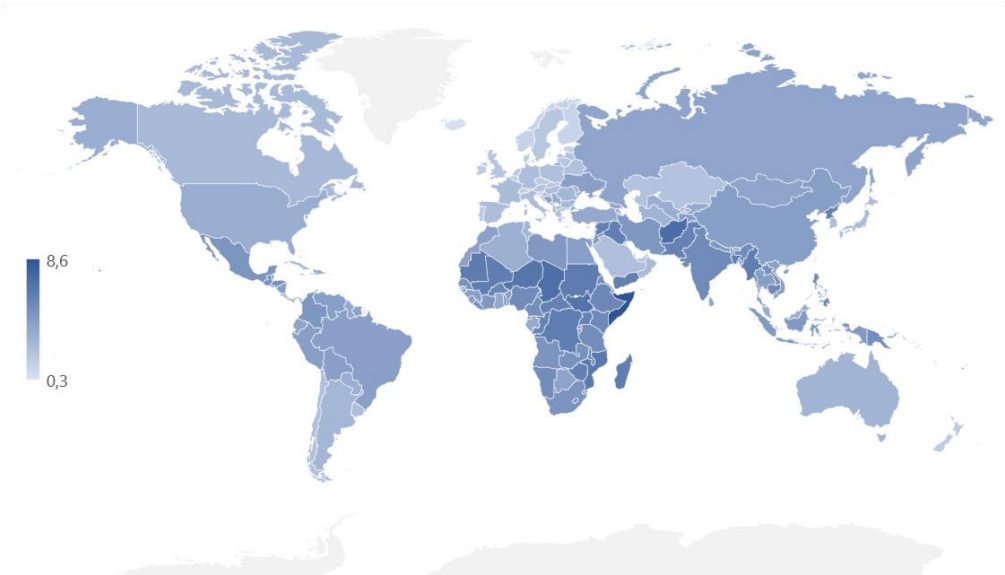
De acordo com a comunidade científica, o surgimento da concentração de GEE na atmosfera terrestre por via da intervenção humana tem contribuído decisivamente para o aumento dos riscos associados às alterações climáticas, em que a probabilidade de ocorrência de cenários climáticos catastróficos é cada vez mais elevada.

No contexto da maior frequência e intensidade de fenómenos meteorológicos extremos, é expectável que o impacto macroeconómico das alterações climáticas seja elevado (Kahn *et al.*, 2019), uma vez que essas alterações afetam sectores económicos fundamentais como a agricultura, o sector energético, o turismo, o sector da saúde, o comércio externo, bem como as infraestruturas físicas da economia, provocando perturbações na oferta e na procura de bens e serviços. As alterações climáticas acarretam também consequências sobre aspetos que ultrapassam a esfera meramente económica, como a demografia, a segurança, a saúde e o bem-estar dos indivíduos, bem como aspetos culturais.

É expectável que as alterações climáticas tenham efeitos heterogéneos entre diferentes regiões do globo e entre sectores económicos, antecipando-se que o impacto seja maior em regiões com temperaturas iniciais mais elevadas. Contudo, a exposição e vulnerabilidade de cada país aos efeitos do aquecimento global e a fenómenos meteorológicos extremos como inundações, secas, ciclones e incêndios revela uma enorme disparidade, bem como a capacidade de cada país lidar com as alterações climáticas quer através de políticas de mitigação ou adaptação. Os diversos estudos e indicadores existentes revelam por vezes resultados distintos (ou mesmo antagónicos) quanto à exposição de Portugal a esses eventos climáticos.

O indicador *climate-driven INFORM Risk*, uma versão do *INFORM RISK* adaptado pelo FMI que pretende captar as diferentes dimensões acima mencionadas, apresenta um nível de risco baixo para Portugal (Gráfico 11). Num total de 191 países, Portugal ocupa a 23.ª posição, o que classifica o país como relativamente menos vulnerável e relativamente bem preparado para enfrentar as alterações climáticas.

Gráfico 11 – Índice de avaliação sobre o risco das alterações climáticas



Fonte: FMI, *Climate Change Dashboard – Financial, Physical and Transition Risk Indicators.*

Já um estudo do Swiss Re Institute (2021) calcula que o impacto do aquecimento global e das alterações climáticas sobre o PIB português até meados do século XXI, face a um cenário base sem alterações climáticas, será em torno da média da OCDE: de -0,4% para um aumento da temperatura abaixo de 2º C (objetivo do Acordo de Paris) a -1,2% no caso severo de aumento de mais de 3,2º C (Quadro 4).

A quebra no produto pode ser amplificada por fatores previstos e imprevistos, podendo variar de -1,3% num cenário em que o aumento da temperatura fica abaixo de 2º C (Acordo de Paris), e o fator de incerteza é cinco vezes mais severo; a -8,4% se for considerado um aumento de 3,2º C e um fator que amplifica não linearidades até dez vezes o cenário base.

Quadro 4 – Impacto relativo sobre o PIB do aumento das temperaturas globais até 2050
(face a um cenário sem alterações climáticas)

Projeções para aumento da temperatura (2050)	Objetivo do Acordo de Paris			Intervalo de aumento provável das temperaturas globais						Caso severo		
	Aumento abaixo de 2°C			Aumento de 2,0°C			Aumento de 2,6°C			Aumento de 3,2°C		
Fator de incerteza	X	x5	x10	X	x5	x10	X	x5	x10	X	x5	x10
Mundo	-0,5%	-2,2%	-4,2%	-1,3%	-5,7%	-11,0%	-1,7%	-7,2%	-13,9%	-2,2%	-9,4%	-18,1%
OCDE	-0,4%	-1,6%	-3,1%	-0,8%	-3,9%	-7,6%	-0,9%	-4,1%	-8,1%	-1,1%	-5,4%	-10,6%
Europa	-0,2%	-1,4%	-2,8%	-0,7%	-3,8%	-7,7%	-0,8%	-4,0%	-8,0%	-1,0%	-5,2%	-10,5%
Portugal	**-0,4%**	**-1,3%**	**-2,3%**	**-0,9%**	**-3,2%**	**-6,2%**	**-1,0%**	**-3,3%**	**-6,3%**	**-1,2%**	**-4,3%**	**-8,4%**

Fontes: Swiss Re Institute (2021). | Nota: os aumentos de temperatura considerados nas simulações referem-se ao período pré-industrial até 2050. Os fatores de incerteza referem-se a fatores multiplicativos para medir o potencial agravamento de imprevistos e de não linearidades que aumentam a incerteza relacionada com as alterações climáticas.

De acordo com o mesmo estudo, numa amostra de 48 economias que representam cerca de 90% do PIB global em 2019, Portugal ocupa a 5.ª posição na ordenação dos países potencialmente menos afetados pelas alterações climáticas até meados do século XXI.[11] Este índice indica que Portugal e vários países do hemisfério norte como a Finlândia, Suíça e Áustria estão bem posicionados nesta ordenação não só por apresentarem menores impactos sobre o PIB, mas também por apresentarem melhores recursos para lidar com as alterações climáticas em comparação com os países mais pobres do sudoeste asiático e América Latina.

Este tipo de indicadores sintéticos deve ser analisado com prudência, uma vez que concentra numa única estimativa diferentes dimensões de um objeto de análise e em que um pequeno conjunto (ou apenas uma) dessas dimensões em sentido oposto às restantes pode ser dominante, enviesando a estimativa final.

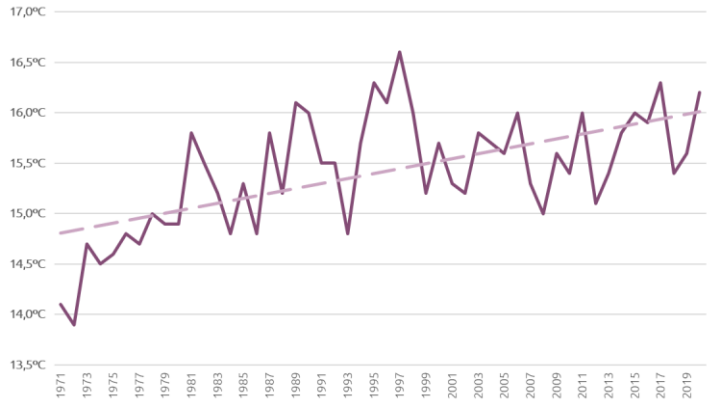
De facto, segundo o BCE (2021), Portugal é em comparação com os seus congéneres europeus um dos países que apresenta uma maior vulnerabilidade às alterações climáticas, contrastando com os resultados dos indicadores compósitos. Tal deve-se às suas características geográficas que tornam o país particularmente exposto a riscos físicos (*e.g.*, fogos florestais, cheias, ondas de calor).

Portugal é um dos países europeus mais afetados pelas alterações climáticas, um dos chamados *hot spots* da Europa. A sua posição geográfica, morfologia e clima tornam Portugal particularmente vulnerável às alterações climáticas e às suas consequências de curto e de longo-prazo. Os efeitos das alterações climáticas mais frequentes em Portugal incluem o aumento da temperatura, a alteração dos padrões de precipitação, a subida do nível médio do mar e os fenómenos meteorológicos extremos, que acentuam as pressões sobre o litoral, os riscos de incêndio, de seca e de inundações. O aquecimento gradual das temperaturas médias devido ao aumento da concentração de GEE na atmosfera é um fenómeno que também se observa de forma clara em Portugal (Gráfico 12). A temperatura média do ar no país apresenta uma tendência crescente ao longo dos últimos quarenta anos. A amplitude entre a temperatura média do ar em

[11] De acordo com o *Climate Economics Index*, um índice que considera o impacto dos riscos físicos associados às alterações climáticas sobre o PIB ao longo do tempo, a vulnerabilidade de cada país aos fenómenos meteorológicos extremos (sob condições mais secas ou mais húmidas), bem como a capacidade adaptativa de cada país a essas alterações climáticas.

2019 (16,2º C) e a do início da amostra, 1971 (14º C), é de 2,1º C, o que representa um aumento considerável no espaço de apenas quatro décadas.

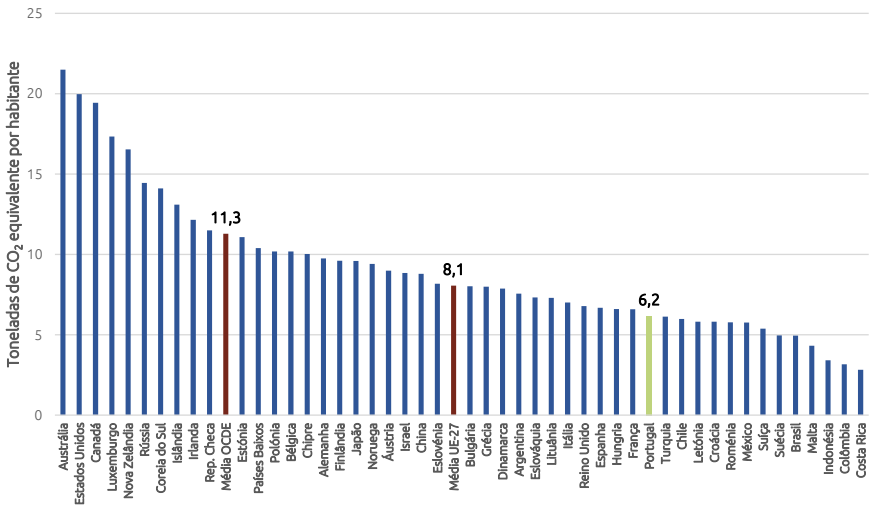
Gráfico 12 – Temperatura média do ar em Portugal Continental, 1971-2019 (° C)



Fonte: INE.

Ainda assim, Portugal é dos países europeus com menores emissões de CO_2 por habitante (6,2 toneladas por habitante), apresentando um valor inferior ao da generalidade dos seus congéneres europeus (8,1) e à média da OCDE (11,3) (Gráfico 13). Por outro lado, o facto de Portugal representar apenas uma pequena parte das emissões totais de GEE da OCDE (em 2019, era responsável por apenas 0,4% das emissões totais de GEE da OCDE), implica que quaisquer ações tomadas por Portugal para reduzir essas emissões terá um impacto direto quase negligenciável sobre as temperaturas globais. Contudo, Portugal pode influenciar o contributo de outros países para atingir o objetivo da neutralidade carbónica através da sua participação em eventos globais como na recente Conferência das Nações Unidas para as Alterações Climáticas (COP26), bem como através dos *spillovers* positivos que se podem acumular através dos investimentos em novas tecnologias verdes.

Gráfico 13 – Emissões totais de GEE em toneladas de CO_2 equivalente por habitante (2019)

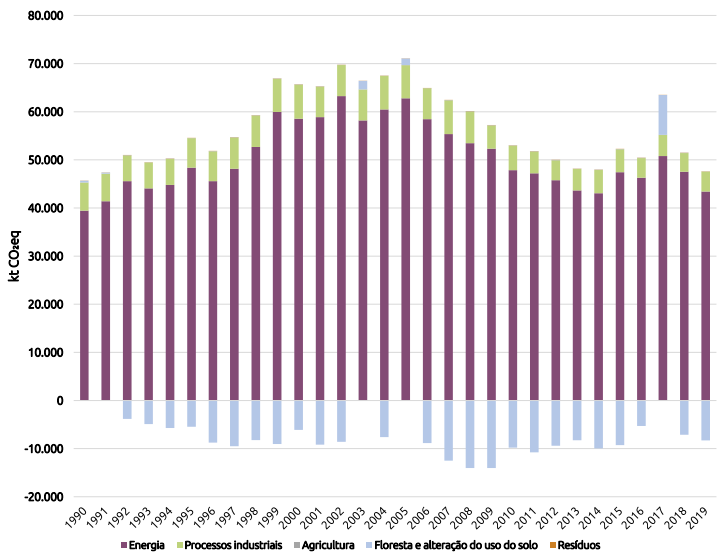


Fonte: OCDE e cálculos do CFP. | Nota: emissões totais de GEE excluindo o sector LULUCF; o gráfico foi construído com a informação mais recente disponível para cada país, nomeadamente: dados referentes a 2018 para Chile, Coreia do Sul e Israel, a 2016 para Brasil e Indonésia, a 2015 para Costa Rica e México, a 2014 para Argentina, China e Colômbia e a 2019 para os restantes países.

A adoção de quaisquer medidas ou planos de adaptação às alterações climáticas será necessariamente enquadrado nos objetivos definidos no Acordo de Paris, adotado a 12 de dezembro de 2015. O Acordo de Paris visa alcançar a descarbonização das economias mundiais e estabelece, como um dos seus objetivos de longo prazo, o limite do aumento da temperatura média global a níveis abaixo dos 2 graus centígrados acima dos níveis pré-industriais. Portugal anunciou em 2016, na Conferência das Nações Unidas para as Alterações Climáticas realizada em Marraquexe (COP22), que cumpriria o objetivo da neutralidade carbónica até 2050, tornando-se a primeira nação do mundo a assumir este compromisso. Para cumprir estes objetivos foi anunciado pelo Ministério do Ambiente e da Transição Energética (2019) o Roteiro para a Neutralidade Carbónica 2050 (RNC2050), que tem como objetivo geral suportar tecnicamente esse compromisso de descarbonização da economia portuguesa.[12]

Apesar de Portugal já ter aprovado vários planos de ação para implementar a transição para neutralidade carbónica da economia até 2050, como o RNC2050 e, mais recentemente, o Plano Nacional de Energia e Clima 2030 e a Estratégia Nacional para o Hidrogénio, apresentam um insuficiente levantamento das necessidades de investimento a realizar tanto pelo sector público, como pelo sector privado e respetivas fontes de financiamento. Urge assim desenvolver a sua dimensão financeira para garantir a concretização das metas acordadas.[13]

Gráfico 14 – Evolução das emissões de GEE por sector de emissão em Portugal (kt CO_2eq)



Fontes: INE.

[12] Este roteiro foi aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 107/2019, de 1 de julho.

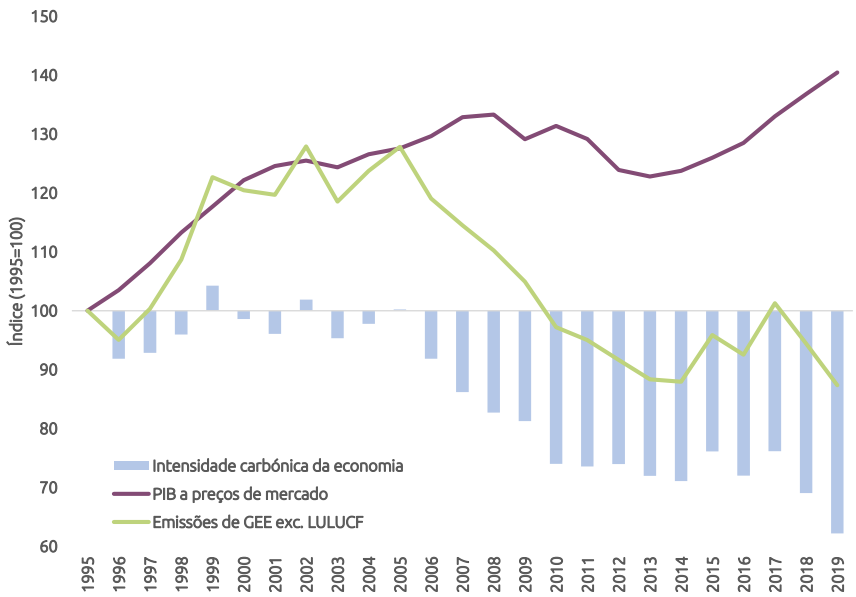
[13] Importa referir que a dimensão de Transição Climática do PRR representa18% do montante de investimentos previstos. O PRR especifica e quantifica 8 ações de reforma e 17 investimentos a implementar para garantir a transição para a neutralidade carbónica de seis componentes com intervenção em áreas estratégicas, como o mar, a mobilidade sustentável, a descarbonização da indústria, a bioeconomia, a eficiência energética em edifícios e as energias renováveis.

Nos últimos anos, Portugal tem procurado cumprir o objetivo relativo à concentração de GEE na atmosfera, reduzindo emissões e aumentando o sequestro de carbono (medidas de mitigação) e adaptando o país às mudanças previsíveis para minimizar os efeitos negativos das alterações climáticas nos ecossistemas e na qualidade de vida da população (medidas de adaptação). Relativamente às emissões nacionais de GEE (Gráfico 14), após um rápido crescimento das emissões verificado durante a década de 90 do século passado, Portugal atingiu o seu pico de emissões nacionais em 2005, altura a partir da qual estas registaram um decréscimo significativo e sustentado, consolidando desde então uma trajetória de descarbonização da economia nacional. Em 2019, as emissões de GEE, sem contabilização das emissões de alteração do uso do solo e florestas (LULUCF), são estimadas em cerca de 47629,1 kt CO_2eq, representando um aumento de cerca de 5,1% face a 1990.

Em 2019 o sector que mais contribuiu para estas emissões foi o energético (representado cerca de 91,2% do total das emissões sem contabilização do sector LULUCF), seguindo-se os processos industriais (8,7% das emissões totais), e a agricultura e resíduos a representarem cerca de 0,1% das emissões totais respetivamente.

Uma análise das emissões de GEE por unidade de PIB revela que entre 2005 e 2010 verificou-se a dissociação entre o PIB e as emissões, resultante da descarbonização da economia, ou seja, uma economia com menos carbono emitido por cada unidade de riqueza produzida (Gráfico 15). Este rácio estabilizou nos anos seguintes até 2017.

Gráfico 15 – Evolução da intensidade carbónica em Portugal (1995=100)



Fonte: INE e cálculos do CFP. | Nota: intensidade carbónica é definida pelo rácio das emissões dos principais GEE no PIB.

Esta dinâmica resulta de vários fatores, entre os quais se inclui o crescimento significativo da energia produzida a partir de fontes de energia renovável (principalmente eólica e hídrica), a implementação de medidas de eficiência energética, a substituição de fontes energéticas mais poluentes como fuelóleo por gás natural,

bem como a construção de centrais de ciclo combinado e de unidades de cogeração,[14] mais eficientes.

Canais de transmissão dos riscos das alterações climáticas para a economia

Antecipa-se que os fenómenos relacionados com as alterações climáticas tenham impactos económicos e orçamentais substanciais, afetando quer o nível quer o crescimento do PIB através de vários canais de transmissão. Esses efeitos podem ser temporários (*e.g.*, eventos meteorológicos adversos tendem a causar estragos imediatos, mas estes podem ser revertidos, dependendo das especificidades de cada região/país) ou mais persistentes, refletindo a transformação gradual do ambiente (*e.g.*, perdas permanentes causadas pelas alterações graduais nas temperaturas, ou transformações estruturais devido à implementação de certas medidas de mitigação ou adaptação). De acordo com a OCDE (2021) e outras instituições, o impacto das alterações climáticas sobre a economia pode ainda ser classificado da seguinte forma:

- Riscos físicos – os custos diretos do impacto ambiental sobre a economia, particularmente de fenómenos meteorológicos extremos cada vez mais intensos e frequentes, associados ao possível declínio do valor dos ativos financeiros e ao potencial aumento das obrigações;
- Riscos de transição – as consequências das políticas destinadas a mitigar os efeitos das alterações climáticas e a implementar o processo de ajustamento e adaptação a uma economia descarbonizada (que podem afetar o valor dos ativos e das obrigações financeiras).

A magnitude destes riscos e a relação entre eles dependerá não só da evolução das alterações climáticas, mas também no curso de ação para as mitigar, incluindo o facto de o processo de transição para uma economia descarbonizada poder ocorrer de forma ordenada ou não. Uma súbita e inesperada política de resposta às alterações climáticas pode reduzir os riscos físicos no curto prazo, mas também precipitar um ajustamento desordenado para uma economia descarbonizada que possibilita a materialização de vários riscos de transição. Inversamente, evitar ou procrastinar esse processo de adaptação poderá evitar a materialização dos riscos de transição no curto prazo, mas o aumento contínuo nas emissões de GEE e o consequente aumento das temperaturas globais podem levar à cristalização dos riscos físicos. Esta última perspetiva corresponde ao que muitos estudos designam por cenário "*no action*", aquele em que as autoridades decidem não implementar qualquer tipo de medida de mitigação ou de adaptação às alterações climáticas e ao processo de descarbonização da economia, e que corresponde ao cenário mais catastrófico.

[14] Cada unidade de cogeração consiste num sistema de produção combinada de calor e eletricidade, proporcionando o aproveitamento de mais de 70% da energia térmica proveniente do aproveitamento do biogás produzido pela degradação dos resíduos no aterro sanitário.

Riscos físicos

Os riscos físicos traduzem-se na possibilidade de concretização dos custos económicos diretamente relacionados com o aumento da severidade e frequência dos fenómenos meteorológicos extremos diretamente relacionados com as alterações climáticas, bem como aqueles que resultam de alterações climáticas graduais ao longo do tempo. Como tal, podem materializar-se através de diferentes canais e constituem diferentes fontes de incerteza que ameaçam a economia. A identificação desses riscos reveste-se de importância acrescida, particularmente aqueles em que as emissões de GEE exercem um impacto sobre o ambiente, a economia e, consequentemente, sobre as finanças públicas.

O OBR (2021) identifica seis riscos físicos prioritários que requerem atenção, ação imediata e investigação mais profunda, particularmente por parte de países com largas áreas costeiras e com problemas de secas cada vez mais frequentes, nos quais Portugal se enquadra. Esses seis riscos prioritários incluem: (1) riscos para as comunidades, empresas e infraestruturas que advêm de inundações e alterações das zonas costeiras; (2) riscos para a saúde, bem estar e produtividade que advêm do aumento das temperaturas; (3) riscos de escassez no abastecimento público de água e de energia, para a agricultura e indústria; (4) riscos sobre o capital natural, incluindo o capital terrestre, costeiro, os ecossistemas marinhos e de água doce, solos e biodiversidade; (5) riscos para a produção doméstica e externa de bens alimentares e para as cadeias globais de distribuição; e (6) riscos de novas pragas, doenças e de espécies invasoras não nativas.

Vários estudos destacam o aquecimento global como uma das principais causas das alterações climáticas, bem como a principal fonte de eventos meteorológicos extremos que ameaçam os sistemas socioeconómicos atuais. Impactos negativos do aquecimento global incluem, por exemplo, perdas de produtividade do trabalho devido a vagas de calor extremo, ou, de forma mais abrangente, o impacto sobre os sistemas de saúde, os estragos causados pelo aumento do nível dos oceanos e outros eventos climatéricos catastróficos, perdas prematuras de vidas humanas devido ao impacto direto desses eventos extremos, perda das externalidades positivas geradas pelos ecossistemas naturais e redução do número de investimentos produtivos devido à incerteza associada a esses eventos climáticos.

O OBR (2021) alerta também para a necessidade de os governos incorporarem nas suas decisões e políticas as consequências da concretização de riscos físicos catastróficos cuja probabilidade de ocorrência é cada vez mais elevada (*spillovers*). Os efeitos das alterações climáticas noutros países são já suficientemente fortes para desencadear eventos catastróficos noutras regiões, o que torna pequenas economias abertas como Portugal particularmente vulneráveis.[15]

[15] Ver o Portal do Estado do Ambiente, para uma perspetiva sobre os principais riscos climáticos físicos a ameaçar o território português.

Riscos de transição

Os riscos de transição das alterações climáticas são todos aqueles que resultam do esforço de descarbonização das economias rumo à neutralidade carbónica. Uma vez que a elevada concentração de GEE na atmosfera é o principal responsável pelas alterações climáticas, e na ausência de métodos eficientes de extração desses gases da atmosfera através da tecnologia disponível atualmente, o objetivo de estabilização da concentração de GEE na atmosfera de modo a limitar o futuro aumento da temperatura só poderá ser atingido através de zero emissões líquidas desses gases. O Acordo de Paris estabeleceu que será necessário alcançar a neutralidade carbónica na segunda metade deste século, determinando que todas as partes do acordo deverão preparar e comunicar de forma sucessiva as suas Contribuições Nacionalmente Determinadas para o esforço global de redução de emissões de GEE. Contudo, devido à falta de incentivos privados para conter as emissões de GEE, atingir as reduções à escala definida no Acordo de Paris implicará ações políticas decisivas e generalizadas, especialmente por parte dos países que mais contribuem para o atual nível de emissões. Este *trade-off* entre a necessidade urgente de redução das emissões e a necessidade de sacrificar crescimento económico no curto prazo representa a maior fonte dos riscos de transição.

De acordo com Batten (2018), existem três meios para reduzir as emissões de carbono: (1) reduzir a produção e o consumo de produtos com alta intensidade de carbono, particularmente bens energéticos produzidos com combustíveis fósseis; (2) melhorar a eficiência energética dos produtos e processos de produção existentes, ou seja, reduzir a intensidade energética (i.e., o rácio de energia utilizada por cada unidade de PIB); e (3) mudar para uma produção energética menos intensa em carbono (*e.g.*, energias renováveis, energia nuclear, entre outras).

A primeira opção geralmente requer uma série de ajustamentos comportamentais, como por exemplo, mudanças nas preferências dos consumidores – que implicam alterações do lado da procura; enquanto a segunda e terceira opções podem ser alcançadas através da maior aposta em inovação tecnológica – que implica alterações no lado da oferta. É expectável que a utilização das opções 1 e 2 tenham um maior contributo no curto prazo, mas o objetivo de longo prazo será descarbonizar a economia recorrendo ao terceiro método, em que a tecnologia será o fator predominante. É importante ter em conta que o processo de descarbonização da economia pode implicar a utilização de diferentes políticas com naturezas muito diversas: instrumentos fiscais (subsídios e impostos), políticas de incentivo à investigação e desenvolvimento, regulações, etc.

Impacto das alterações climáticas na procura, na oferta e na produtividade do trabalho

Os riscos físicos e os riscos de transição associados às alterações climáticas podem também traduzir-se na alteração das condições macroeconómicas, que afetam o crescimento económico através da destruição e obsolescência mais célere do capital físico, da redução da produtividade do trabalho, e das implicações de longo prazo sobre o avanço tecnológico. As alterações climáticas provocam choques sobre a economia,

quer do lado da procura quer do lado da oferta agregada, podendo potencialmente alterar de forma permanente padrões de consumo, tecnologias e políticas económicas.

Num estudo da Comissão Europeia, Gosling *et al.* (2018) indicam que a produtividade do trabalho pode deteriorar-se com o aumento das temperaturas,[16] concluindo que o aquecimento global poderá resultar em reduções médias de até 17% na produtividade do trabalho ao ar livre até ao final do século XXI (assumindo um cenário de aquecimento global elevado, na ausência de ações de mitigação e/ou adaptação). De acordo com este estudo, antecipa-se que o maior impacto na redução da produtividade seja superior nos países do Sul da Europa, em geral com climas mais secos e quentes. A magnitude do impacto sobre a produtividade média do trabalho interior é geralmente 2,0 a 4,0 p.p. inferior aos impactos estimados para a produtividade média das atividades exteriores. Contudo, os autores concluem também que as medidas de adaptação e mitigação têm o potencial de atenuar significativamente os impactos das alterações climáticas sobre a produtividade do trabalho na Europa.

Segundo o OBR (2021), diferentes medidas tomadas no âmbito das políticas de mitigação, como tributar ou proibir atividades poluentes que emitem GEE, contribuem para o aumento do designado "preço sombra" do carbono. O stock acumulado de GEE na atmosfera constitui uma externalidade negativa, que pode ser internalizada através da imposição de um preço no carbono, com o objetivo de desencorajar a produção e o consumo de bens que contribuem para o aumento das emissões de GEE. Para estabelecer um preço sobre o carbono podem ser utilizados vários instrumentos: impostos sobre o carbono ou os designados sistemas "*cap-and-trade*" (dos quais o *Emission Trading Scheme* (ETS) da União Europeia é um exemplo).

Tendo em conta que a definição do PIB não incorpora algum futuro benefício da redução do aquecimento global, assumindo tudo o resto constante, é expectável que o preço sombra do carbono potencialmente mais elevado reduza o PIB no curto prazo. Isto porque as políticas de adaptação que implicam o aumento da tributação das atividades mais intensivas em carbono incentivam as empresas a evitar a utilização de métodos de produção mais intensivos na utilização desse elemento (mas mais eficientes), favorecendo métodos de produção menos intensivos e socialmente preferíveis, mas que geram menor valor acrescentado. Até uma tecnologia de baixa intensidade carbónica ficar disponível, uma redução da produção e do consumo de energia devido ao aumento do preço do carbono contribui, *ceteris paribus*, para a redução do PIB.

Apesar da resposta comportamental de qualquer indivíduo ou empresa face a um preço do carbono mais elevado ser relativamente fácil de avaliar, é mais difícil avaliar com precisão o impacto de uma alteração estrutural de grande dimensão como o objetivo da transição para a neutralidade carbónica (zero emissões de GEE) sobre a totalidade da economia. Contudo, é possível identificar vários canais através dos quais uma transição bem-sucedida pode efetivamente aumentar a produtividade, sendo este aumento possivelmente mais do que suficiente para compensar o impacto direto adverso das atividades intensivas em carbono. Por exemplo, estimular investimentos de larga escala em tecnologias verdes pode ter efeitos dinâmicos positivos, impulsionando a

[16] De acordo com o documento, muitos estudos mostram que a produtividade do trabalho começa a decrescer quando as temperaturas atingem valores superiores ao limite de 25ºC.

produtividade em todos os sectores da economia à medida que os custos tecnológicos diminuem. Além disso, se um país estabelecer uma posição inicial dominante na adoção de novas tecnologias verdes pode criar uma vantagem comparativa internacional face aos seus parceiros, o que irá beneficiar futuras exportações.

Os riscos macroeconómicos associados às alterações climáticas podem também ser divididos naqueles que afetam o lado da oferta (ou seja, a capacidade produtiva da economia bem como as componentes da oferta potencial como o trabalho, capital físico, recursos naturais, e tecnologia); e os que afetam o lado da procura (e todas as suas componentes como o consumo privado e o consumo público, investimento e comércio externo).

Do lado da **oferta**, de acordo com Batten (2018), os principais choques causados pelas alterações climáticas surgem devido aos danos no *stock* de capital e nas infraestruturas físicas provocados por eventos meteorológicos extremos, mas também podem resultar da escassez de componentes importados para a produção (*inputs*), tais como componentes elétricas (*chips*) para a indústria automóvel e energia, ou da maior volatilidade dos preços dos bens intermédios importados resultantes dessa maior escassez. O aquecimento global pode afetar o crescimento potencial da economia no longo prazo ao reduzir a atual produtividade do trabalho e ao desviar recursos que poderiam ser canalizados para o investimento em capital produtivo e inovação ou para tecnologias de adaptação às alterações climáticas. Estes riscos são reforçados pela Comissão Europeia (2020), no relatório "*Debt Sustainability Monitor*" sobre 2019, que aponta para a existência de inúmeras vulnerabilidades da oferta agregada face às alterações climáticas. Note-se, contudo, que estes são apenas ilustrativos da grande variedade de riscos associados às alterações climáticas que ameaçam as componentes da oferta agregada. É importante sublinhar que poderão existir também externalidades positivas originadas pelo processo de transição para a neutralidade carbónica, tal como o progresso e inovação tecnológica nos sectores da energia e transportes, com *spillovers* para a restante economia.

Do lado da **procura**, as perdas decorrentes de fenómenos meteorológicos como cheias e tempestades podem deteriorar a saúde, meios de subsistência e rendimentos dos agregados familiares, o que leva a uma redução do consumo privado. Os níveis de investimento também podem diminuir devido aos danos provocados por esses eventos climáticos extremos sobre o capital físico e os ativos financeiros das empresas. Relativamente ao impacto das alterações climáticas sobre o comércio externo, deve destacar-se o facto de que mesmo as economias relativamente menos expostas a eventos climáticos extremos têm interações comerciais extensivas com os mercados globais, pelo que podem ser indiretamente afetadas por choques causados por fenómenos meteorológicos catastróficos nos seus parceiros comerciais, cujos danos nas redes de transporte e distribuição reduzem as importações e as exportações de e para outros países. As diferentes políticas de mitigação e adaptação adotadas por cada país como resposta a estas disrupções nos fluxos comerciais com o exterior conduzem a distorções no comércio internacional resultantes dessa assimetria nos graus de decisão que constituem riscos de transição climática consideráveis.

Para avaliar os riscos climáticos sobre a procura agregada é necessário ainda incorporar os ajustamentos nas atuais preferências dos consumidores que resultam das expectativas de futuras perdas associadas às alterações climáticas, e que conduzem a alterações nos padrões de consumo que favorecem escolhas mais sustentáveis. É também expectável que o elevado grau de incerteza acerca da futura procura e

perspetivas de crescimento também condicionem os níveis de investimento em capital produtivo e inovação das economias. As políticas de adaptação que promovem o investimento em tecnologias de baixo consumo de carbono podem levar a choques sobre a procura no curto prazo que elevam os preços quer para os produtores quer para os consumidores, e resultam no *crowding-out* do investimento e do consumo privados.

É importante realçar que os efeitos das alterações climáticas sobre a procura tendem a ser persistentes. Como exemplo refira-se o caso do aumento da procura prolongada por bens duradouros resistentes às alterações climáticas e respetivo investimento na produção desses bens. Contudo, em geral, os efeitos perversos das alterações climáticas sobre os padrões de consumo tendem a prevalecer sobre potenciais efeitos positivos resultantes do aumento do investimento em métodos de produção menos intensivos na utilização de carbono sobre o produto.

Riscos para as finanças públicas

Tal como para a atividade económica, é expectável que o impacto das alterações climáticas sobre as finanças públicas se materialize através de diferentes canais de transmissão, quer **diretos** (como por exemplo um aumento da despesa pública destinada à reparação de infraestruturas danificadas devido a um fenómeno meteorológico extremo), quer **indiretos** (*e.g.*, desequilíbrios nas contas públicas devido à disrupção da atividade económica causada pelas alterações climáticas e à consequente redução da base tributável). É importante salientar também que os riscos que as alterações climáticas impõem à estabilidade financeira do sector privado constituem um risco para a finanças públicas, uma vez que a política orçamental é também utilizada para auxiliar instituições financeiras expostas a riscos acrescidos de incumprimento e menor valor dos ativos provocados pelo aumento da ocorrência de fenómenos meteorológicos extremos que podem causar perdas irreparáveis de património e levar à redução do valor dos imóveis e dos ativos.

É expectável que as políticas associadas a combater os efeitos das alterações climáticas terão impactos substanciais nas finanças públicas. Reconhecendo que as diferentes opções de políticas adotadas podem exercer diferentes pressões e efeitos sobre o clima ou sobre a resiliência de cada país para enfrentar essas alterações climáticas, é importante distinguir os diferentes impactos que cada tipo de política pode exercer sobre as finanças públicas:

- As **políticas de adaptação** deverão ser aquelas com maior probabilidade de aumentar a despesa pública (incluindo o investimento público), bem como a dívida pública no curto prazo, mas poderão aumentar a resiliência para enfrentar as alterações climáticas no longo prazo, e reduzir a severidade dos danos associados a essas alterações para níveis mais moderados. A estimação do impacto de longo prazo deste tipo de políticas pressupõe um nível acrescido de incerteza, mas a sua inclusão nos cenários de médio longo prazo é fulcral para uma melhor perspetiva da sustentabilidade das finanças públicas;

- As **políticas de mitigação** também devem ser consideradas nas projeções macro-orçamentais de médio e longo prazo, uma vez que inúmeros estudos mostram

que é possível atingir reduções avultadas de emissões de dióxido de carbono ao tributar essas emissões, quer através de impostos ou através de eliminação de subsídios volumosos à indústria dos combustíveis fósseis.

De acordo com a Comissão Europeia (2020), o impacto orçamental das alterações climáticas pode ser também dividido entre medidas não discricionárias e discricionárias (Quadro 5).

Quadro 5 – Impactos orçamentais das alterações climáticas

Medidas não discricionárias (determinadas exogenamente, devido a fenómenos de alteração climática)	Medidas discricionárias (determinadas endogenamente, através de políticas)
Diretas (exemplos):	**Políticas de adaptação:**
Despesa pública para substituir infraestruturas/edifícios danificados	Investimento público em infraestrutura resistentes ao clima, gestão dos recursos aquíferos
Transferências sociais para agregados familiares afetados por eventos climatéricos extremos (cheias, incêndios, etc.)	Subsídios de incentivo à diversificação de novas colheitas agrícolas, ou deslocalização de indústrias e outra atividade económica para longe das áreas costeiras
Materialização de passivos contingentes explícitos (e.g. esquemas de seguros assegurados com garantias estatais)	Fundos "*rainy day*"
Indiretas (exemplos):	**Políticas de mitigação:**
Redução das receitas fiscais devido à redução da atividade económica e, consequentemente, da base tributável	Efeitos de redistribuição na base tributária
Aumento da despesa em cuidados de saúde devido ao aumento de doenças/vírus	Receitas dos "*emission trading schemes*" (ETS)
Materialização de passivos contingentes implícitos (e.g. auxílios a instituições financeiras em dificuldades)	Subsídios públicos para incentivar a transição para as energias limpas
Impacto sobre a capacidade soberana do Estado assegurar o pagamento das obrigações da dívida no médio prazo (uma vez que os esforços de reconstrução/recuperação económica divergem fundos públicos que de outra forma seriam realocados para outros fins)	Impostos sobre a utilização do carbono (e.g. impostos sobre os combustíveis fósseis), com impacto adverso sobre a atividade económica no curto prazo, mas com impacto líquido incerto sobre as receitas fiscais totais no médio e longo prazo

Fontes: OCDE (2021) e Comissão Europeia (2020).

Esta lista não exaustiva apresenta um número de possíveis impactos relacionados com as alterações climáticas sobre as finanças públicas, quer devido aos efeitos físicos dessas alterações (que podem resultar de eventos meteorológicos extremos ou da transformação gradual do clima ao longo do tempo), quer devido às políticas ativas destinadas a mitigar essas alterações climáticas ou a possibilitar a adaptação das sociedades e das economias às mesmas.

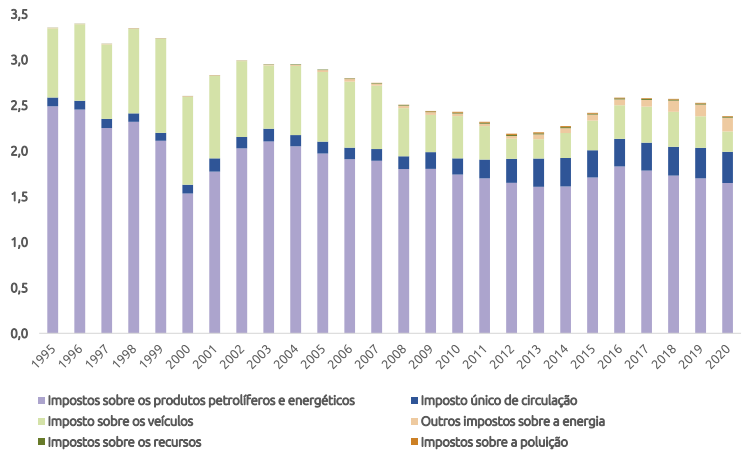
De acordo com o OBR (2021), algumas das medidas de mitigação e de adaptação mais utilizadas no esforço de descarbonização das economias, são: (i) a aplicação de impostos sobre o carbono ou ETSs; (ii) outros incentivos fiscais com relevância ambiental, tais como os impostos sobre a poluição, sobre o gás natural, carvão e eletricidade, taxas sobre os resíduos sólidos; (iii) despesa pública na forma de custos de recuperação e adaptação de edifícios e veículos para tecnologias mais sustentáveis e neutras em carbono, que pode incluir despesas em I&D (diretas ou através de subsídios ao sector privado), ou então subsidiar a instalação de tecnologias com baixa intensidade em carbono; e (iv) a regulação e outras medidas não fiscais, com o objetivo de colmatar uma externalidade negativa ou desincentivar uma prática (por exemplo, em Portugal já foram introduzidas várias medidas desta natureza, como a proibição de procedimentos

de contratação pública que impliquem a aquisição ou a utilização de produtos de plástico de utilização única ou descartável).

Em Portugal, os impostos com relevância ambiental atualmente em vigor podem ser classificados em quatro categorias: impostos sobre a energia; impostos sobre o transporte; impostos sobre a poluição; e impostos sobre os recursos.

De acordo com o INE (2021), em 2020, o valor dos impostos com relevância ambiental ascendeu a cerca de 4,77 mil milhões de euros, correspondendo a 6,4% do total das receitas de impostos e contribuições sociais coletado (6,9% em 2019), e constituindo 2,6% da totalidade do PIB no mesmo período (2,7% em 2019) (Gráfico 16).

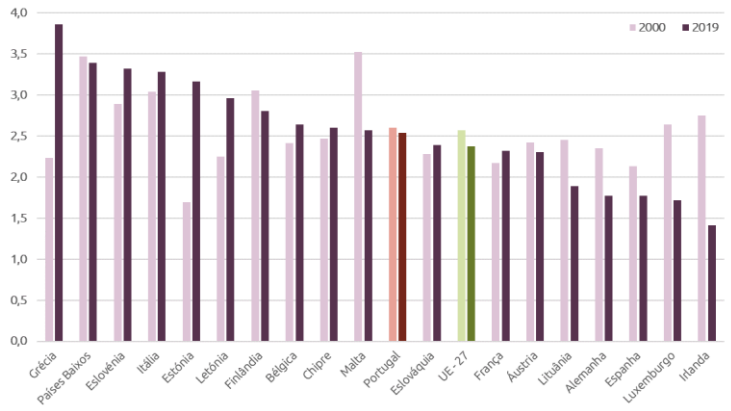
Gráfico 16 – Evolução dos impostos com relevância ambiental em Portugal (1995-2020)



Fonte: INE | Nota: Por simplificação, para os anos de 2007 e anteriores, o Imposto Único de Circulação (IUC) considera o Imposto municipal sobre veículos, o Imposto de circulação e o Imposto de camionagem.

Por categorias, em 2020, os impostos sobre a energia (que incluem o imposto sobre produtos petrolíferos e energéticos bem como as licenças de emissão de gases com efeito de estufa) representavam 75,5% do total da receita dos impostos com relevância ambiental. Os impostos sobre os transportes tinham um peso de 23,7%. Já os impostos sobre os recursos e sobre a poluição tinham uma expressão insignificante na estrutura dos impostos com relevância ambiental (ambos com um peso de 0,4%). A receita relativa às licenças de emissão de gases com efeito de estufa continua a ganhar peso relativo no total da receita dos impostos com relevância ambiental, observando-se um aumento da receita destas licenças para 5,4% do total dos impostos com relevância ambiental em 2020, face ao ano anterior (4,4%).

Gráfico 17 – Peso dos impostos com relevância ambiental na Europa (%PIB)

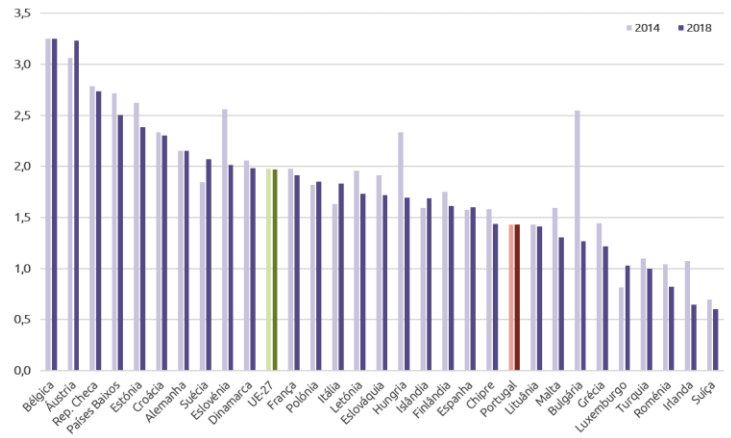


Fonte: Eurostat

De acordo com a informação disponível no Eurostat para 2019 (Gráfico 17), comparando com os restantes 27 Estados-Membros da União Europeia (i.e., excluindo o Reino Unido), em 2019, o peso dos impostos com relevância ambiental no PIB em Portugal (2,5%) foi ligeiramente superior ao da média da UE27 (2,4%). O peso dos impostos com relevância ambiental no total da receita fiscal e contributiva em Portugal (6,9%) também foi superior à média da União Europeia (5,8%).

Quanto às despesas nacionais em proteção ambiental, em 2018 representaram 1,4% do PIB (mantendo o mesmo valor apresentado em 2017), valor inferior ao da média da União Europeia a 27 países que se fixou em 2,0% do PIB (Gráfico 18).

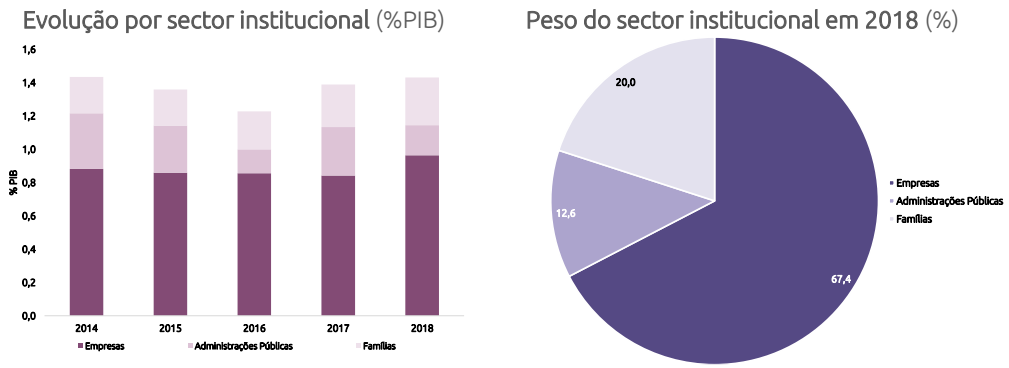
Gráfico 18 – Despesa nacional total em proteção ambiental (% do PIB)



Fonte: Eurostat.

De acordo com o Eurostat, em 2018, a despesa em proteção ambiental realizada por empresas ascendeu a 1,0% do PIB, enquanto a das famílias representou 0,3% do PIB e a despesa realizada pelas administrações públicas correspondeu a apenas 0,2% do PIB, contributos que se mantiveram relativamente estáveis desde 2014 (Gráfico 19).

Gráfico 19 – Despesa nacional em proteção ambiental em Portugal



Fonte: Eurostat.

Em 2018, foram as empresas quem mais contribuíram, em Portugal, para a proteção ambiental, representando 67,4% do total da despesa nacional para a proteção ambiental, seguindo-se os agregados familiares (20,0%) e as administrações públicas (12,6%).

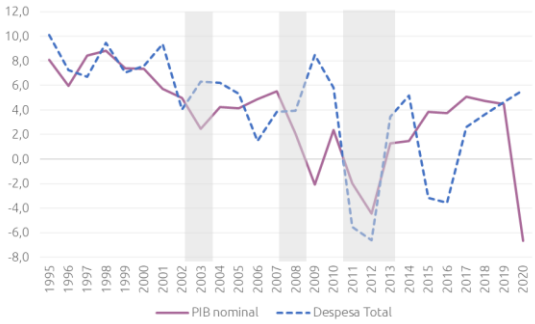
4. RISCOS SOBRE A DESPESA

4.1 Evolução da despesa

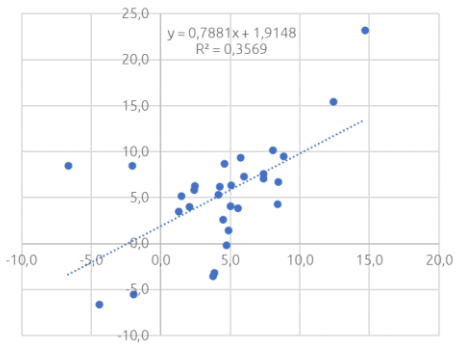
Para garantir a sustentabilidade das finanças públicas de um país é necessário assegurar a correta adequação dos níveis de despesa e de receita à capacidade produtiva da sua economia. Desta forma, e no caso português, a despesa pública total está correlacionada com a evolução do PIB – ainda que com uma relação mais ténue do que com a receita – com uma tendência de crescimento mais acentuada, denotando também uma maior rigidez (Gráfico 20). É aliás a persistência de boa parte da despesa mesmo em períodos de conjuntura económica adversa que faz com que o Orçamento do Estado tenda a contribuir automaticamente para a estabilização da atividade macroeconómica.

Gráfico 20 – Variação da despesa total e do PIB nominal

Taxas de crescimento do PIB nominal e da despesa pública total (variação %)



Correlação entre a taxa de variação do PIB nominal e da despesa pública total (1991-2020)



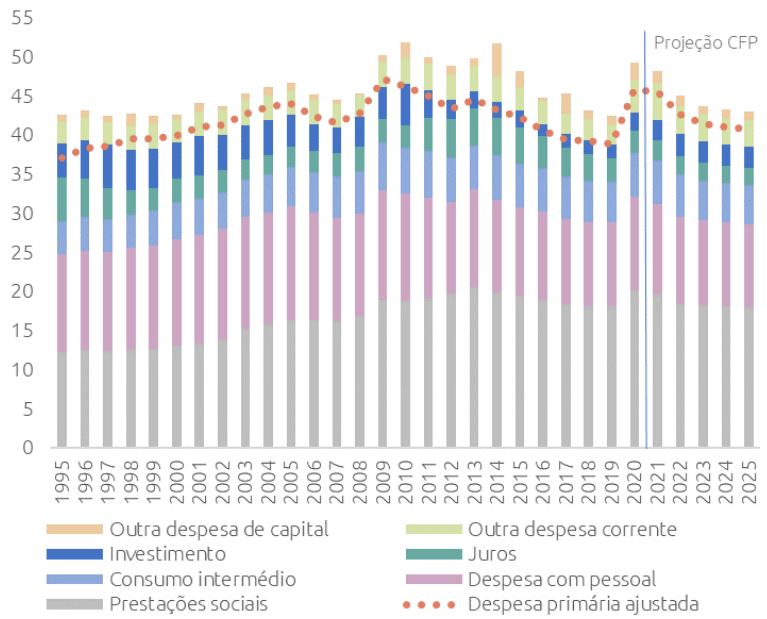
Fonte: INE. Cálculos do CFP.

Na análise do crescimento da despesa total da administração pública e do PIB podem distinguir-se três períodos distintos: (i) entre 1995 e 2010 a despesa cresceu aproximadamente 150% enquanto o PIB português a preços correntes duplicou (cresceu cerca de 100%); (ii) entre 2011 e 2014 (período do PAEF) denotou-se um aumento da despesa de 1,6% e uma diminuição do PIB de 1,7%; e (iii) entre 2015 e 2019, observou-se um crescimento da despesa de 5%, substancialmente inferior ao crescimento de 19,3% do PIB nominal. No ano de 2020 ambas as variáveis foram influenciadas pela crise económica e social provocada pela pandemia COVID-19 tendo sido observada uma quebra do PIB de 6,7% e um acréscimo da despesa total de 8,5%, em resultado da implementação de medidas apoio às famílias e às empresas, medidas estas que foram responsáveis por metade do aumento da despesa.

Em termos de composição da despesa, em 2019 as despesas com pessoal juntamente com as prestações sociais representavam quase três quartos (74,4%) da despesa

primária ajustada de *one-offs*, um peso que tem vindo a aumentar desde 1995, quando representavam 66,8% desse agregado. Está em causa assim o crescimento de despesa usualmente qualificada como despesa rígida. Trata-se de despesa que não é apenas obrigatória, mas que apresenta também elementos de permanência que a tornam dificilmente reversível. Na verdade, apenas em condições excecionais e em regra com pesados custos políticos pode tal despesa ser objeto de reversão. Em todo o caso, importa clarificar, esta noção de despesa rígida não deve ser lida como envolvendo um qualquer juízo sobre a necessidade e a oportunidade da mesma, antes como indicador do grau de flexibilidade remanescente de que o decisor orçamental dispõe. Dada a restrição orçamental do Estado, a excessiva preponderância da despesa rígida no universo da despesa pública pode comprometer outra, tão ou mais necessária, e.g. investimento público. Contudo, apesar desta evolução, estas duas componentes mais rígidas da despesa (prestações sociais e despesas com pessoal) baixaram o seu peso no PIB entre 2014 e 2019. Em 2020, o valor da despesa primária ajustada encontra-se influenciado pelas medidas de apoio ao combate à crise pandémica. Excluindo o seu efeito, a despesa com pessoal e prestações sociais representaria cerca de 72% da despesa primária ajustada (Quadro 6).

Gráfico 21– Evolução e composição da despesa total (em % do PIB)



Fonte: INE e CFP | Notas: 1995-2020 dados do INE, os dados entre 2021 e 2025 são calculados pelo CFP; publicados no relatório "Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025 (atualização)"de setembro de 2021; e a despesa primária ajustada consiste na despesa excluindo os juros da dívida, medidas temporárias e fatores especiais.

O Gráfico 21 inclui a projeção elaborada pelo CFP no relatório "Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025 (atualização)"de setembro de 2021 para o período de 2021 a 2025, que aponta para a diminuição, em percentagem do PIB, da despesa total e ajustada, justificada essencialmente pela descida do peso das despesas com pessoal e

das prestações sociais em percentagem do PIB.[17] Esta trajetória resulta dos pressupostos assumidos relativamente (i) às poupanças obtidas pela substituição de efetivos;[18] (iii) ao impacto das promoções e progressões, derivado do normal funcionamento do sistema de avaliação dos funcionários públicos (SIADAP); e para as prestações sociais (iv) ao efeito combinado entre preço e volume das prestações atribuídas.

Quadro 6 – Evolução da despesa pública

	1995	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Despesa total	**37 951**	**93 216**	**88 088**	**82 278**	**85 112**	**89 530**	**86 707**	**83 616**	**88 897**	**88 722**	**91 004**	**98 725**
em % do PIB	*42,6*	*51,9*	*50,0*	*48,9*	*49,9*	*51,7*	*48,2*	*44,8*	*45,4*	*43,2*	*42,5*	*49,3*
Despesas com pessoal	11 093	24 576	22 582	19 654	21 283	20 481	20 316	20 895	21 386	22 030	23 147	23 925
em % do PIB	*12,5*	*13,7*	*12,8*	*11,7*	*12,5*	*11,8*	*11,3*	*11,2*	*10,9*	*10,7*	*10,8*	*12,0*
Prestações sociais	10 977	33 846	33 728	33 399	35 132	34 455	35 033	35 483	36 013	37 248	38 826	40 317
em % do PIB	*12,3*	*18,8*	*19,2*	*19,8*	*20,6*	*19,9*	*19,5*	*19,0*	*18,4*	*18,2*	*18,1*	*20,1*
Juros da dívida	4 929	5 283	7 609	8 203	8 236	8 445	8 239	7 739	7 399	6 903	6 324	5 791
em % do PIB	*5,5*	*2,9*	*4,3*	*4,9*	*4,8*	*4,9*	*4,6*	*4,1*	*3,8*	*3,4*	*3,0*	*2,9*
Medidas | COVID-19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3 526
em % do PIB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	*1,8*
Medidas *one-off*	0	4 824	1 158	952	700	6 186	2 463	-34	4 286	1 117	1 368	1 116
em % do PIB	*0,0*	*2,7*	*0,7*	*0,6*	*0,4*	*3,6*	*1,4*	*0,0*	*2,2*	*0,5*	*0,6*	*0,6*
Despesa primária ajustada	**33 022**	**83 109**	**79 321**	**73 123**	**76 176**	**74 899**	**76 005**	**75 911**	**77 212**	**80 703**	**83 312**	**91 817**
em % do PIB	*37,1*	*46,3*	*45,0*	*43,4*	*44,7*	*43,3*	*42,3*	*40,7*	*39,4*	*39,3*	*38,9*	*45,9*

Fonte: INE e CFP | Notas: a despesa primária ajustada exclui a despesa com juros e medidas *one-off*.

Desvios de execução

Os gráficos seguintes comparam a execução da despesa primária, despesa com pessoal, prestações sociais, juros e formação bruta de capital fixo (FBCF) com a previsão inscrita nos Relatórios dos Orçamentos do Estado (ROE) entre 2003 e 2020. Nesta análise, verificam-se dois períodos distintos quanto aos desvios: (i) entre 2003 e 2013 os desvios são consideráveis, sendo que, em média, os valores executados são superiores aos previstos; e (ii) entre 2015 e 2020, constatam-se desvios menores para a despesa com pessoal e prestações sociais, verificando-se uma execução próxima da previsão. Para o mesmo período, as despesas com juros e FBCF apresentam execuções consistentemente inferiores à previsão inscrita nos ROE, com desvios orçamentais médios negativos de 570 M€ e 670 M€, respetivamente, face aos valores previstos. A menor despesa com juros é essencialmente explicada pelos menores custos de financiamento da dívida pública portuguesa, através das reduções sucessivas da taxa de juro das novas emissões (ver Capítulo 6). No que respeita à FBCF, tem sido uma das componentes da despesa em que o nível de sub execução orçamental dos últimos anos

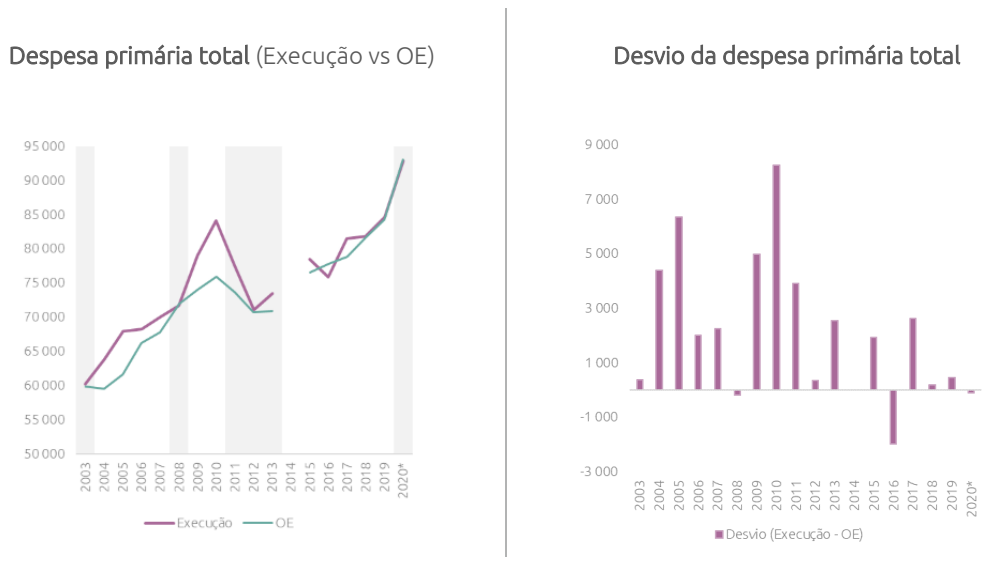
[17] A projeção elaborada pelo CFP é baseada num cenário de políticas invariantes, assumindo a manutenção das medidas em vigor ou anunciadas com suficiente detalhe para permitir estimar o seu impacto orçamental.

[18] Calculada através da diferença salarial entre os trabalhadores que saem para aposentação em final de carreira e aqueles que entram com salários mais baixos.

tem contribuído para o controlo orçamental. A FBCF das AP tanto pode ser financiada por financiamento nacional como por financiamento oriundo da União Europeia. Uma análise elaborada pelo CFP sugere alguma dificuldade na capacidade de concretização da previsão de absorção de fundos da União Europeia para financiar investimento público, havendo falta de projetos de investimentos que satisfaçam os critérios de elegibilidade requeridos pela UE. A recuperação do investimento público é fundamental para inverter a trajetória de queda do Investimento público líquido, em situação de perda desde 2011, estando dependente da melhor capacidade de absorção dos fundos europeus, no âmbito do Quadro Financeiro Plurianual da UE 2021-2027 e do pacote *Next Generation-EU*, no qual assume particular destaque o Plano de Recuperação e Resiliência.

A previsibilidade das principais rubricas da despesa revela-se da maior importância para um país com um rácio de dívida pública elevado, como é o caso de Portugal. A demonstração de rigor e disciplina na gestão orçamental aumenta a credibilidade externa, sendo percecionada pelos mercados financeiros, traduzindo-se em menores prémios de risco e consequentemente na diminuição dos custos de financiamento da dívida pública.[19] Com efeito, entre 2014 e 2020, o rácio da despesa com juros diminuiu de 4,9% (o valor mais elevado desde 1995 exclusive) para 2,9% do PIB, o que significa um espaço orçamental de 2 p.p. do PIB criado pela redução desta despesa.

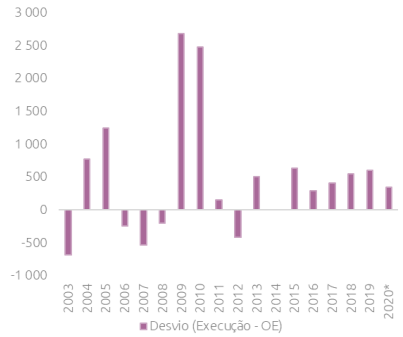
Gráfico 22 – Despesa primária total e desvios face às previsões do OE (em M€)



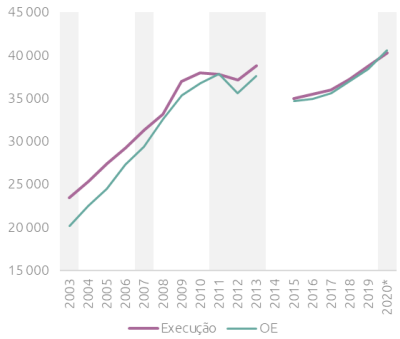
[19] Os menores custos de financiamento encontram-se influenciados pelo menor prémio de risco país e pela política monetária adotada pelo BCE. Esta relação é explicada com maior detalhe no Capítulo 6.

Despesa com pessoal (Execução vs OE)

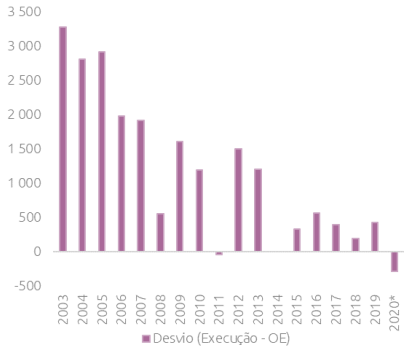
Desvio da despesa com pessoal



Despesa com prestações sociais (Execução vs OE)

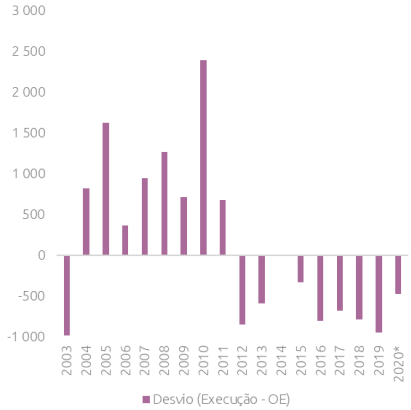


Desvio da despesa com prestações sociais



FBCF (Execução vs OE)

Desvio da FBCF



Fonte: INE e Ministério das Finanças. Cálculos do CFP. Nota: 2020* a execução é comparada com o Orçamento do Estado Suplementar aprovado em junho de 2020. A análise entre 2003 e 2013 dos valores executados e previstos é feita em SEC95, uma vez que os valores inscritos nos Relatórios do Orçamento do Estado de cada ano tinham como base o SEC95. Para o ano de 2014 não é possível fazer esta análise, uma vez que o OE desse ano foi realizado com uma base contabilística (SEC95) diferente da publicada pelo INE em setembro de 2014 (SEC2010). Para os anos entre 2015 e 2019 os dados apresentados, de execução e previsão, encontram-se em SEC2010.

A gestão da despesa pública em Portugal não deve basear-se em cortes horizontais de despesa, nem na obtenção de poupanças numa ótica puramente pontual. Antes pelo contrário, o controlo efetivo da despesa passa por uma gestão orçamental que promova o aumento da eficiência e eficácia, para a qual os exercícios de revisão da despesa são fundamentais. Estes permitem criar novos instrumentos, de caráter estrutural, capazes de permitir um controlo da despesa, não só quantitativo, mas também qualitativo, numa perspetiva de médio prazo e seguindo uma metodologia sistemática que assegure a melhoria do processo de decisão, com vista a garantir a melhor utilização dos recursos disponíveis. Como exemplos paradigmáticos de reformas nesta área, referem-se a orçamentação por programas e o estabelecimento efetivo de um sistema contabilístico capaz de fornecer informação indispensável, cuja implementação se tem revelado difícil de alcançar.[20] Os exemplos referidos constituem uma base fundamental para um sistema de gestão da despesa pública, estruturado de acordo com os objetivos definidos pelo Governo num quadro plurianual, que hierarquize as prioridades e promova a eficiência nos gastos públicos, permitindo programar e acompanhar a sua efetiva execução. O estabelecimento destes objetivos deve também ter em conta a adequação do nível de despesa (e de receita) à capacidade produtiva da economia de forma a garantir a sustentabilidade das finanças públicas.

Apesar da recente melhoria da execução orçamental e de menores erros de previsão, a evolução da despesa encontra-se em boa medida pré-determinada, dependendo maioritariamente de políticas adotadas no passado, cuja alteração terá sempre implicações para alguns agentes económicos. De resto, a maior parte das decisões de despesa tem implicações que se estendem muito para além do orçamento anual que as consagra. No caso especialmente das despesas sociais, as mesmas são influenciadas por fatores como os ciclos económicos, a demografia, o ambiente ou as alterações tecnológicas, cujo impacto se faz sentir a médio e longo prazo. Até 2007, fatores vários, associados quer às regras de cálculo das pensões existentes (e.g. a consideração, para efeitos de determinação da remuneração de referência, da média das dez melhores remunerações nos últimos quinze anos de carreira), quer a possibilidade de atualização discricionária dessas pensões colocavam pressões sobre a evolução da despesa primária, no curto e no médio-longo prazos. A reforma de 2007 procurou reforçar a sustentabilidade de longo prazo do sistema de Segurança Social português, em face dos desafios colocados pelo envelhecimento demográfico e pela perspetiva de uma evolução desfavorável das taxas de atividade da população. A partir desse ano, foram introduzidas, entre outras alterações: uma nova fórmula de cálculo para as novas pensões, assim como uma regra para a sua indexação; um fator de sustentabilidade e; um aumento das penalizações para reformas antecipadas. O reforço da sustentabilidade financeira do sistema de pensões implicou, todavia, para a maioria das situações, uma redução dos valores das pensões a atribuir comparativamente aos valores que se obtinham antes da aprovação desta reforma. Isso mesmo é percetível pela trajetória da taxa de substituição e do rácio de benefício e que será analisada na secção seguinte. Refere-se ainda, a pressão sobre os sistemas de saúde, com uma

[20] A Lei de Enquadramento Orçamental consagra um novo sistema de acréscimo – o Sistema de Normalização Contabilística das Administrações Públicas (SNC-AP) – que assenta em três subsistemas da contabilidade pública: i) a contabilidade orçamental; ii) a contabilidade financeira; e iii) a contabilidade de gestão. Este sistema constitui a base para um quadro orçamental plurianual para a despesa, definindo limites vinculativos para cada Ministério (do ano t a t+4), compatíveis com os objetivos estabelecidos no Programa de Estabilidade e incluindo a projeção da receita especificada por fonte de financiamento. A sua adoção pelo conjunto das administrações públicas deve fornecer a informação necessária à orçamentação por programas, também prevista na lei, integrada num sistema destinado a permitir a capacidade de acompanhamento e avaliação dos custos dos programas, bem como a responsabilização dos respetivos gestores.

procura crescente de cuidados devido ao envelhecimento da população o que, conjugado com os avanços tecnológicos, acarreta o aumento dos custos inerentes aos cuidados de saúde prestados.

4.2 Evolução da despesa social e com pensões

Custos do envelhecimento da população

As principais instituições internacionais alertam conjuntamente para a necessidade de adaptar as sociedades e as suas instituições para o rápido envelhecimento da população, e para a necessidade de resposta dos sistemas de pensões colocados pelos desafios da rápida diminuição da população ativa e dos elevados níveis de desigualdade entre os idosos. As Nações Unidas afirmam que "o envelhecimento populacional está prestes a tornar-se numa das transformações sociais mais significativas do século XXI, com implicações transversais a todos os sectores da sociedade, incluindo os mercados de trabalho e financeiro, a procura de bens e serviços, tais como a habitação, os transportes e a proteção social, bem como as estruturas familiares e laços intergeracionais". A OCDE salienta que "o rápido envelhecimento da população portuguesa, fruto da baixa taxa de natalidade e do aumento da esperança de vida, está a colocar o financiamento das pensões sob pressão". A Comissão Europeia, através do *2021 Ageing Report*,[21] alerta para a importância da produtividade como motor único do crescimento económico, uma vez que é esperado um declínio acentuado da população em idade ativa.

As despesas associadas ao envelhecimento da população, principalmente as relativas a pensões e saúde, colocam uma forte pressão sobre o equilíbrio orçamental. Adicionalmente, o envelhecimento da população afeta o crescimento económico por via das alterações nos padrões de poupança e investimento, ou seja, nas decisões de consumo, no *stock* de capital e no emprego. Em termos orçamentais, a diminuição da população ativa pode ter impacto por duas vias: (i) menor potencial de crescimento económico (Gráfico 25); e (ii) menor captação de receitas fiscais e contributivas dada a menor base de contribuintes e o menor crescimento económico, enquanto a despesa pública, em particular na área da saúde, aumenta continuamente.

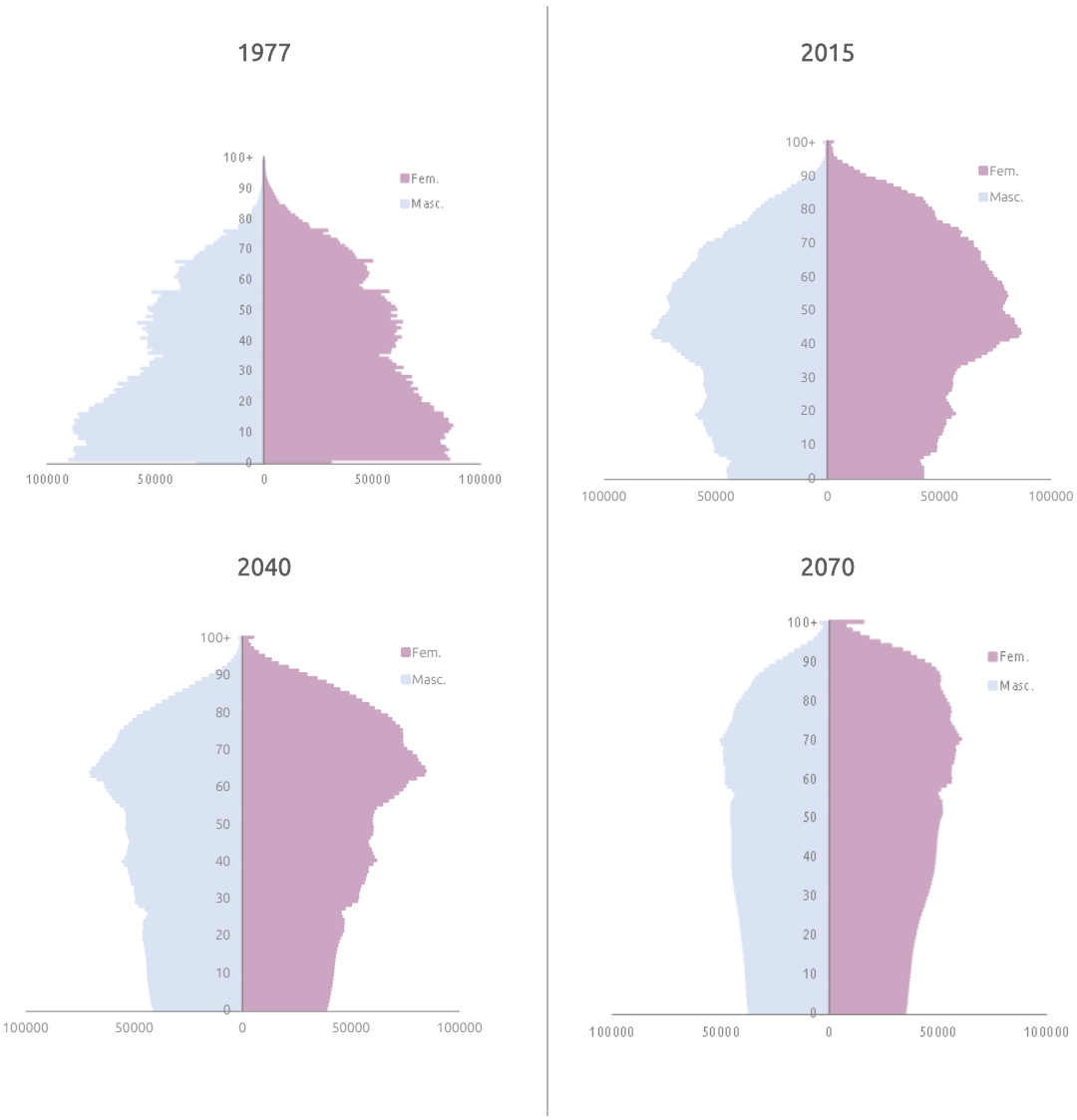
Assim, as alterações demográficas constituem um risco descendente para a sustentabilidade das finanças públicas. A conjugação do aumento da esperança de vida com as baixas taxas de natalidade e um menor fluxo líquido de migração acentua a tendência de envelhecimento da população e os impactos na economia, nas receitas e nas despesas públicas. O crescimento da despesa coloca desafios aos decisores políticos, podendo requerer fontes de financiamento alternativas e implicar futuros aumentos de impostos e/ou de contribuições para a Segurança Social, com potencial de distorção na tomada de decisões económicas e, em última instância, no crescimento económico. No contexto atual da generalidade dos países desenvolvidos, estes riscos são reforçados pela rápida subida do rácio do endividamento público nos últimos anos,

[21] The 2021 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070).

em particular no ano de 2020 e em resultado da implementação de medidas de combate à pandemia COVID-19.

Com base nas projeções demográficas realizadas pelo Eurostat,[22] a população portuguesa deverá diminuir 17,7% entre 2019 e 2070, o que representa um decréscimo aproximado de 1,8 milhões de pessoas (Gráfico 23).

Gráfico 23 - Pirâmides populacionais (Portugal)

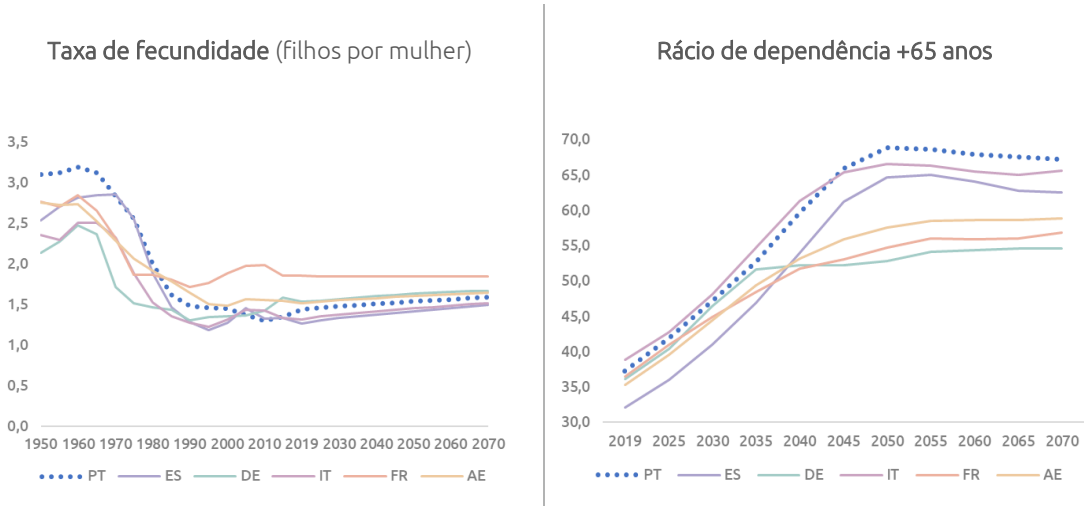


Fontes: INE, Eurostat. Cálculos do CFP.

[22] EUROPOP2019.

A evolução da estrutura demográfica em Portugal, deverá traduzir-se no aumento do rácio de dependência[23] de 37,3% para 67,3% no período entre 2019 e 2070 (Gráfico 24, painel da direita). Em Portugal, o agravamento do rácio de dependência é mesmo superior à média da área do euro e da UE e deverá intensificar-se entre 2035 e 2045, devendo atingir o segundo rácio de dependência mais elevado, apenas ultrapassado pela Polónia, no final do horizonte de projeção. O aumento do rácio de pessoas com idade superior a 65 anos decorre da persistência de baixas taxas de fecundidade, que desde 1982 se encontra abaixo do limite da substituição de gerações de 2,1 filhos por mulher (Gráfico 24, painel da esquerda). Desde 1994 que este indicador se situa abaixo de 1,5 filhos por mulher, um valor que é considerado crítico para a sustentabilidade de uma população, colocando em causa a recuperação das gerações no futuro se tal nível se mantiver durante um longo período de tempo. De acordo com as projeções do Eurostat, Portugal deverá ultrapassar os 1,5 filhos por mulher em 2040 (1,51%) aumentando ligeiramente até 2070 (1,59%). A taxa de fertilidade em PT deverá manter-se inferior à média da área do euro em todo o horizonte de projeção.

Gráfico 24 - Taxa de fecundidade e rácio de dependência (%)



Fonte: Eurostat e Nações Unidas. Cálculos do CFP.

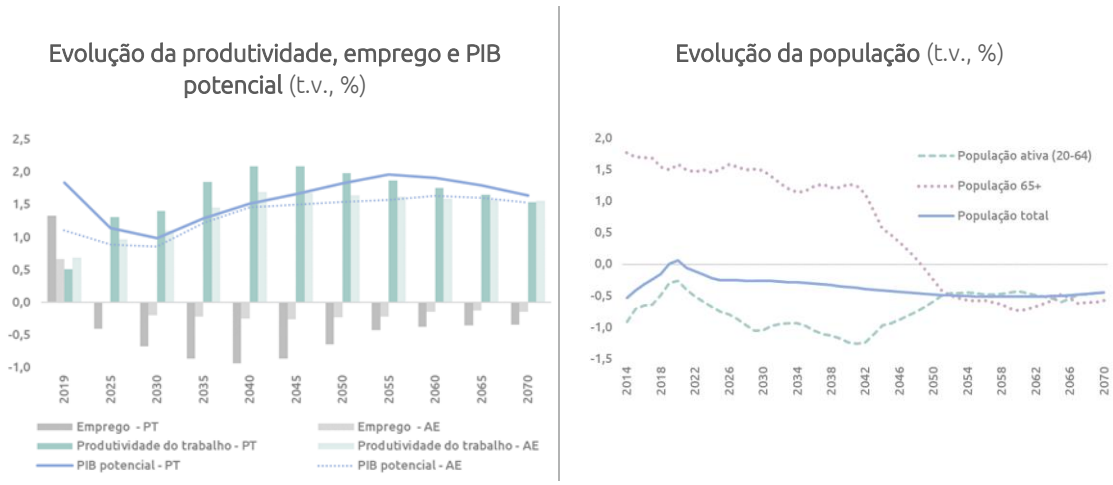
A combinação das alterações demográficas juntamente com as projeções da produtividade e do crescimento económico influenciam os sistemas de pensões, financiados numa ótica de repartição intergeracional, assim como a capacidade de financiamento de um sistema público de cuidados de saúde, comprometendo a sustentabilidade das finanças públicas. Para Portugal, as projeções macroeconómicas implícitas ao *2021 Ageing Report* apontam para um crescimento da produtividade do trabalho acima da área do euro, convergindo no final do horizonte. [24] Este pressuposto encerra algum otimismo, uma vez que assume uma variação média dessa produtividade de 1,7% (Gráfico 25, painel da esquerda), a não concretização desta evolução poderá

[23] Rácio entre a população com mais de 65 anos em percentagem da população com idade compreendida entre os 20 e 64 anos.

[24] Quando comparado com o *2018 Ageing Report*, a atual projeção incorpora níveis de produtividade mais elevados a partir de 2033 (com um intervalo de variação superior entre os 0,1 p.p. e os 0,4 p.p.).

colocar em causa não só o trajeto esperado das pensões em percentagem do PIB, mas sobretudo o valor esperado para as contribuições sociais e, consequentemente, o saldo do sistema contributivo. Quanto à estrutura da população, é esperada uma diminuição da população em idade ativa (20-64 anos) em cerca de 31%, superior à diminuição esperada para o seu total (-17,7%). Contrariamente, o grupo constituído por pessoas com idades superiores a 65 anos deverá aumentar em 23,7% (Gráfico 25, painel da direita).

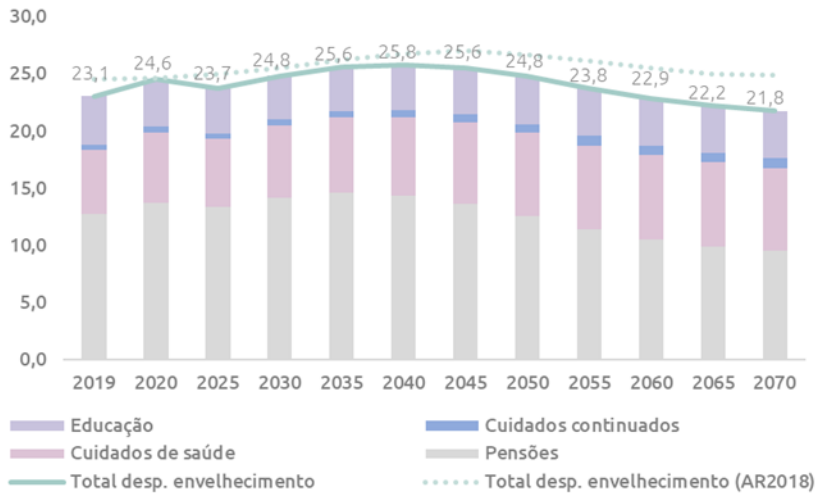
Gráfico 25 - Evolução da produtividade e da população



Fonte: *2021 Ageing Report*. Cálculos do CFP.

Considerando o total da despesa relacionada com a demografia, as projeções para Portugal apontam para um decréscimo de 1,3 p.p. do PIB, a terceira maior redução, apenas precedido por outros dois Estados-Membros, a Estónia e a Grécia. Esta variação é fundamentalmente justificada pela diminuição da despesa com pensões (-3,2 p.p. do PIB entre 2019 e 2070), resultante desde logo das anteriormente referidas reformas paramétricas adotadas após 2007. Contrariamente, é expectável um aumento da despesa com cuidados de saúde e continuados de 1,6 e 0,4 p.p. do PIB, respetivamente. Comparativamente, as projeções realizadas em 2018 apontavam para um aumento da despesa de 0,4 p.p. do PIB, motivado pelo acréscimo das despesas com cuidados de saúde e continuados (2,2 e 0,8 p.p. do PIB), tendo as pensões um contributo inverso (-2,2 p.p. do PIB).

Gráfico 26– Projeções para a despesa pública associada ao envelhecimento para Portugal (cenário base, em % do PIB)



Fonte: *2018* e *2021 Ageing Report*.

Pensões

"Os sistemas de pensões futuros só podem continuar a proporcionar pensões adequadas se forem financeiramente sustentáveis; inversamente, se os sistemas de pensões não proporcionarem rendimentos adequados aos pensionistas, haverá custos adicionais."[25] *(Conselho da União Europeia)*

Num contexto de alterações demográficas, muitos Estados-Membros da UE têm vindo a efetuar reformas nos seus sistemas de pensões para reforçar a sua sustentabilidade financeira, no âmbito de um quadro reforçado de governação económica ao nível da União Europeia. Estas reformas incidiram com particular ênfase na alteração da idade legal de reforma (ILR), na sua ligação, em alguns países, à esperança média de vida (caso de Portugal), em penalizações no acesso à pensão antecipada, bonificações para o prolongamento da vida ativa, introdução de fatores de sustentabilidade, uniformização da ILR entre homens e mulheres e alterações nas regras de atualização e indexação das pensões. Estas medidas contribuíram para o aumento dos requisitos da elegibilidade e para a diminuição do valor dos benefícios inerentes aos sistemas de pensões, reduzindo a generosidade dos sistemas de pensões projetada para as próximas décadas. Em particular, diversos Estados-Membros[26] incorporaram um fator de sustentabilidade nos

[25] "Future pension systems can continue to provide adequate pensions only if they are financially sustainable; conversely, if pension systems fail to provide adequate incomes to the retired, there will be additional costs". Joint Report on Social Protection and Social Inclusion – Council of the European Union (2005).

[26] Portugal, França, Finlândia, Espanha, Itália, Letónia, Polónia, Suécia e Noruega. Em Portugal o fator de sustentabilidade é aplicado em alguns casos de benefícios de reforma antecipada, para pessoas que optam por requerer a pensão de velhice antes de completarem a idade pessoal de reforma.

seus sistemas de pensões, ligando o benefício inicial da pensão em função da esperança média de vida. Em Portugal, a implementação deste fator[27] fez elevar a idade da reforma em dois terços do aumento da esperança média de vida. Assim, no caso de português, o fator de sustentabilidade tem implicações sobre a idade pessoal de reforma[28], pela ligação à evolução da esperança média de vida, afetando ainda o valor do benefício em caso de pensão antecipada[29].

No que respeita à taxa de substituição das pensões do regime contributivo,[30] Portugal regista a terceira maior redução, passando de 74 % em 2019, para 41,4% em 2070. De acordo com esta projeção, é esperado um aumento até 2030, justificado pelas novas pensões atribuídas pela Caixa Geral de Aposentações (CGA). Após este período o valor das pensões atribuídas por este sistema deverá diminuir, e desta forma a taxa de substituição converge para o perfil do sistema de Segurança Social. Outro fator relevante para a evolução deste indicador é o efeito denominador dado pela evolução do salário médio no momento da reforma, que deriva da projeção dos salários brutos médios elaborada pela Comissão Europeia. Assim, embora seja assumido um aumento das pensões da Segurança Social em linha ou abaixo[31] do valor da inflação[32] ao longo do horizonte, o crescimento dos salários médios é superior, uma vez que acompanha a evolução esperada para a produtividade, contribuindo para a trajetória espelhada no Gráfico 25, painel da esquerda. Esta redução revela uma deterioração neste indicador face ao exercício de anterior (*2018 Ageing Report*) e uma posição mais favorável para o ano comparável de 2060 face a *2015 Ageing Report* (Gráfico 27).

---

[27] O fator de sustentabilidade é determinado anualmente e resulta da relação existente entre a esperança média de vida aos 65 anos, verificada em 2000 e no ano anterior ao do início da pensão de velhice. Nos casos previstos na lei, a aplicação do fator de sustentabilidade ao valor de uma nova pensão implica a sua redução.

[28] De acordo com o Guia Prático: Pensão de velhice, "A idade pessoal de reforma constitui, para quem tem 40 ou mais anos de carreira, a idade a partir da qual a pensão se pode iniciar sem penalização. Antes dessa idade, de uma forma geral, terão que ser observados os requisitos de uma antecipação e ser aplicadas as penalizações". Assim, em 2021 a idade normal de acesso à pensão é de 66 anos e 6 meses, podendo ser reduzida em quatro meses por cada ano além dos 40 na carreira contributiva. Desta forma a idade pessoal de reforma pode ser reduzida de quatro em quatro meses à medida que a carreira contributiva aumenta.

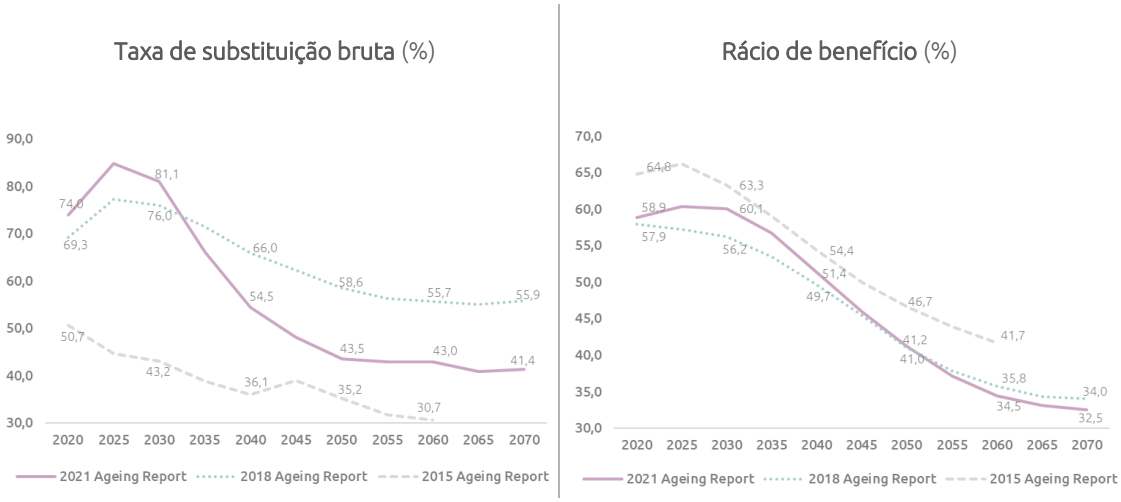
[29] O fator de sustentabilidade é apenas aplicado: (i) às pensões antecipadas ao abrigo do regime de flexibilização que sejam calculadas através das regras em vigor a 31/12/2018, ora porque o beneficiário não reúne os requisitos para a antecipação pelas novas regras (em particular, ter atingido 40 anos de carreira antes de chegar aos 61 anos de idade), ora porque o cálculo lhe seja mais favorável mesmo com a aplicação do Fator de Sustentabilidade; e (ii) às pensões antecipadas por desemprego de longa duração e em outros regimes específicos de antecipação.

[30] Rácio entre a pensão média dos novos pensionistas e o salário médio da economia no momento da reforma.

[31] A pensões atribuídas pela Segurança Social e CGA são atualizadas anualmente, em janeiro, em concordância com as regras estabelecidas na Lei n.º 53-B/2006, de 29 de dezembro. A atualização tem em consideração três vetores: (i) o crescimento real do PIB; (ii) a variação média da inflação dos últimos 12 meses sem habitação; e (iii) o próprio valor da pensão. As pensões até dois IAS são atualizadas no mínimo de acordo com o valor da inflação (podendo ser somado um coeficiente que depende do crescimento real do PIB). No que respeita às pensões mais elevadas (superior a seis IAS) é subtraído um coeficiente ao valor da inflação, coeficiente este que varia de acordo com o valor observado para o crescimento do PIB real.

[32] O cenário macroeconómico subjacente ao *2021 Ageing Report* assume uma média de 1,9% para o Índice de Preços do Consumidor (IPC) para o horizonte de 2019 a 2070.

Gráfico 27 - Taxa de substituição e rácio de benefício



Fonte: *2021 Ageing Report,* Comissão Europeia. | Nota: * considera pensões do sistema público contributivo. Cálculos do CFP.

O outro indicador que afere a generosidade de um sistema de pensões é o rácio de benefício[33] que deverá também apresentar uma trajetória decrescente ao logo do horizonte de projeção (Gráfico 27, painel da direita). A justificação para a sua evolução é semelhante à anteriormente descrita para a taxa de substituição. Portugal encontra-se no grupo de países[34] cuja redução do rácio é maior, com uma redução superior a 20 p.p..

A diminuição esperada no valor futuro das pensões de velhice do sistema contributivo poderá, no caso português, colocar pressões adicionais no sistema não contributivo. De facto, à medida que o valor das pensões se aproxima do valor legal mínimo estabelecido,[35] maior o número de beneficiários que terá acesso a prestações complementares previstas no sistema não contributivo, nomeadamente o atual complemento solidário para idosos (CSI). Importaria fazer uma avaliação da adequação dos benefícios futuros atribuídos pelos sistemas de pensões, incluindo os efeitos das reformas adotadas. Na evolução do sistema deverá procurar-se assegurar uma adequada partilha de riscos entre gerações e a justiça na distribuição de rendimento entre a geração de idosos pensionistas e as futuras gerações, relativamente às quais as atuais projeções indicam que terão carreiras contributivas superiores e um benefício inferior.

Comparando os resultados, especialmente os subjacentes aos publicados nos *Ageing Report* de 2021 e 2018, verifica-se que as alterações dos cenários macroeconómicos, nomeadamente, o crescimento assumido para o PIB (e para as suas componentes) e a atualização das projeções demográficas são os principais fatores explicativos para a

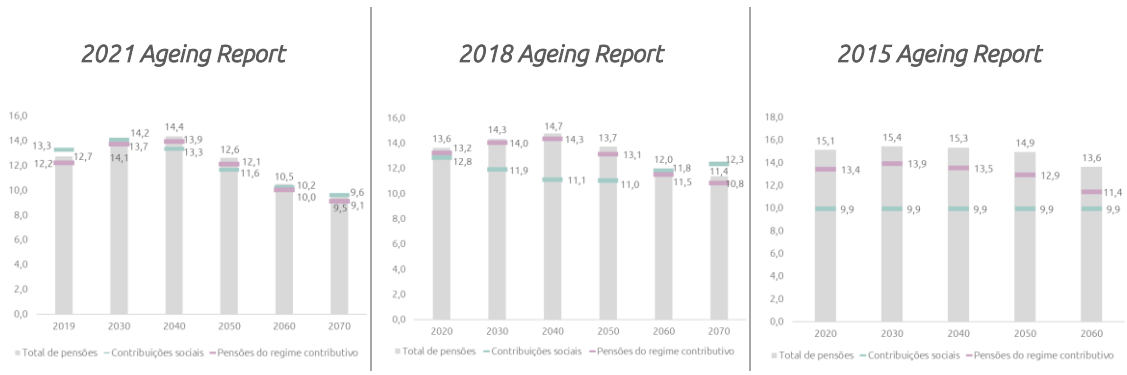
[33] Rácio entre a pensão média e o salário médio (em percentagem).

[34] Os restantes países com redução superior a 20 p.p. são Espanha, Grécia, Noruega e Polónia.

[35] O valor estabelecido para as pensões mínimas do regime contributivo depende do número de anos de carreira contributiva, tanto para o sistema da Segurança Social como para a CGA. A pensão mínima do regime não contributivo em 2021 é de 211,79€, definida no artigo 19.º da Portaria n.º 28/2020 de 31 de janeiro.

revisão da despesa com o envelhecimento (Gráfico 28). Assim, pode inferir-se, que sem alterações legislativas substanciais ao sistema de pensões, os pressupostos usados podem alterar consideravelmente os resultados obtidos, aumentando a incerteza em torno da tomada de decisão por parte dos decisores políticos, particularmente em adaptar sistemas, como o de pensões, cujas alterações têm implicações intra e intergeracionais e por forma a garantir equidade de deveres e direitos entre gerações. Portugal apresenta um enquadramento desafiante no que respeita ao impacto do envelhecimento da população no seu sistema de pensões dado que: (i) possui um elevado nível de dívida pública, que limita a margem de atuação dos governos, nomeadamente na implementação de reformas estruturais que careçam de um elevado esforço orçamental; e (ii) o salário médio é relativamente baixo quando comparado com os seus congéneres da área do euro, o que tem implicações sobre a taxa de poupança da população e sobre a remuneração de referência para a formação da pensão. Adicionalmente, é necessário ter em consideração os impactos causados pelas possíveis mutações do mercado de trabalho, derivadas do progresso tecnológico (substituição de trabalhadores por máquinas) e da globalização (deslocalização das empresas para países com menores custos salariais), com fortes implicações económicas e sociais. Os sistemas de pensões de repartição, como é o caso português, necessitam de se preparar para acomodar a crescente atipicidade laboral e hiatos contributivos no quadro desta nova realidade tecnológica.

Gráfico 28 – Projeções para a despesa pública associada ao envelhecimento para Portugal
(cenário base, em % do PIB)

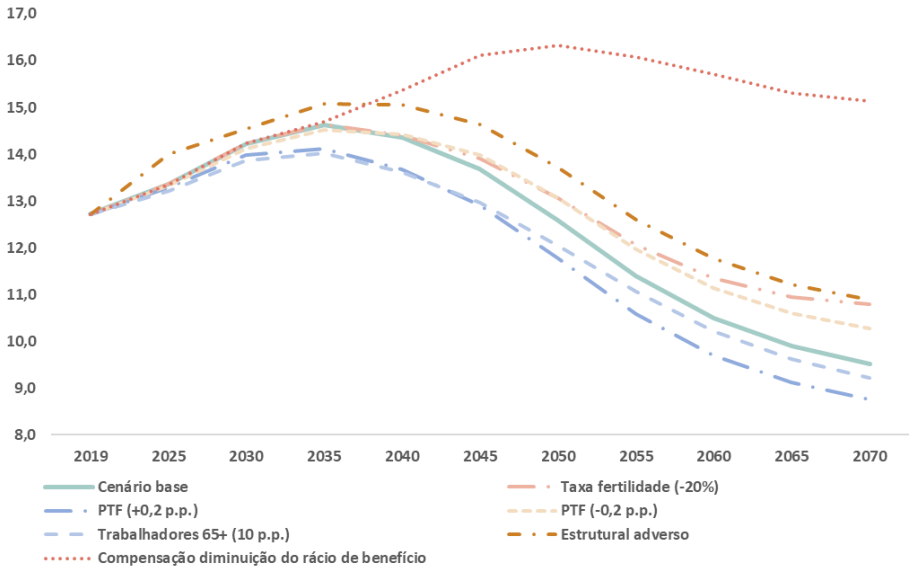


Fonte: *2015, 2018* e *2021 Ageing Report*. Cálculos do CFP. | Notas: Os valores calculados para as pensões do regime contributivo incluem pensões de velhice, antecipadas, de invalidez e de sobrevivência.

Cenários de sensibilidade

Os pressupostos subjacentes à projeção de despesa com pensões têm incertezas inerentes, como qualquer exercício de projeção, sobretudo quando se trata de períodos temporais longos. Assim, no *2021 Ageing Report* foi publicado um conjunto de cenários alternativos com o intuito de ilustrar a sensibilidade a alterações nos principais pressupostos. Foram aplicadas alterações a três tipos de variáveis: demográficas, macroeconómicas e de generosidade do sistema de pensões. Destaca-se a elevada sensibilidade da trajetória da despesa pública com pensões à evolução esperada do crescimento potencial e compensação da diminuição do rácio de benefício.

Gráfico 29– Projeções para a despesa pública com pensões – cenário base e alternativos (em % do PIB)



Fonte: *Ageing Report 2021*. | Notas: PTF – Produtividade total dos fatores. O cenário estrutural adverso assume que o crescimento do PIB potencial será menor durante a próxima década, com um impacto negativo permanente em comparação com o cenário de base. Este cenário pressupõe aumentos da produtividade do trabalho inferiores (menos investimento e/ou crescimento da PTF), assim como uma taxa de desemprego permanente mais elevada. O cenário "compensação da diminuição do rácio de benefício" assume que são adotadas medidas para estabilizar o rácio de benefício do regime contributivo quando este apresenta uma descida superior a 10%.

Os cenários de sensibilidade e alternativos apresentados revelam a importância das flutuações do ciclo económico, em particular aos desenvolvimentos do mercado de trabalho e das reformas paramétricas para o sistema de pensões de natureza contributiva e calculado segundo o método de benefício definido. Analisando os cenários com maiores variações da despesa face ao cenário base constata-se que: (i) o aumento da produtividade total dos fatores (PTF) em 0,2 p.p. representaria uma redução da despesa pública com pensões em 4 p.p. do PIB (-3,2 p.p. do PIB no cenário de base); (ii) o cenário estrutural adverso antecipa uma redução da despesa com pensões (-1,8 p.p. do PIB), embora até 2035 seja aquele que mais agrava o crescimento desta despesa; e (iii) o cenário "compensação da diminuição do rácio de benefício" é o único que antevê um aumento da despesa face ao cenário base (+2,4 p.p. do PIB). Este último é ilustrativo do resultado das reformas implementadas e de um possível impacto da sua reversão sobre a sustentabilidade do sistema de pensões, por forma a mitigar o decréscimo projetado para o rácio de benefício, referido anteriormente, impedindo uma deterioração tão acentuada do nível de adequação das pensões.

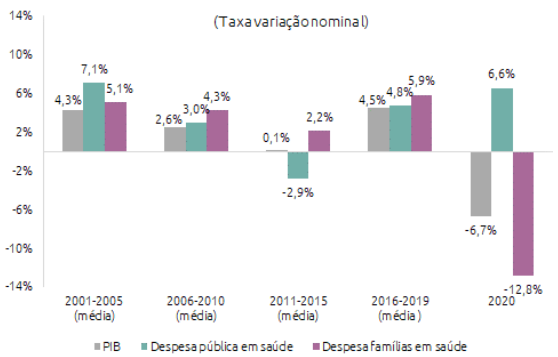
4.3 Despesa com saúde e cuidados continuados

O valor global da despesa corrente em saúde tem vindo a crescer anualmente em Portugal, acompanhando o aumento das necessidades em saúde da população. O ritmo de crescimento da componente pública tem sido superior ao da economia, mas inferior ao da despesa direta das famílias (*out-of-pocket*), com as taxas de variação dos últimos vinte anos a registarem um aumento médio anual de 3,1%, 2,3% e 3,4%, respetivamente. Este posicionamento relativo foi transversal a todo o período, com duas exceções: (i) o quinquénio 2011-2015, marcado pela redução da despesa pública em saúde, na sequência da execução do Memorando de Entendimento Sobre as Condicionantes de Política Económica[36], assinado em maio de 2011; e (ii) o ano 2020, em que a COVID-19 provocou uma forte contração do PIB e uma recomposição da despesa corrente em saúde,[37] com reforço da despesa pública e redução significativa da despesa das famílias (Gráfico 30, painel esquerdo).

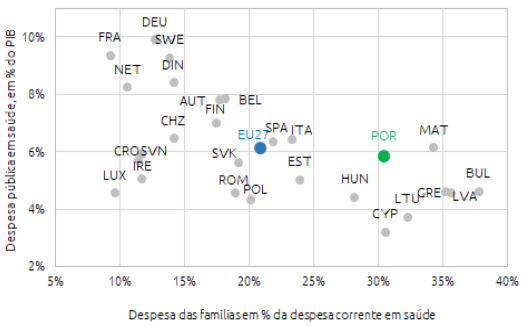
Recorde-se que, historicamente, o peso da despesa direta das famílias portuguesas é um dos mais elevados da União Europeia (30,5% em 2019), ao contrário do que acontece com a despesa pública em saúde, que está ligeiramente abaixo da média, e que esta realidade pode ser agudizada nos próximos anos, caso o SNS não consiga responder ao acréscimo de procura que a pandemia COVID-19 veio exacerbar (Gráfico 30, painel da direita).

Gráfico 30– A despesa pública e a despesa das famílias em saúde

Variação do PIB, da despesa pública em saúde e da despesa das famílias, em Portugal



Relação entre a despesa pública em saúde e a despesa das famílias na União Europeia, em 2019



Fonte: INE, Conta Satélite da Saúde 2000-2020Pe, versão final das Contas Nacionais para 2019 e OECD Health Statistics 2020; Eurostat Database; WHO Global Health Expenditure Database.

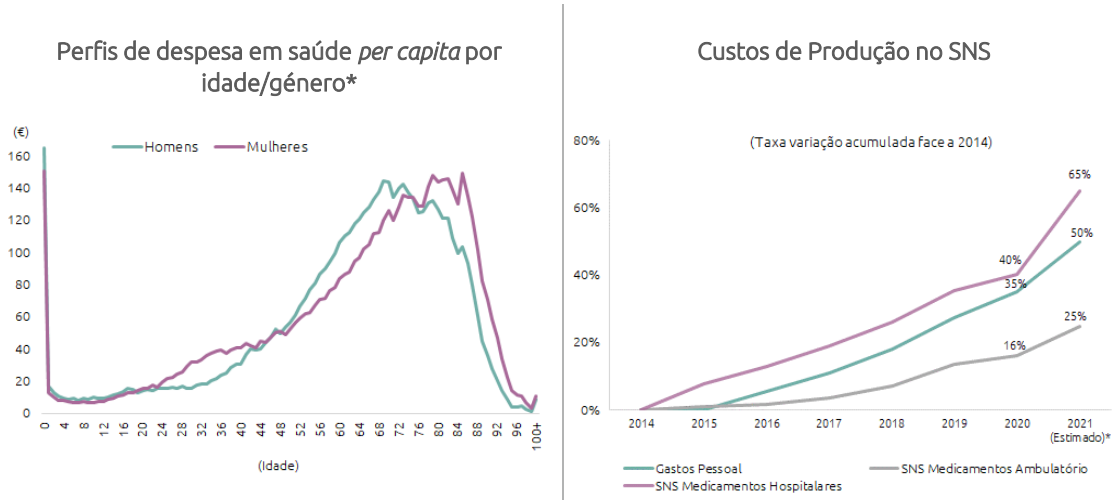
Existem diversos riscos associados à despesa em saúde que influenciam o futuro das finanças públicas do país, conforme destaca o Relatório do CFP sobre a Evolução do Desempenho do Serviço Nacional de Saúde 2020. De entre estes, há dois que assumem

[36] O memorando foi assinado entre Portugal e a Comissão Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional, na sequência da crise financeira que afetou o país, tendo vigorado até julho de 2014.

[37] Conforme destaca a Conta Satélite da Saúde 2000-2020Pe, publicada pelo Instituto Nacional de Estatística.

especial destaque, nomeadamente: (i) o envelhecimento acelerado da população, se este não for contrariado pela melhoria do seu estado de saúde, principalmente nas faixas etárias mais consumidoras de cuidados, entre os 65 e os 85 anos (Gráfico 31, painel da esquerda); (ii) os custos da própria prestação de cuidados, pressionados pela necessidade de reforço de recursos humanos e pela inovação tecnológica, principalmente na área dos medicamentos hospitalares, com taxas de variação acumulada de 50% e 65% em 2020, face a 2014, respetivamente (Gráfico 31, painel da direita).

Gráfico 31– Fatores associados à despesa em saúde em Portugal



Fonte: 2021 Ageing Report, Comissão Europeia.

*Com base nas despesas de internamento e medicamentos de 2018.

Fonte: ACSS

*Estimado pelo CFP, com base na despesa até setembro 2021.

A quantificação destes riscos a médio e longo prazo requer a realização de projeções para a despesa pública em saúde, efetuadas com base em cenários hipotéticos, elaborados através da definição de pressupostos para a variação dos determinantes da despesa. Nessa sequência, a Comissão Europeia, no referido *Ageing Report* (2021) realiza também um exercício de projeção da despesa em saúde que considera diversas combinações possíveis, num total de 12 cenários admissíveis, descritos no Quadro 17 no anexo 7.1. A elaboração destes cenários é complementar à projeção da despesa apresentada para o cenário base e assenta na hipótese de políticas invariantes.

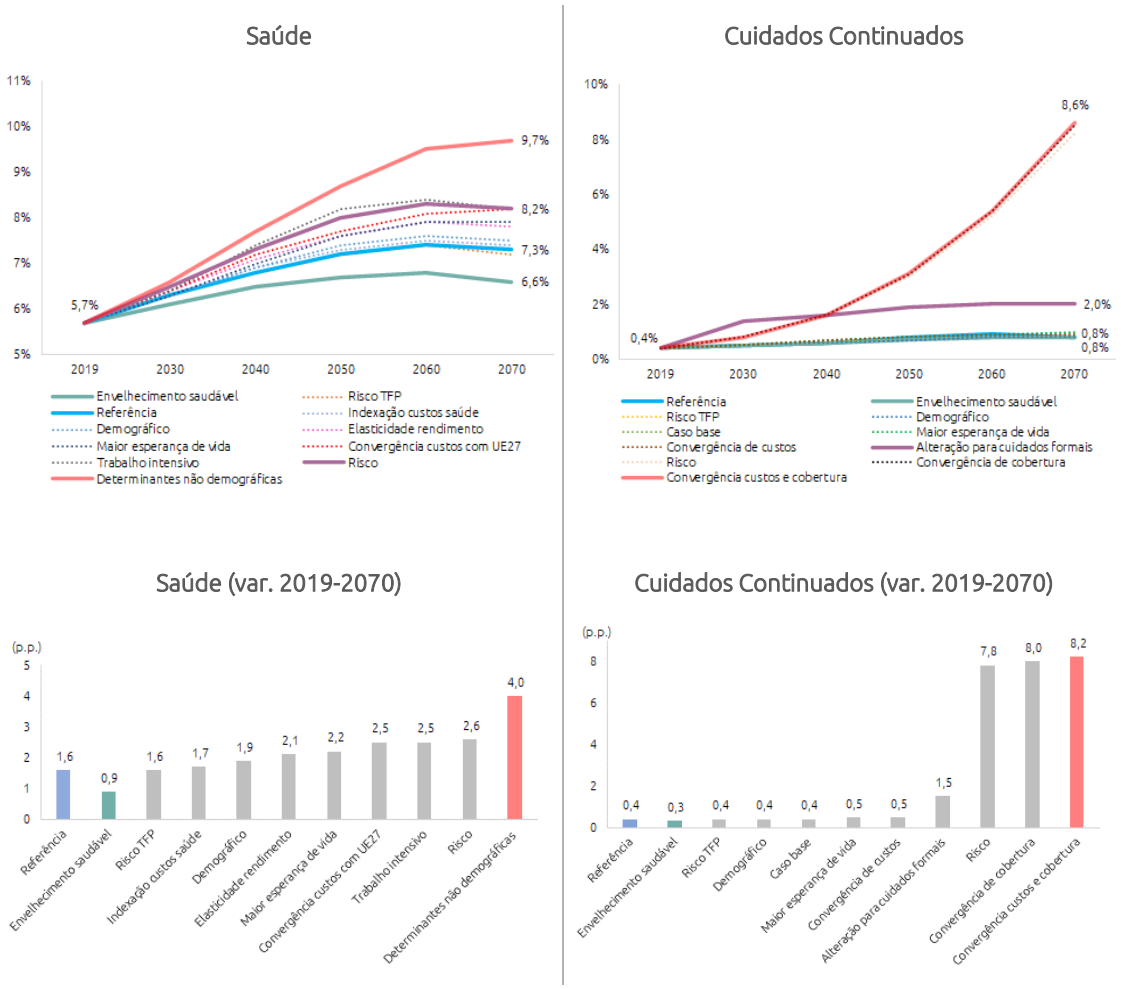
As variáveis incluídas em cada cenário assumem pressupostos para a evolução dos principais componentes que influenciam a despesa em saúde, nomeadamente: (i) fatores demográficos, como as mudanças na estrutura demográfica e na esperança média de vida; (ii) o perfil de despesa em saúde por idade, como aproximação ao estado de saúde da população; (iii) a evolução dos custos unitários, com destaque para os últimos anos de vida (período de maior pressão sobre a despesa); (iv) a elasticidade da procura.

Para Portugal, a projeção da despesa pública em saúde indica um aumento de 1,6 p.p. do PIB em 2070, considerando o cenário de referência. O cenário em que o acréscimo

de despesa é inferior é o do envelhecimento saudável (+0,9 p.p. do PIB) e no extremo oposto está o cenário de maior pressão dos determinantes não-demográficos, que pode elevar em mais 4,0 p.p. do PIB esta despesa. Num cenário de risco, a despesa em saúde em 2070 pode aumentar 2,6 p.p., face aos 5,7% do PIB registados em 2019 (Gráfico 32, painel da esquerda).

Estas projeções, independentemente do cenário escolhido, assinalam a existência de um risco orçamental positivo de médio e longo prazo para a sustentabilidade das finanças públicas, uma vez que a despesa corrente pública em saúde em 2070 será significativamente superior à observada em 2016 (entre +0,9 p.p. e +4,0 p.p. do PIB).

Gráfico 32– Cenários de projeção da despesa pública em saúde e cuidados continuados para Portugal (% PIB)



Fonte: 2021 Ageing Report, Comissão Europeia.

Ainda segundo a projeção efetuada pela União Europeia, a despesa com cuidados continuados em Portugal deverá passar de 0,4% do PIB em 2019 para 0,8% em 2070, considerando o cenário de referência. O cenário com maior impacto prevê que o nível de cobertura e de custos em Portugal convirja com a média europeia, originando um crescimento de despesa de +7,4 p.p. do PIB, face aos 0,8% projetados para o cenário de referência em 2070. À semelhança do que acontece com a despesa em saúde, também

o cenário com menor impacto na despesa em cuidados continuados é o que prevê o envelhecimento saudável, que projeta uma variação de despesa (+0,3 p.p.) ligeiramente inferior à do cenário de referência (Gráfico 32, painel da direita).

Importa destacar que a projeção da despesa com cuidados continuados apresenta um dos graus mais elevados de incerteza, não só na medição do impacto do envelhecimento, da dependência e da funcionalidade, mas também dos fatores não demográficos que a influenciam, nomeadamente o nível de crescimento económico do país, os modelos de prestação de cuidados (formais ou informais, institucionalizados ou domiciliários), a disponibilidade de recursos humanos especializados e a inovação tecnológica.

Por outro lado, e apesar da existência da Rede Nacional de Cuidados Continuados Integrados (RNCCI),[38] Portugal tem ainda um sistema difuso de prestação de cuidados continuados, muito fragmentado entre as componentes da saúde e da área social, fortemente dependente de cuidados informais prestados e/ou financiados diretamente pelas famílias. É de esperar que o prolongamento da vida ativa, a urbanização e a redução da dimensão dos agregados familiares conduza estes cuidados para a economia formal, aumentando porventura a despesa pública mais do que o assumido nas projeções do *Ageing Report 2021*.

Impacto de médio e longo prazo da pandemia COVID-19

A COVID-19 tem tido efeitos dramáticos na saúde da população a nível mundial, conforme destaca o recente Relatório da OCDE sobre o setor.[39] Em Portugal, até ao início de outubro de 2021, o número acumulado de pessoas infetadas com o vírus SARS-CoV-2 (10.600 por 100.000 habitantes) estava acima da média dos países da OCDE (8.400 por 100.000 habitantes), o mesmo acontecendo com o número de mortes diretamente relacionadas com a doença (1.663 mortes por milhão de habitantes em Portugal, e 1.406 mortes por milhão de habitantes no total dos países da OCDE). O excesso de mortalidade durante o período da pandemia, nomeadamente na população com mais de 60 anos, é uma realidade transversal a todos os países (com exceção da Noruega). No caso português, entre janeiro de 2020 e junho de 2021, registaram-se +2.025 mortes por milhão de habitantes do que o esperado, valor superior à média da OCDE (+1.499 mortes por milhão de habitantes).

Nos últimos meses, a campanha de vacinação contra a COVID-19 tem permitido minimizar o impacto direto da doença, reduzindo os seus efeitos mais graves e o risco

[38] A RNCCI foi criada através do Decreto-Lei n.º 101/2006, de 6 de junho, alterado pelo Decreto-Lei n.º 136/2015, de 28 de julho, no âmbito dos Ministérios da Saúde e do Trabalho, Solidariedade e da Segurança Social. É composta por unidades e equipas de saúde e/ou de apoio social, com origem nos serviços comunitários, abrangendo os hospitais, os centros de saúde, os serviços distritais e locais da segurança social, a Rede Solidária e as autarquias locais, e procura dar resposta à problemática da dependência e da funcionalidade.

[39] OECD (2021), *Health at a Glance* 2021: OECD Indicators, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/ae3016b9-en.

de mortalidade, especialmente nas populações mais envelhecidas e mais vulneráveis. Esta realidade é especialmente sentida em Portugal, que tem umas das taxas de vacinação mais elevadas do mundo (cerca de 88% da população totalmente vacinada, em meados de novembro de 2021), fruto da adesão massiva da população e da resposta empenhada dos profissionais do SNS.

Para além do impacto direto na saúde das pessoas infetadas pelo vírus, a pandemia COVID-19 veio também alterar os hábitos e os estilos de vida, e veio trazer dificuldades adicionais na resposta às restantes patologias. Em Portugal, esta realidade é visível na redução generalizada do acesso aos serviços de saúde, nomeadamente aos programas de rastreio e de diagnóstico precoce, às consultas presenciais com os médicos de família, às consultas hospitalares, às cirurgias e aos meios complementares de diagnóstico e terapêutica. Resulta daqui uma tendência de agravamento do estado de saúde das pessoas, nomeadamente das que vivem com mais fatores de risco ou com doenças crónicas (diabetes, hipertensão, oncológicas, respiratórias, entre outras), o que constitui um fator de pressão acrescida sobre o sistema de saúde português, com especial impacto sobre o SNS.

Os efeitos da COVID-19 continuarão a fazer-se sentir nos próximos tempos, não só porque a pandemia não está ainda controlada, mas essencialmente porque existem consequências sanitárias, sociais e económicas de médio e longo prazo, de entre as quais se destacam: (i) os efeitos prolongados na saúde e bem-estar da população, com especial destaque para o agravamento das doenças crónicas e complexas, para o aumento dos problemas de saúde mental (stress, ansiedade, comportamentos aditivos, entre outros) e para a persistência de sintomas diretamente associados à doença COVID-19 (a denominada "*Long COVID*"[40]); (ii) a exacerbação das disparidades socioeconómicas pré-existentes, nomeadamente as relacionadas com os níveis de educação, emprego, riqueza, igualdade (geográfica, de género), coesão social, entre outras[41].

[40] A OMS define "Long COVID" como uma "*condição pós-COVID-19 que ocorre em indivíduos com história de infeção por SARS-CoV-2, provável ou confirmada, que normalmente começa três meses a partir do início da infeção e persiste pelo menos durante dois meses, não podendo ser explicada por outro diagnóstico alternativo. Os sintomas mais comuns incluem fadiga, falta de ar, disfunção cognitiva e geralmente têm um impacto na atividade diária das pessoas*". Sobre esta matéria, ver também "In the wake of the pandemic | Preparing for Long COVID".

[41] Health inequity and the effects of COVID-19: assessing, responding to and mitigating the socioeconomic impact on health to build a better future. Copenhagen: WHO Regional Office for Europe; 2020. Licence: CC BY-NC-SA 3.0 IGO.

5. RESPONSABILIDADES CONTINGENTES

5.1 Enquadramento e definição

As responsabilidades (ou passivos) contingentes constituem um dos elementos relevantes na avaliação do risco orçamental. Uma responsabilidade contingente difere de uma responsabilidade não contingente por depender da verificação de uma condição ou evento para poder ser acionada. Há casos em que essa possibilidade está delimitada na lei ou contrato (e.g. o caso das garantias pessoais no âmbito de regimes legais pré-existentes, onde se preveem desde logo as condições para concessão das garantias) – aqui, as responsabilidades são explícitas. Noutros casos, essa possibilidade não está previamente prevista e poderá resultar (tão-só) de uma certa obrigação moral do Estado associada a expectativas legítimas criadas por práticas passadas, pressões políticas ou então pressões movidas por grupos de interesse – são responsabilidades implícitas. O grau de discricionariedade por parte do decisor será aqui maior (Quadro 7).[42]

Ao contrário do que sucede no caso dos passivos não contingentes, que são incondicionais na sua verificação (e suscetíveis, portanto de mais fácil quantificação) [43], nas responsabilidades contingentes desconhece-se se, quando e de que forma se materializam, sendo por isso difícil estimar antecipadamente o respetivo impacto sobre o défice e a dívida pública bem como antever o momento da sua ocorrência.

Independentemente destas dificuldades, o reporte e a análise dos passivos contingentes têm vindo a ser objeto de maior escrutínio, em simultâneo com um reforço da quantidade e qualidade dos elementos informativos a seu respeito por exigência legal no espaço da UE.[44] A importância do reconhecimento desta matéria foi

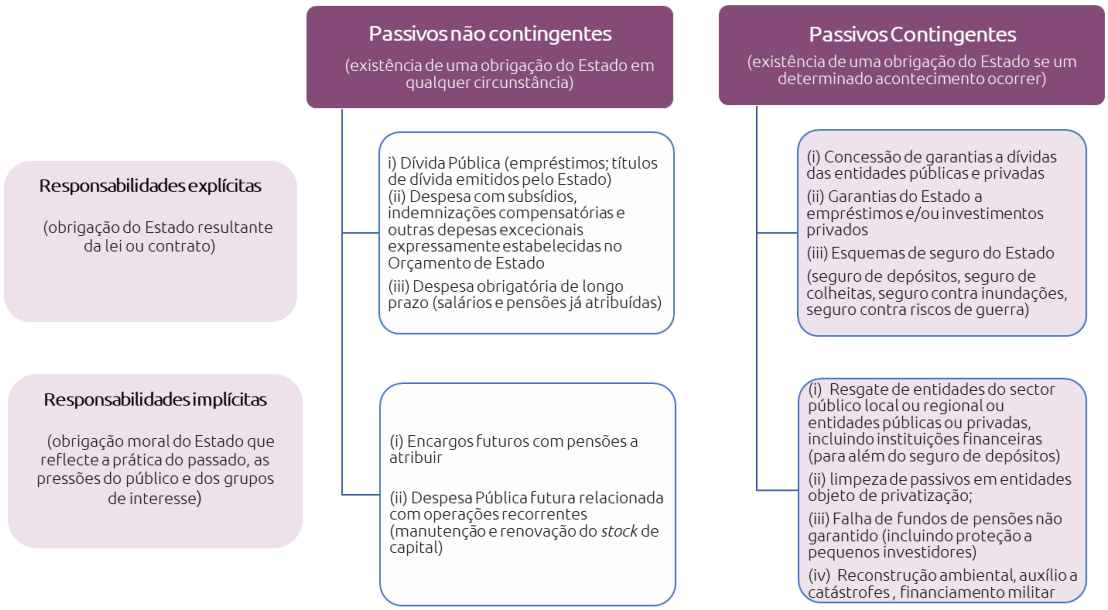
[42] Enquadram-se neste âmbito as obrigações que possam envolver o resgate de empresas públicas ou privadas em situação de incumprimento, ou outras que dependam da ocorrência de eventos futuros incertos, como sejam aqueles que impliquem uma intervenção das administrações públicas em caso de desastre humano ou catástrofe natural.

[43] Note-se que também estas responsabilidades não contingentes podem, por sua vez, constituir responsabilidades explícitas ou implícitas. Como exemplo das primeiras, temos os compromissos associados à dívida pública (e.g. encargos correntes e pagamento do principal) e os encargos com pensões em curso de atribuição. Como exemplo das segundas, refira-se, no quadro da provisão de bem-estar pelo Estado, as despesas com pensões por atribuir. Embora não exista aqui um inequívoco compromisso legal, há expectativas fundamentadas no comportamento do passado para que o Estado assegure tais encargos. Entendimento semelhante se aplica às despesas do Estado que ocorrem numa base regular, tais como a manutenção e a renovação do *stock* de capital público (Quadro 7).

[44] Na sequência da aprovação dos pacotes de legislação do *Six-Pack* em 2011 e, subsequentemente, do *Two-Pack* criados para reforçar a governação económica na União Europeia passaram a ser reportadas pelos Estados-Membros da União informações mais pormenorizadas sobre os passivos contingentes, em conformidade com os requisitos da Diretiva 2011/85/UE do Conselho.

determinante para melhorar a transparência orçamental e a compreensão dos riscos orçamentais associados a este tipo de passivos.[45]

Quadro 7 – Classificação do tipo de passivos e natureza das responsabilidades associadas



Fonte: Adaptado de Polackova Brixi e Schick (2002).

A informação coligida permitiu dispor, a partir de 2014, de dados comparáveis e harmonizados sobre os passivos contingentes das administrações públicas dos então 28 Estados-Membros. De acordo com a metodologia fixada pelo Eurostat, os indicadores considerados para avaliar a natureza e dimensão dos passivos contingentes são: i) garantias concedidas pelas administrações públicas; ii) responsabilidades relacionadas com parcerias público-privadas (PPP) registadas fora das administrações públicas; iii) passivos de entidades controladas pela administração pública classificadas fora do sector das administrações públicas (empresas públicas); e iv) crédito malparado (*non-performing loans*). Além destes passivos contingentes, acrescem obrigações de reporte relativamente aos passivos das Administração Públicas resultantes de intervenções do Estado no apoio ao sector financeiro, que desde outubro de 2009 é objeto de reporte regular no âmbito da notificação do procedimento por défices excessivos.[46]

[45]No que respeita à vertente corretiva do PEC, os passivos contingentes são agora tidos em conta quando a Comissão elabora um relatório nos termos do artigo 126.º, n.º 3, do TFUE. Para os países da área do euro sujeitos a um procedimento por défices excessivos (PDE), a Comissão pode solicitar que o Estado-Membro apresente informações adicionais, incluindo elementos sobre os riscos financeiros associados a passivos contingentes que podem ter um impacto potencialmente significativo no orçamento. Na vertente preventiva, os passivos contingentes são principalmente analisados como riscos potenciais para os objetivos orçamentais.

[46] Na sequência da decisão do Eurostat, de 15 de julho de 2009, sobre o registo estatístico das intervenções públicas para apoiar as instituições financeiras e os mercados financeiros durante a crise financeira, é compilado um «quadro suplementar». Para mais informações, ver «Quadro suplementar do Eurostat para a comunicação de intervenções do governo para apoiar as instituições financeiras: Nota informativa (abril de 2018)».

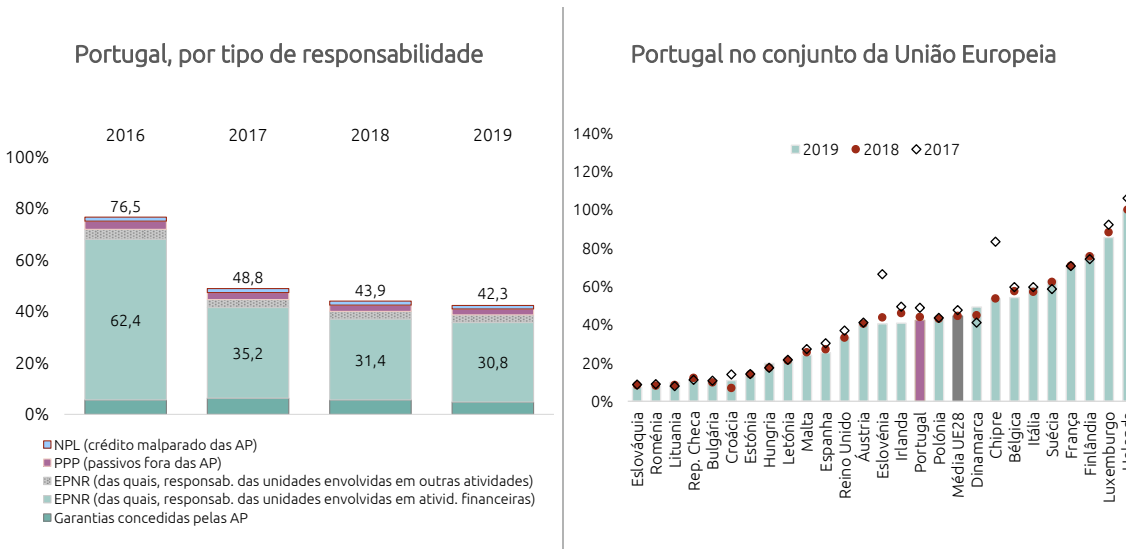
Assim, tomando por referência aqueles indicadores, as secções seguintes que o presente capítulo aborda fornecem uma visão atualizada sobre a posição dos passivos contingentes em Portugal e seus potenciais impactos para as finanças públicas, comparativamente aos demais Estados-Membros da União Europeia.

5.2 Responsabilidades contingentes gerais no período pré-pandemia

Situação pré-pandemia

A informação disponível mais atualizada sobre responsabilidades contingentes reporta-se ao ano de 2019, portanto sem reflexo ainda do impacto das medidas de apoio à liquidez das famílias e empresas adotadas no âmbito da crise pandémica.[47] De acordo com o Eurostat, nesse ano de pré-pandemia, as responsabilidades contingentes em Portugal representavam 42,3% do PIB. Este resultado refletia um importante progresso face ao verificado em 2016, quando aquelas responsabilidades atingiram 76,5% do PIB. O resultado alcançado em 2019 é inferior em 2,3 p.p. do PIB à média observada na União Europeia (44,6% do PIB), mantendo Portugal pelo segundo ano consecutivo uma posição abaixo dessa média. Os anos de 2017 a 2019 marcaram uma diminuição anual do peso daquelas responsabilidades, que em termos acumulados totalizou 34,2 p.p. do PIB. A redução em 31,4 p.p. das responsabilidades de empresas públicas não incluídas no sector das administrações públicas (as chamadas entidades públicas não reclassificadas ou EPNR) foi determinante para o decréscimo das responsabilidades contingentes gerais em Portugal, como se analisa adiante.

Gráfico 33 – Responsabilidades Contingentes (em % do PIB)



Fonte: Eurostat, | Notas: NPL = Crédito malparado; PPP = parcerias público-privadas; EPNR = entidades públicas não reclassificadas para o sector das administrações públicas.

[47] Publicada pela autoridade estatística europeia (Eurostat) em janeiro de 2021

No conjunto da União Europeia, Portugal foi o segundo Estado-Membro, logo atrás da Eslovénia que registou o progresso mais significativo na redução das respetivas responsabilidades contingentes. Em 2019, as responsabilidades contingentes, em rácio do PIB, colocavam Portugal no décimo sexto lugar (42,3%) dos países com menores montantes, abaixo, entre outros, da Alemanha (105%), Finlândia (76,5%), França (70,4%), Suécia (63,1%) e Dinamarca (49,3%). Já três anos antes, em 2016, chegou a ocupar a vigésima quinta posição (76,5%), somente abaixo da Grécia (150,8%), da Holanda (108,0%) e do Luxemburgo (94,4%). Este importante progresso registado no período pré-pandemia, beneficiou, em grande medida, do levantamento das medidas de suporte ao sector financeiro, efetuadas a partir de 2017, o que permitiu reduzir os riscos de médio e longo prazo para a sustentabilidade das finanças públicas.

5.3 Indicadores relevantes associados a responsabilidades contingentes

A presente secção analisa em detalhe cada uma das responsabilidades contingentes tal como reportadas pelo Eurostat: garantias concedidas pelas AP, Parcerias Público Privadas (PPP) registadas fora das AP, crédito malparado e passivo de entidades controladas pelas AP.

Garantias concedidas pelas AP

As garantias concedidas pelos Governos constituem a forma mais comum de passivos contingentes. O risco potencial do seu impacto sobre o défice e dívida pública coloca-se quando estas garantias são emitidas para entidades classificadas fora do sector das administrações públicas. Só estas constituem um risco de materialização de uma futura despesa com efeito no saldo e na dívida das AP, já que as garantias concedidas a entidades das administrações públicas, são objeto de consolidação. Nesta última situação, independentemente da execução da garantia, o impacto resultante desse encargo já se encontra refletido na despesa pública através do financiamento que beneficiou dessa garantia.[48]

As garantias podem, contudo, assumir uma natureza pontual ou uma natureza estandardizada (ou normalizada). As primeiras estão associadas a instrumentos de dívida, como sejam os empréstimos e as obrigações. A sua utilização é justificada, muitas vezes, pela necessidade de garantir que a entidade beneficiária obtenha um financiamento menos oneroso (redução do prémio de risco), que de outra forma não seria possível obter. Contudo, é um tipo de garantia em que não é possível ter, com rigor, uma estimativa relativamente ao risco de ativação da mesma.[49] Por seu turno, as garantias estandardizadas ou normalizadas cobrem tipos de risco de crédito similares,

[48] Estas garantias destinam-se a assegurar a realização de despesa pública através do recurso a um instrumento de financiamento que a suporte.

[49] A informação reportada fornece uma desagregação adicional pelo tipo de beneficiário: empresas públicas e sociedades financeiras.

são emitidas em grande número e segundo regras idênticas.[50] Neste caso, ainda que a probabilidade de recurso à garantia seja incerta, dada a impossibilidade de estimar com rigor o risco de incumprimento de cada empréstimo, o facto de existirem muitas garantias similares possibilita uma estimativa fiável quanto ao número de pedidos para a sua ativação.[51] Um exemplo recente de utilização deste tipo de garantias, como adiante veremos neste capítulo, ocorreu no âmbito do combate aos impactos económicos da pandemia COVID-19.[52]

Os dados mais recentes publicados pelo Eurostat, relativos a Portugal para o ano 2019, indicam que as garantias concedidas em percentagem do PIB totalizaram 4,8%, um resultado que traduz a redução do seu peso no PIB pelo segundo ano consecutivo. De entre os então vinte e oito Estados-Membros, Portugal posicionava-se na décima quinta posição, com um valor de garantias concedidas inferior em 1,8 p.p. do PIB à média da União Europeia (6,7% do PIB). Os valores mais significativos deste tipo de responsabilidades eram representados pela Finlândia (33,4% do PIB), Dinamarca (18,2% do PIB), Áustria (16,1%), e Alemanha (13,2%). Em contraste, a Irlanda (0,0%), a Eslováquia (0,0%), a Bulgária (0,1%), a República Checa (0,2%), o Reino Unido (0,2%) e a Lituânia (0,8%) apresentavam valores de garantias inferiores a 1% do PIB.

No que se refere à sua natureza, as garantias pontuais (*one-off*) são as prevalecentes na quase totalidade dos Estados-Membros, com um nível de preferência pela sua utilização superior a 90%. As garantias estandardizadas assumem uma expressão relevante apenas em Estados-Membros em que o peso global das garantias concedidas variava entre 0,1% e 2% do PIB, como sejam, por ordem crescente, os casos da Bulgária, Estónia, Lituânia, Letónia e Roménia.

Em termos de entidades responsáveis pela emissão de garantias, o subsector da Administração Central é aquele que concentra o maior volume de garantias concedidas, exceto nos casos da Républica Checa e da Suécia em que maioria das garantias emitidas é devida ao subsector da Administração Local.

As garantias associadas a intervenções públicas de apoio a instituições financeiras assumem um peso relevante no total das garantias concedidas pelos diferentes Estados-Membros. Em 2019, a informação reportada sobre passivos contingentes que assumiram exclusivamente a forma de garantias concedidas sobre os ativos e/ou passivos das instituições financeiras apontava para a existência de nove países[53] em que o montante das garantias concedidas se encontrava influenciada pelas referidas intervenções públicas de apoio a instituições financeiras.

[50] Os dados referentes às garantias normalizadas dizem respeito ao volume total de ativos abrangidos por este instrumento.

[51] De acordo com o Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 2010) e o Manual do Défice e da Dívida das Administrações Públicas, a perda estimada associada às garantias estandardizadas deve ser registada no momento da sua concessão.

[52] A disponibilização de uma estimativa fiável para as perdas associadas às garantias concedidas pelo Fundo de Contragarantia Mútuo (FCGM), classificado no setor institucional das AP, a entidades de outros sectores da economia determinou o registo de uma transferência de capital com impacto negativo de 326 M€ no saldo das AP em 2020.

[53] Por ordem decrescente dos apoios estatais concedidos às instituições financeiras: Espanha, França, Bélgica, Itália, Portugal, Alemanha, Chipre, Lituânia, Grécia.

No caso português estas garantias prestadas ao sector financeiro ascendiam a 2,2% do PIB em 2019, menos de metade do total de garantias concedidas nesse ano (4,8%), quando em 2017 e 2018 o peso daquelas garantias chegou a representar mais de metade, equivalente respetivamente a 3,4 e 2,9%do PIB.

Já de acordo com a informação da Direção-Geral do Tesouro e Finanças (DGTF), as responsabilidades do Estado atualmente existentes decorrente de garantias concedidas ascendiam em 2019 a 13 802 M€, o equivalente a 6,4% do PIB. Deste total, 5474 M€ (2,6% do PIB) correspondiam a garantias para entidades fora do sector das AP, dos quais mais de metade para o sector financeiro. A diminuição das garantias concedidas a Instituições Bancárias (Quadro 8), em parte por força da sua resolução e correspondente intervenção direta do Estado, com impacto desfavorável na despesa pública e consequentemente o saldo das AP explica, em grande medida, a evolução decrescente do valor das garantias concedidas entre 2013 e 2019.

Quadro 8 – Garantias do Estado ativas (em M€)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Entidades do sector das AP	**15 047**	**13 681**	**13 209**	**13 263**	**12 719**	**11 395**	**8 327**
Sociedades Não Financeiras	10 786	9 940	9 877	9 549	9 358	9 077	7 612
Metropolitano de Lisboa	2 813	2 671	2 570	2 486	2 398	2 302	1 821
Infraestruturas de Portugal*	2 845	2 761	2 907	2 801	2 700	2 604	2 023
CP-Caminhos de Ferro Portugueses	812	767	722	679	643	615	94
EDIA-Emp. Des. Infra-estrut. do Alqueva	545	538	532	525	512	198	160
Metro do Porto	951	900	799	745	690	603	555
Parpública, SGPS	620	0	0	0	0	0	0
Parque Escolar	1 050	1 035	996	983	934	884	854
Região Autónoma da Madeira	988	1 106	1 195	1 186	1 398	1 792	2 031
Outras entidades	160	162	157	143	84	79	73
Sociedades Financeiras	4 261	3 741	3 332	3 714	3 361	2 318	716
Parvalorem	3 318	2 885	2 591	2 290	1 995	1 244	0
Fundo de Resolução	0	0	0	656	566	385	200
FCGM-Fundo Contragarantia Mútuo	161	204	234	344	466	557	516
Parparticipadas (ex-BPN e Participadas)	54	47	42	35	28	20	0
PARUPS (ex-BPN e Participadas)	728	605	465	390	307	113	0
Entidades do Sector Público não incluído nas AP	**6 049**	**2 313**	**2 133**	**1 995**	**1 698**	**1 602**	**1 506**
Sociedades Não Financeiras	2 449	2 313	2 133	1 995	1 698	1 602	1 506
AdP -Águas de Portugal	1 388	1 382	1 373	1 327	1 276	1 224	1 169
STCP - Soc. Transp. Colect. Porto	220	100	100	100	100	100	100
CARRIS	341	297	245	202	0	0	0
EPAL-Emp. Portug. das Águas Livres	122	162	170	152	133	118	102
LIPOR	83	78	72	63	53	44	35
Outras entidades	294	296	174	151	135	117	101
Sociedades Financeiras	3 600	0	0	0	0	0	0
CGD-Caixa Geral de Depósitos	3 600	0	0	0	0	0	0
Sector Financeiro	**12 682**	**6 307**	**6 307**	**4 608**	**2 809**	**2 961**	**2 886**
Novo Banco (ex BES)	4 750	3 500	3 500	1 800	0	0	0
BCP	4 250	0	0	0	0	0	0
BANIF**	850	0	0	0	0	0	0
Garantia da carteira ***	2 800	2 800	2 800	2 800	2 800	2 800	2 800
Outras instit. Financeiras	32	7	7	8	9	161	86
Outros ****	**1 193**	**1 150**	**1 176**	**1 188**	**1 069**	**1 080**	**1 083**
Total	**34 971**	**23 452**	**22 825**	**21 054**	**18 294**	**17 039**	**13 802**
em % do PIB	**20,5**	**13,6**	**12,7**	**11,3**	**9,3**	**8,3**	**6,4**
Por memória, em % do PIB							
Entidades do sector das AP	8,8	7,9	7,3	7,1	6,5	5,6	3,9
Entidades do Sector Público não incluído nas AP	3,5	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7
Sector Financeiro	7,4	3,6	3,5	2,5	1,4	1,4	1,3

Fonte: DGTF. | Notas: * Os anos 2013 e 2014 correspondem à soma do valor das garantias concedidas às antigas empresas Estradas de Portugal (EP) e REFER. ** Inclui BANIF-Banco Internacional do Funchal e BANIF-Banco de Investimento. *** Garantia cujos beneficiários eram o Novo Banco e o BCP, com maturidade em 27 de junho de 2020. **** Incorpora sobretudo "créditos de ajuda" a países de expressão oficial portuguesa entre outros países, entidades do sector das sociedades não financeiras (entidades privadas).

Parcerias Público Privadas registadas fora das AP

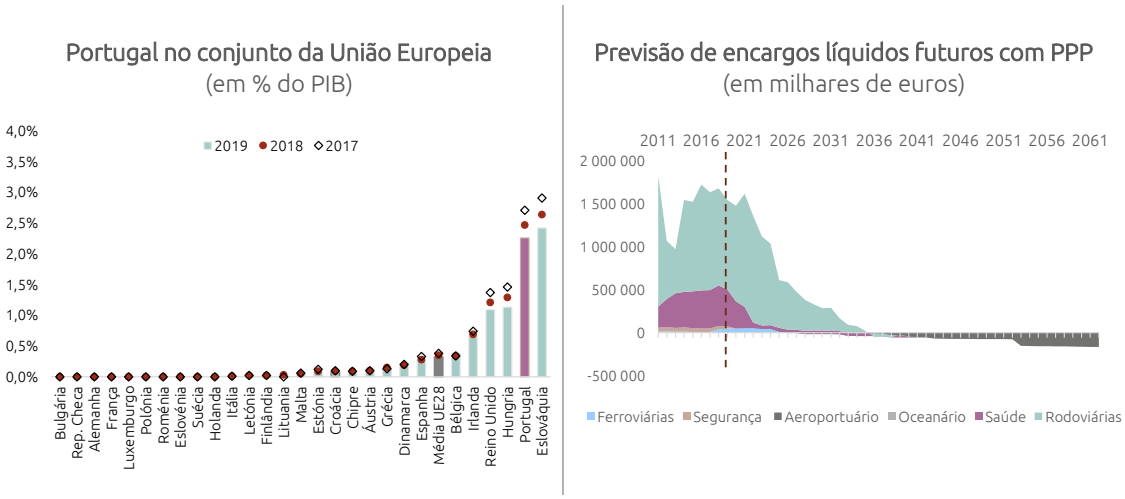
Estas PPP são um conjunto de ativos que do ponto de vista económico não estão sob o domínio ou propriedade das AP, uma vez que a sua despesa, quando realizada, não é contabilizada como investimento público, ou seja, Formação Bruta de Capital Fixo. Não se consideram neste âmbito, as PPP em que as AP são o proprietário económico de um ativo, por serem a entidade que, segundo os critérios do SEC 2010, suporta a maior proporção dos riscos económicos, mas por outro lado, tem o direito a receber a maior proporção de benefícios relacionados com a utilização do ativo.[54]

Os dados reportados pelos diferentes Estados-Membros relativos a responsabilidades contingentes relacionadas com PPP que se encontram registadas fora das AP têm por objetivo fornecer uma quantificação do total do passivo pendente associado àquelas responsabilidades. O valor corrente do ativo[55] associado a estas (PPP) representa uma estimativa da despesa em formação bruta de capital fixo e de impacto na dívida pública, caso as AP tivessem que adquirir os ativos durante a vigência do contrato. De acordo com o Eurostat (Gráfico 34), Portugal continua a registar um elevado peso deste tipo de responsabilidades no PIB. Em 2019, essas responsabilidades totalizavam 2,3% do PIB, o segundo maior valor da União Europeia só ultrapassado pela Eslováquia (2,4% do PIB). Apesar de Portugal, entre 2016 e 2019 ter registado uma redução acumulada destas responsabilidades de 0,9 p.p. do PIB, ainda se encontrava 1,9 p.p. do PIB acima da média da União Europeia (0,3% do PIB), menos 0,8 p.p. do que em 2016.

[54] As três categorias principais de risco consideradas são: i) risco de construção (risco relacionado com o processo de construção e seus custos); ii) risco de disponibilidade (risco relacionado com a disponibilidade do bem para utilização após a fase de construção); e iii) risco de procura (risco relacionado com a procura dos serviços fornecidos pelo bem). Os ativos envolvidos nas PPP serão objeto de registo nas contas do parceiro privado, caso as condições seguintes forem ambas satisfeitas: o parceiro privado suporta o risco de construção, e as AP suportam pelo menos um dos riscos de disponibilidade ou de procura, tal como previsto no contrato. Na situação em que o risco de construção seja suportado pelas AP, ou se o parceiro privado suportar apenas o risco de construção e nenhum outro risco, os ativos devem ser, então, registados na conta das AP.

[55] O valor corrente do ativo reflete o valor ajustado de capital cujo resultado é obtido pelo valor contratual do capital no início deduzido da depreciação económica que é calculada com base em estimativas ou dados reais.

Gráfico 34 – Responsabilidades contingentes com PPP



Fonte: Eurostat, Comissão Europeia (painel esquerdo); Boletim Anual das PPP – 2012 a 2020; Relatório da proposta de Orçamento de Estado para 2022 (projeções para 2021 em diante, painel direito). Notas: valores em milhares de Euros; valores em preços correntes até 2021; valores em preços constantes (de 2022) para 2022 a 2062; inclui parcerias público-privadas nos sectores rodoviário, ferroviário, aeroportuário, saúde e oceanário. Estes dados não são diretamente comparáveis com os publicados pelo Eurostat.

Para além das responsabilidades potenciais que estão associadas a uma eventual alteração da propriedade das PPP, ou seja, uma reclassificação destas para a esfera das AP, existem também responsabilidades potenciais que emergem do contrato de parceria celebrado entre o Estado e o parceiro privado. Referem-se, neste domínio, os direitos do parceiro privado respeitantes à reposição do equilíbrio financeiro previsto no respetivo contrato, dos quais podem resultar potenciais riscos orçamentais e/ou responsabilidades contingentes suscetíveis de gerar encargos futuros. De acordo com o Boletim anual das PPP para 2020, publicado pela UTAP – Unidade Técnica de acompanhamento de Projetos, "o montante total de contingências estimadas com fundamento em pedidos apresentados e em condenações não transitadas em julgado nas PPP rodoviárias ascendia a 638,8 milhões de euros, valor inferior (em cerca de 27%) ao apresentado no final do ano anterior (877,8 milhões de euros)." No sector ferroviário, salienta-se a ação executiva proposta pela ELOS – Ligações de Alta Velocidade, S.A. no valor de 192 M€. No sector da saúde o impacto potencial das PPP ascende a 59,8 M€, relacionado essencialmente com ações arbitrais em curso, em especial as referentes aos pedidos dos Hospitais de Loures, Braga e Cascais.

No que se refere à previsão de evolução futura da totalidade dos encargos líquidos com as PPP com destaque para os sectores rodoviário, ferroviário, aeroportuário e da saúde, os dados do Relatório da proposta de OE/2022 apontam para que a partir de 2022 se inicie uma trajetória globalmente decrescente destes encargos. Com efeito, a partir de 2036, de acordo com aquele documento os encargos líquidos com as PPP deixarão de penalizar o saldo das AP. Os encargos líquidos negativos, que refletem um nível de encargos inferiores às receitas que derivam da utilização do ativo, de acordo com a mesma previsão, deverão acentuar a sua dimensão até 2062, ano em que a preços constantes se antecipa que atinjam -166 M€. Para esta evolução muito contribuirá as receitas provenientes da prestação de atividades e serviços aeroportuários relativas à atividade de gestão da concessão de serviço público aeroportuário atribuídos à ANA –

Aeroportos de Portugal, S.A. (ANA, S.A.),[56] mas também a eliminação dos encargos com PPP rodoviárias, a partir de 2041.

Crédito malparado das AP

Nesta categoria de passivos contingentes integram-se sobretudo empréstimos para apoio financeiro concedido pelas AP a outros sectores institucionais da Economia. Não se incluem neste domínio o crédito malparado resultante da atividade de crédito que os bancos realizam com os diferentes sectores institucionais da economia. O incumprimento destes empréstimos (NPL) podem conduzir à irrecuperabilidade total ou parcial de uma dívida implicando perdas para o sector das AP. Estas perdas podem resultar de um acordo de anulação de dívida a favor do devedor, o que implicaria uma despesa de transferência de capital, com impacto negativo do saldo das AP. Outro impacto que poderia acontecer seria uma anulação de dívidas após a liquidação da unidade devedora. Neste caso não haveria lugar a um impacto direto no saldo, mas implicaria um aumento indireto no nível de dívida do credor, na medida em que as suas necessidades de financiamento seriam agora mais elevadas, pelo facto de não ter obtido o reembolso do capital e juros devido ao empréstimo concedido.

Em Portugal, os empréstimos concedidos pelas Administrações Públicas que se encontravam numa situação de crédito malparado (NPL, *non-performing loans*) representavam em 2019, 1,39% do PIB, menos 0,14 p.p. do que em 2016.[57] Apesar da ligeira melhoria observada, Portugal continuava a situar-se acima da média da União Europeia com um dos mais elevados volumes de crédito malparado em rácio do PIB, só ultrapassado pela Eslovénia (2,48%) e pelo Chipre (28,8%).

Passivos das entidades controladas pelas AP classificadas fora do perímetro orçamental (EPNR)

Estão abrangidas nesta categoria de passivos contingentes, as entidades controladas pelas AP que comunicam passivos superiores a 0,01% do PIB e que, de acordo com o SEC 2010, por serem unidades mercantis fora do perímetro orçamental das AP

[56] A partilha com o concedente daquelas receitas origina a que os fluxos financeiros futuros assentem unicamente naquele rendimento, não estando contratualmente previstos quaisquer encargos para o sector público.

[57] Verifica-se uma situação de crédito malparado das AP quando: "(i) os pagamentos de juros ou de capital estiverem vencidos há, pelo menos, 90 dias, ou (ii) quando os pagamentos de juros equivalentes a pelo menos 90 dias tenham sido capitalizados, refinanciados ou adiados por acordo, ou ainda, (iii) quando, embora os pagamentos tenham um atraso inferior a 90 dias, haja outras razões fundamentadas (como um pedido de declaração de falência do devedor) para duvidar do seu pagamento na totalidade."

encontram-se classificadas nos sectores das: (i) sociedades não financeiras, (ii) sociedades financeiras e (iii) resto do mundo.[58]

A informação mais recente publicada pelo Eurostat relativa aos passivos de entidades controladas pelas AP, mas classificadas fora do perímetro orçamental, aqui designadas por EPNR (entidades públicas não reclassificadas) totalizava 33,8% do PIB em 2019, dos quais 30,8% diziam respeito a unidades envolvidas em atividades financeiras. Este resultado representa uma redução para metade do verificado em 2016 (66,2% do PIB) para o qual muito contribuíram os passivos de entidades com atividade financeira. Estas entidades justificaram a quase totalidade desta redução, ao registarem uma variação dos seus passivos em percentagem do PIB de 62,4% em 2016 para 30,8% em 2019. A menor exposição de risco nestes passivos deveu-se, em grande medida, ao levantamento das medidas de suporte ao sector financeiro, a partir de 2017, o que implicou uma diminuição do risco potencial destes passivos para as finanças públicas.

Este forte decréscimo das responsabilidades contribui para que Portugal, entre 2016 e 2019, observasse a maior redução de passivos de entidades financeiras (31,56 p.p. do PIB) de entre os então vinte oito Estados-Membros da União Europeia, seguido de perto, pela Eslovénia (22,3 p.p.) e pela Grécia (21,9 p.p.). Estes desenvolvimentos permitiram que Portugal em 2019 registasse um total de passivos de EPNR (33,8% do PIB) inferior em 2,7 p.p. à média da União Europeia. Ainda assim, Portugal era o oitavo Estado-Membro com o maior volume de passivos relativos a entidades do sector financeiro controladas pelas AP, abaixo da Holanda (96,8%), Alemanha (91,7%), Luxemburgo (75,1%), Suécia (52,6%), Finlândia (43,0%) e Irlanda (40%).

No que se refere a entidades públicas envolvidas em outras atividades que não financeiras, grosso modo empresas públicas não incluídas no sector das administrações públicas, verifica-se que entre 2016 e 2019 cerca dois terços dos Estados-Membros observaram uma redução média dos passivos destas entidades em percentagem do PIB de 1,6 p.p.. Apesar de Portugal acompanhar essa evolução com uma diminuição de 0,8 p.p., os anos de 2018 e 2019 apontam para uma estabilização daquelas responsabilidades em 3% do PIB.[59] A dimensão destes passivos mostra-se relevante, uma vez que os riscos orçamentais que se lhe colocam residem na eventual incapacidade destas empresas assegurarem integralmente os compromissos assumidos, e na impossibilidade destas entidades poderem não assegurar o devido pagamento de rendimentos ao sector das AP, como sejam a distribuição de dividendos. Em todo o caso, importa referir que as responsabilidades divulgadas pelo Eurostat devem ser

[58] A informação disponibilizada pelo Eurostat quantifica o volume de passivos existentes no final do ano para o conjunto destas entidades, fornecendo uma desagregação do volume desses passivos por: (i) unidades envolvidas em atividades financeiras e (ii) unidades envolvidas noutras atividades, incluindo-se nesta última, unidades não financeiras em situação económica e financeira difícil. A informação divulgada abrange apenas os dados referentes a unidades individuais e não a contas do grupo numa base consolidada.

[59] Os Estados-Membros podem escolher que conceito utilizar para efeitos da comunicação, optando entre as contas das empresas, que incluem todos os passivos constantes das demonstrações financeiras da empresa, ou optar pelas contas nacionais, que exclui as outras contas a pagar. Caso estejam disponíveis, podem também ser comunicados os dados sobre passivos relativos aos elementos de dívida na aceção de Maastricht.

entendidas como a perda máxima teoricamente possível, e não como um provável cenário.

5.4 Responsabilidades contingentes das AP em relação ao sector financeiro

Os riscos para as finanças públicas resultantes de responsabilidades das AP sobre o sector financeiro atingiram a sua maior expressão com a eclosão da crise financeira internacional de 2007-2008. Esta crise obrigou muitos dos Estados-Membros a realizarem intervenções no sentido de prevenir eventuais problemas sistémicos no seu sistema financeiro, assim como para manter ou restaurar a confiança nesse sistema. Os apoios financeiros públicos a instituições financeiras conduziram a intervenções de diferente natureza. As intervenções diretas com impacto na despesa pública, por via de transferências de capital, sobretudo através de injeções de capital em instituições financeiras, implicaram o aumento dos défices orçamentais e consequentemente o agravamento do nível de dívida pública. As intervenções públicas indiretas prenderam-se sobretudo com as garantias concedidas pelas administrações públicas ao sector financeiro. A magnitude desses apoios ampliou em muito a dimensão dos passivos contingentes das AP, constituindo uma pressão sobre as finanças públicas, que afetou o espaço orçamental e o prémio de risco a aplicar aos empréstimos soberanos.

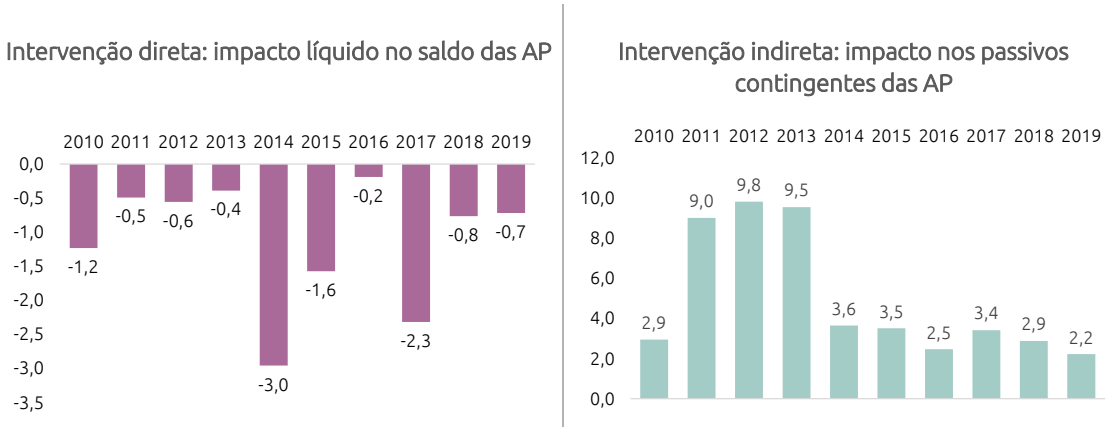
A necessidade de conhecer o impacto real e potencial no défice e na dívida pública originado por aqueles apoios, levou o Eurostat a obrigar os Estados-Membros a reportar informação suplementar sobre: (i) transações com impacto real no saldo das AP, (ii) dados sobre *stocks* de ativos e passivos financeiros (incluídos na dívida pública) e (iii) instrumentos que envolvam passivos contingentes, como sejam garantias que no futuro possam afetar os passivos das AP.

Em Portugal, as intervenções públicas diretas em resultado da crise financeira totalizaram entre 2010 e 2019, 11,2% do PIB, segundo a informação suplementar reportada no âmbito da 2.ª notificação do PDE de 2021. Os casos de resolução e recapitalização de instituições bancárias são explicativos do forte impacto desta intervenção pública no saldo e dívida das AP. No âmbito dos casos de resolução referem-se o BPN (entre 2010 e 2014), BES (2014) e BANIF (2013 e 2015), enquanto, que no domínio da recapitalização se indicam a CGD (2012 e 2017) e mais recentemente o Novo Banco (2018 a 2019). Também nesse período, em consequência de uma maior exigência regulamentar verificou-se um aumento dos passivos contingentes que tiveram a sua maior expressão nos anos de 2011 (9,0% do PIB), 2012 (9,8%) e 2013 (9,5%). Nesses três anos, a necessidade de proteger o sistema bancário e de apoiar a sua reestruturação levou o Estado a conceder garantias aos bancos. A partir de 2014, as garantias do Estado à banca reduziram-se a quase um terço, passando a refletir sobretudo a Garantia ao BES e o instrumento Garantia de Carteira.[60] A ativação do mecanismo de capitalização contingente ao Novo Banco (surgido da resolução do BES) explica a partir de 2017, o maior volume destas responsabilidades, cuja evolução decrescente, nos anos seguintes, resulta da recapitalização do Novo Banco com impacto no saldo e na dívida das AP. A diminuição da exposição de risco das AP a estes passivos contingentes acentuou-se em 2020, com a extinção da Garantia de Carteira e o

[60] Instrumento de garantia criado em 2013 com um prazo de maturidade a sete anos, através da qual a República Portuguesa assegura, até ao limite de 2.800 milhões de euros, o cumprimento das obrigações assumidas pelas Instituições de Crédito -atualmente NOVO BANCO e BCP- junto do BEI.

decréscimo, uma vez mais, das responsabilidades para com o Novo Banco ao abrigo do referido mecanismo de capitalização. Nesse ano, as responsabilidades contingentes do Estado no âmbito de intervenções indiretas totalizaram 0,5% do PIB, menos 1,7 p.p. do que em 2019.

Gráfico 35 – Intervenções públicas de apoio ao sistema financeiro no período 2007-2019
(em % do PIB)



Fonte: Eurostat, Comissão Europeia.

No contexto da União Europeia, as intervenções diretas mais expressivas, que se refletiram de imediato no saldo das AP ocorreram na Irlanda (2010 e 2012), na Alemanha (2010), Espanha (2012) e Grécia em 2014. No que se refere às intervenções indiretas, até 2019, o maior volume de passivos contingentes incorridos no contexto da crise financeira concentrava-se em Espanha, França e Bélgica, responsáveis por três quartos da totalidade destes passivos na União Europeia.[61]

Além das responsabilidades originadas pelas intervenções públicas de apoio ao sistema financeiro acima descritas, continuam a permanecer em Portugal como um dos principais riscos para a estabilidade financeira do sistema bancário as responsabilidades contingentes, decorrente do crédito malparado (NPL, *non-performing loans*) que os Bancos registam no exercício da sua atividade creditícia. Apesar da melhoria que tem vindo a ser observada, com a diminuição do rácio de NPL e o aumento do rácio de cobertura por imparidades, o seu nível mantém-se ainda elevado, agravado com o crescimento dos créditos em moratória, que a crise pandémica desencadeou, como se analisa adiante neste capítulo. Estes indicadores associados à forte exposição a ativos imobiliários contribuem para a vulnerabilidade do sector bancário, o que constitui, ainda que indiretamente, um risco para as finanças públicas.

5.5 Sector Público Empresarial

O Sector Público Empresarial (SPE) é composto por três grandes domínios: (i) o Sector Empresarial do Estado (SEE), que integra as empresas públicas e as empresas participadas pelo Estado; (ii) o Sector Empresarial Regional (SER), constituído pelas

[61] Supplementary tables for reporting government interventions to support financial institutions.

empresas públicas regionais dos Açores e da Madeira; e (iii) o Sector Empresarial Local (SEL), que engloba as empresas públicas locais e demais entidades submetidas ao regime jurídico da atividade empresarial local. Em qualquer destes sectores estão presentes entidades integradas no perímetro orçamental das AP, de acordo com a classificação sectorial definida pelo SEC 2010. As restantes entidades que não integram o universo das AP, designam-se por entidades públicas não integradas no sector das AP (também por vezes denominadas, no caso das entidades empresariais, por empresas públicas não reclassificadas ou EPNR).

As empresas públicas que sejam unidades mercantis diferem das restantes entidades do sector público que por serem unidades não mercantis, controladas e financiadas principalmente pelas AP fazem parte deste último o sector. No primeiro caso estamos perante empresas que, atuando num mercado livre e concorrencial, estão sujeitas, entre outros, ao risco do negócio[62], de gestão[63] e do acesso a financiamento necessário à atividade económica da entidade. No segundo caso, refere-se a empresas que integram o perímetro orçamental das AP, cujas receitas e despesas afetam diretamente o saldo orçamental e a dívida pública, sendo as suas necessidades de financiamento asseguradas pelo Orçamento do Estado e o seu endividamento controlado pelo próprio Estado. Neste caso, os riscos orçamentais estão dentro do escrutínio do sector das AP contrariamente aos que se identificam nas empresas públicas não incluídas naquele sector.

Nas empresas públicas que se situam fora das AP, os riscos orçamentais residem sobretudo na dimensão dos seus passivos e na incapacidade destas empresas assegurarem as suas responsabilidades. Por esta razão, a dívida gerada por estas entidades constitui um indicador crítico de avaliação dos passivos, na medida em que estes representam responsabilidades potenciais para as AP.

A informação divulgada pelo Banco de Portugal sobre o endividamento das EPNR,[64] no período 2007 a 2019 aponta para um decréscimo continuado destas responsabilidades a partir de 2011 até 2017 seguida de uma estabilização nos dois anos seguintes (Gráfico 18). O peso da dívida dessas entidades em percentagem do PIB reduziu-se de 8,2% do PIB em 2011 para 3,3% em 2017. Este decréscimo de 4,9 p.p. colocou em 2017 o nível

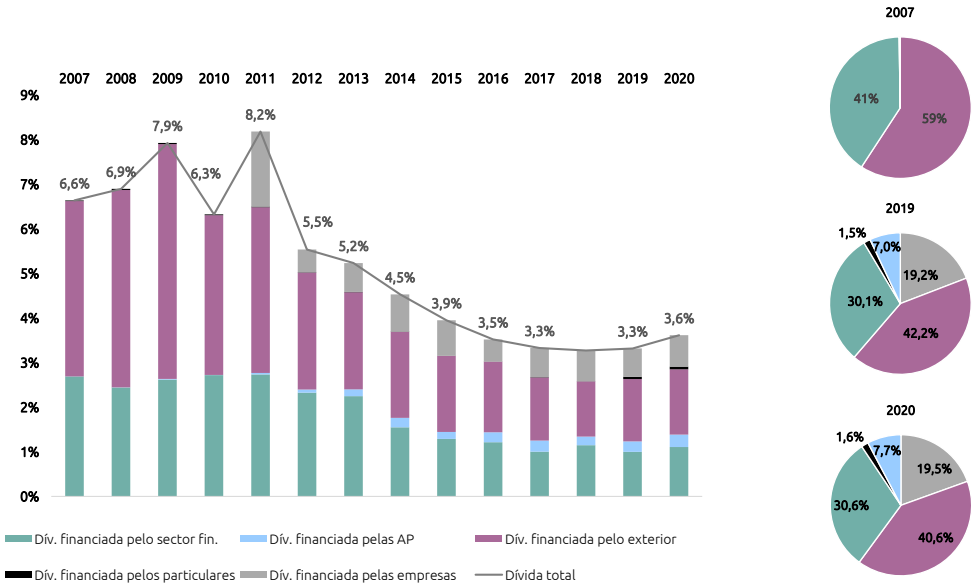
[62] Os principais riscos de negócio relacionam-se com: (i) a evolução dos preços dos fatores de produção (recursos humanos, eletricidade, petróleo, entre outros); (ii) as alterações imprevistas na atividade operacional das empresas, conforme aconteceu recentemente com a pandemia COVID-19, que afetou duplamente as empresas, com redução de proveitos e aumento de gastos.

[63] Os principais riscos de gestão do SPE português estão associados: (i) ao cumprimento integral do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial (Decreto-Lei n.º 133/2013, de 3 de outubro); (ii) à transparência, tempestividade e eficácia do exercício da função acionista por parte do Estado; (iii) à autonomia, responsabilização e prestação de contas por parte dos gestores públicos; (iv) aos níveis de qualidade, eficiência e produtividade.

[64] O universo de entidades públicas não incluídas no sector das administrações públicas (EPNR) totalizava 338, as quais são detidas maioritariamente pela Administração Local (162 empresas) e a Administração Central (155 empresas), sendo as restantes detidas pelas Administrações Regionais dos Açores (12 empresas) e da Madeira (9 empresas). De acordo com as classificações do SEC 2010, as EPNR encontram-se nos seguintes sectores: (i) Banco Central (1 empresa); (ii) Sociedades não financeiras pertencentes ao sector público (282); (iii) Instituições financeiras monetárias pertencentes ao sector público (3 entidades); (iv) Outros intermediários financeiros, auxiliares financeiros e instituições cativas e prestamistas pertencentes ao sector público (24 entidades); (v) Fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário pertencentes ao sector público (27 entidades) e (vi) Sociedades de seguros e fundos de pensões pertencentes ao sector público (1 entidade).

de responsabilidades daquelas empresas em metade do verificado em 2007, ano que marcou o início da crise financeira global. Apesar do sector financeiro e o sector exterior serem responsáveis por quase três quartos do financiamento destas entidades em 2019 (72,3%), desde 2007 que se observa globalmente uma redução da exposição financeira destes sectores a empresas públicas que não se incluem no universo das administrações públicas (diminuição de 4,2 p.p. do PIB). Em contraste, as empresas do sector privado e as AP registaram um aumento da sua exposição de risco naquelas entidades (em 0,9 p.p. do PIB), que passaram a ser responsáveis por mais de um quarto da sua estrutura de financiamento. No caso particular das AP, o seu contributo correspondeu a 0,3 p.p. do PIB, representando menos de um quinto da estrutura de financiamento das EPNR.

Gráfico 36– Dívida das empresas públicas não incluídas no sector das administrações públicas
(% do PIB)



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Os gráficos circulares à direita refletem a estrutura de financiamento (em % do total) das EPNR para os anos de 2007, 2019 e 2020.

Em 2020, na sequência do desencadeamento da crise pandémica, as responsabilidades das entidades não incluídas nas AP elevaram-se para 3,6% do PIB, colocando-as num nível superior ao verificado desde 2016. O aumento destas responsabilidades em mais 0,3 p.p. do PIB p.p. face a 2019 é financiado pelo sector financeiro, pelas empresas privadas e pelo exterior, em 0,1 p.p. do PIB cada. Em termos de estrutura do financiamento, excetuando, o exterior verifica-se um incremento da exposição risco dos diferentes sectores, com as AP (7,7% em 2020, mais 0,6 p.p. do que em 2019) a serem responsáveis pelo maior aumento dessa exposição nas empresas públicas não incluídas no seu perímetro orçamental.

Num outro plano, enquanto sector responsável pelo controlo de gestão ou acionista principal de uma dada empresa pública, subsistem igualmente riscos, passíveis de gerar responsabilidades para as AP. Um exemplo típico desta situação é aquele que resulta de uma necessidade de intervenção das AP em entidades com dificuldades motivadas por situação de falência técnica (cujo capital próprio é negativo), situação económica

deficitária (persistência de prejuízos acumulados) ou gestão ineficiente.[65] Não sendo, na maioria dos casos, determináveis antecipadamente, são responsabilidades contingentes, pela circunstância de que o seu impacto nas finanças públicas só se verificará mediante a ocorrência de algum evento específico.

5.6 O Impacto da crise pandémica nas responsabilidades contingentes

Enquadramento

A resposta à crise económica, social e sanitária desencadeada pela COVID-19 obrigou à adoção pelo governo de medidas extraordinárias de apoio à economia, acompanhando a reação seguida pelos diferentes Estados-Membros da União Europeia. Para além das medidas com impacto orçamental direto foram adotadas também medidas de apoio à liquidez das famílias e empresas. As formas mais comuns de apoio à liquidez incidiram sobretudo nas garantias públicas concedidas a linhas crédito criadas no âmbito das medidas COVID-19 e nos regimes de moratórias resultantes do crédito bancário. A aplicação destas medidas permitiu limitar a materialização de situações de incumprimento, que conduziriam a inevitáveis perdas para a economia. As responsabilidades subjacentes a estes apoios implicaram um aumento significativo dos passivos contingentes, constituindo um risco potencialmente elevado para a sustentabilidade de médio e longo prazo das finanças públicas.

Garantias Públicas a linhas de crédito COVID-19

Estas linhas de crédito inserem-se, exceto situações pontuais, no Quadro Temporário de Apoio Estatal inicialmente aprovado pela Comissão Europeia em março de 2020, com um montante máximo autorizado de 13 mil M€.[66] As garantias concedidas ao abrigo da linha de crédito COVID-19 são financiadas pela banca comercial que beneficia da

[65] European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, July 2016, State-Owned Enterprises in the EU: Lessons Learnt and Ways Forward in a Post-Crisis Context.

[66] Decisões da CE de 22.03.2020 e de 04.04.2020, prevendo-se a possibilidade de conversão de parte dos empréstimos objeto de garantias em apoios não reembolsáveis até 1600 M€. A decisão da CE de 22.12.2020 prorrogou a possibilidade de concessão destas garantias até junho de 2021 e a de 30.04.2021 até final do mesmo ano. No âmbito da decisão de 06.08.2021, este esquema foi aditado no sentido dos novos empréstimos com maturidade até 6 anos poderem beneficiar de coberturas de garantia inferiores a 80%, contemplando ainda o aumento da duração máxima das garantias de 6 para 8 anos e, bem assim, a inclusão de garantias dadas a empréstimos concedidos a empresas economicamente viáveis antes da pandemia de COVID-19 nos sectores mais afetados por esta. Fora deste enquadramento temporário encontram-se a Linha Capitalizar 2018 (sub-linha COVID-19) que correspondeu a um aumento do *plafond* de uma linha anteriormente existente, prorrogada até maio de 2020, e a linha Invest RAM COVID-19, sendo estes apoios concedidos ao abrigo do regime comunitário de auxílios de *minimis* (Regulamento (UE) n.º 1407/2013, de 18 de dezembro). Já a linha Apoiar Madeira 2020 foi criada ao abrigo de um quadro temporário específico para esta Região Autónoma (RAM) com um montante máximo de 32 M€ (decisão CE de 22.06.2020).

garantia do Sistema Nacional de Garantia Mútua (SNGM).[67] Estas garantias são objeto de contragarantia pelo Fundo de Contragarantia Mútuo (FCGM), mecanismo dotado com fundos públicos que integra o sector institucional das AP.[68]

A informação mais recente disponibilizada ao CFP pelo BPF, com referência ao 1.º semestre de 2021, aponta para que entre 2020 e 2021 as linhas de crédito criadas com garantia pública tenham atingido uma dotação máxima de cerca 9,7 mil M€ (8,2 mil M€ até 2020 e 1,5 mil M€ até junho de 2021).[69] Até junho de 2021, a utilização destas linhas ascendia a 91%, correspondendo a 8,8 mil M€ de crédito contratado. Estes créditos beneficiaram de garantias emitidas pelo SNGM num total de 6,8 mil M€ (com igual montante contra garantido pelo FCGM)[70] – cerca de 77%, em média, do crédito contratado –

Quadro 9. Estes montantes comparam com 8,1 mil M€ e 6,4 mil M€ registados no final de 2020, respetivamente. Os beneficiários são, na sua grande maioria, micro, pequenas e médias empresas. O prazo destas operações de financiamento vai até 6 anos, com um período de carência de capital até 18 meses após a respetiva contratação, tendo sido prorrogados, em 2021, por nove meses, os períodos de carência das linhas de crédito existentes desde que garantidas pelo Estado.[71]

[67] De até 80% a 90% do crédito contratado, dependendo da linha bem como da natureza da empresa (sendo este limite superior tipicamente maior no caso de empresas de menor dimensão).

[68] Esta contragarantia funciona como um resseguro, que cobre o risco incorrido pelas Sociedades de Garantia Mútua (SGM) na prestação de garantias. A coordenação do SNGM e a gestão do FCGM cabe, no seguimento do Decreto-Lei n.º 63/2020, de 7 de setembro, ao BPF.

[69] Acrescem 1000 M€ da linha criada em 30.09.2021 para reestruturação/refinanciamento dos empréstimos sob moratória de empresas (Linha Retomar; ver ponto seguinte para mais detalhes). A 30.06 e 09.07 de 2021 foram também abertas duas novas linhas (Grandes Eventos Culturais e Federações Desportivas, respetivamente, cada uma com uma dotação de 30 M€), de acordo com o BPF (consulta efetuada em 10.11.2021). Nestes termos, a dotação máxima destas linhas ascende assim ao total de 10,7 mil M€, dos quais cerca de 10,2 mil M€ ao abrigo do Quadro Temporário de Apoio aprovado pela CE.

[70] Dos quais 6,7 mil M€ correspondem a contragarantias vivas do FCGM (6,3 mil M€ no final de 2020).

[71] Decreto-Lei n.º 22-C/2021, de 22 de março.

Quadro 9 – Linhas de crédito com garantias das Administrações Públicas no âmbito da resposta à COVID-19

(em M€, exceto quando indicado)

Data de referência dos dados: 30.06.2021.

	(1)	(2)	(3)	(4)=(2)/(1)	(5)	(6)	(7)=(6)/(2)	(8)	(9)	(10)
Medida e linhas de crédito criadas	**Montante previsto**	**Crédito contratado**	**Garantias emitidas**	**% Utilização**	**N.º de empresas apoiadas**	**Contragarantias FCGM**	**Capital contragarantido (%)**	**Contragarantia viva FCGM**	**Data de adoção/ anúncio**	**Notas**
Linhas de crédito com garantias das AP	**9 655**	**8 828**	**6 629**	**91%**	**62 741**	**6 832**	**77%**	**6 659**		
Linha de crédito de apoio às empresas (Linha Capitalizar 2018 - COVID-19)	400	345	273	86%	1 004	273	79%	249	12/03/2020	(a)
Linha de apoio à Economia (LAE) COVID-19	6 200	6 062	5 115	98%	31 825	5 115	84%	4 980	30/03/2020	(b)
Apoio à Atividade Económica		*4 689*	*3 957*	*n.a.*	*22 597*	*3 957*	*84%*	*3 853*		
Apoio a Empresas do Turismo		*498*	*415*	*n.a.*	*1 937*	*415*	*83%*	*406*		
Apoio a Empresas da Restauração e similares		*548*	*475*	*n.a.*	*5 996*	*475*	*87%*	*457*		(c)
Apoio a Agências de Viagem, Animação Turística, Organizadores de eventos e similares		*130*	*111*	*n.a.*	*964*	*111*	*86%*	*108*		
Médias Empresas, Small Mid Caps e Mid Caps		*197*	*158*	*n.a.*	*331*	*158*	*80%*	*156*	*30/09/2020*	
LAE COVID-19 - MPE	1 000	868	781	87%	18 767	781	90%	771	06/08/2020	
Linha de Crédito Investe RAM COVID-19	100	93	74	93%	2 634	74	80%	74	27/04/2020	(a), (d)
Linha Específica COVID-19 Apoio às Empresas dos	200	160	141	80%	2 916	141	88%	138	27/04/2020	(e)
Garantias Financeiras COVID-19	70	70	63	100%	2	63	90%	63	29/07/2020	
Linha de Crédito Apoiar Madeira 2020	20	15	12	76%	88	12	80%	12	03/09/2020	(f)
Linha de Apoio ao Setor Social COVID-19	165	119	107	72%	569	107	90%	106	14/09/2020	(g)
LAE COVID-19 - Empresas de Montagem de Eventos	50	27	-	55%	596	5	20%	5	18/01/2021	(h)
LAE COVID-19 - Empresas Exportadoras da Indústria e do Turismo	1 050	992	-	94%	4 181	198	20%	198	18/01/2021	(h)
LAE COVID-19 - Agências de Viagens e Operadores Turísticos	100	30	24	30%	40	24	81%	24	23/02/2021	
LAE COVID-19 -Médias e Grandes Empresas do Turismo	300	47	38	16%	119	38	80%	38	30/04/2021	

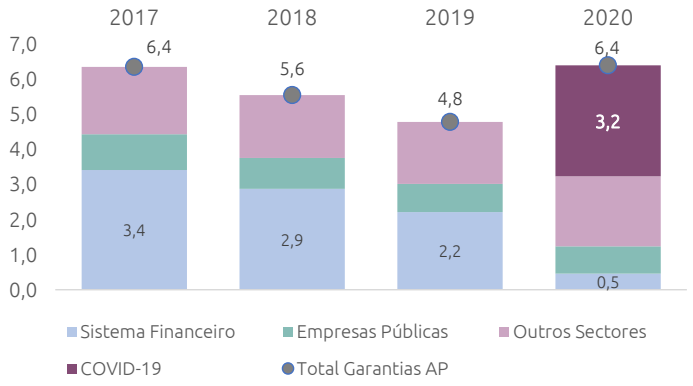
Notas: (a) Apoios concedidos ao abrigo do regime comunitário de auxílios de *minimis*. (b) Com a criação em agosto de 2020 da linha específica de apoio às micro e pequenas empresas (MPE) foram encerradas as sub-linhas anteriores. A 30.09.2020 foi disponibilizada uma sub-linha específica de apoio às médias empresas, *small mid caps* e *mid caps* aproveitando a dotação global restante da linha. (c) Sub-linhas geral e específicas para determinados tipos de empresa (atividade económica e dimensão). (d) O valor do financiamento poderá ser convertido, em parte ou na totalidade, em valor não reembolsável, mediante determinadas condições (e.g. manutenção de postos de trabalho permanentes). A conversão implica a assunção de responsabilidade nesse valor por parte do IDE, IP RAM, entidade integrada na Administração Regional da Madeira. (e) Apoio a empresas da Região Autónoma dos Açores (RAA), que não acederam às anteriores linhas. Esta linha beneficia de uma garantia da RAA. (f) O valor do financiamento poderá ser convertido, em parte ou na totalidade, em valor não reembolsável e o beneficiário poderá também ser reembolsado de parte ou da totalidade do valor pago a título de comissão de garantia. Ao valor do auxílio apurado será deduzido o montante que tenha sido atribuído ao abrigo da linha de crédito Investe RAM COVID-19. (g) Esta linha beneficia de uma garantia do IGFSS (Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social). (h) Garantia autónoma prestada pelo FCGM, com limite máximo de exposição de 20%, aplicada ao valor vivo do financiamento.

Fonte: Banco Português de Fomento. Elaboração e cálculos próprios. | *Small Mid Cap* e *Mid Cap* correspondem a empresas que não reunindo as condições materiais para serem classificadas enquanto micro, pequena ou média empresa, não se integram no conceito de grande empresa.

O risco para as AP passível de ser materializado decorre das garantias prestadas pelo FCGM que na eventualidade de serem acionadas implicarão uma necessidade de financiamento por parte do Estado (ou de outros subsectores das AP no caso de algumas das linhas) com reflexo nas contas públicas.

Em 2020, de acordo com informação da Direção-Geral do Orçamento (DGO), as responsabilidades relativas a apoios concedidos no âmbito da resposta à COVID-19 ascenderam a 3,2% do PIB (em termos consolidados) elevando para 6,4% o stock total de garantias concedidas pelas AP nesse ano. Sem o impacto daqueles apoios, as responsabilidades relativas a garantias públicas teriam continuado a observar uma redução como apresenta o gráfico seguinte.

Gráfico 37 – *Stock* total de garantias concedidas pelas AP (% do PIB)



Fonte: DGO. | Nota: Nesta classificação "Empresas Públicas" refere-se a entidades fora do perímetro das AP.

A este respeito, refira-se a recente decisão de registo pelas autoridades estatísticas nacionais de um impacto de perdas associado às garantias concedidas ao abrigo das linhas COVID-19, que determinaram a revisão em alta do défice para 2020, de 5,7% para 5,8% do PIB. No âmbito da 2.ª notificação do Procedimento por défices excessivos em setembro de 2021, as autoridades estatísticas nacionais (INE, 2021a, p. 3) procederam ao registo na conta das AP de uma despesa de capital de 326,1 M€, correspondente à estimativa de execução de contragarantias associadas a estas linhas, atendendo: (i) à natureza de garantias estandardizadas na perspetiva da contabilidade nacional (por serem emitidas em grande número e mediante regras idênticas) e (ii) à existência de uma estimativa dada como fiável quanto ao valor esperado das perdas associadas às garantias concedidas. Este registo difere, naturalmente, quanto à sua temporalidade, do registo na ótica da contabilidade pública, não se tendo informação de quaisquer pagamentos em 2020 de execuções destas garantias nesta última ótica de contabilização.[72] De acordo com o INE (2021b, p. 3) futuras execuções das garantias concedidas em 2020 ao abrigo destas linhas de apoio não serão registadas como despesa das AP até ao limite daquele valor.

Para 2021, segundo informação atualizada remetida ao CFP pelo BPF, com referência ao 1.º semestre encontravam-se em incumprimento (*default*) apenas 28 M€ do crédito contratado ao abrigo destas linhas, dos quais 84% contragarantidos pelo FCGM (23 M€). Acrescem mais 101 M€ em acompanhamento e 1219 M€ classificados como de risco elevado. O montante contragarantido pelo FCGM nestas três classes de maior risco ascende a 1155 M€ (17% das garantias emitidas) – Quadro 10.

[72] Tendo em conta a informação da DGTF recebida em janeiro de 2021, relativa ao ano de 2020, não tendo o CFP recebido informação atualizada, apesar da mesma ter sido solicitada.

Quadro 10 – Linhas de crédito com garantias das Administrações Públicas no âmbito da resposta à COVID-19, por classe de risco
(em M€, exceto quando indicado)

Data de referência dos dados: 30.06.2021.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(4)/(1)	(6)	(7)	(8)
Classe de risco*	Crédito contratado (M€)	Garantias emitidas (M€)	N.º de empresas apoiadas	Contragarantias FCGM (M€)	Capital contragarantido (%)	Garantias emitidas (% do total)	N.º de empresas (% do total)	Garantia média (milhares euros)
Total	**8 828**	**6 629**	**64 989**	**6 832**	**77%**	**100%**	**100%**	**102**
Baixo	1 005	844	4 707	844	84%	13%	7%	179
Médio	5 457	4 629	36 547	4 629	85%	70%	56%	127
Alto	1 219	1 045	14 352	1 045	86%	16%	22%	73
Acompanhamento	101	87	731	87	87%	1%	1%	119
Default	28	23	179	23	84%	0%	0%	131
Sem classificação**	1 019	0	8 473	204	20%	0%	13%	0

Notas: * Tendo em conta rating interno do SNGM. ** Corresponde às linhas com garantia autónoma cf. nota (h) do

Quadro 9 para as quais não existe informação disponível para extração da base de dados. A diferença para o número total de empresas apoiadas indicado no

Quadro 9 corresponderá a pedidos ainda em análise para os quais não foram emitidas garantias. Fonte: Banco Português de Fomento. Elaboração e cálculos próprios.

Garantias prestadas pelo Estado

Para além das garantias acima referidas em que o FCGM se apresenta como entidade diretamente responsável pela sua execução é o Estado o último garante destas responsabilidades. Cabe a este emitir garantias a favor do FCGM para financiamento da execução de contragarantias, tendo em vista assegurar a solvabilidade do SNGM.[73] À parte destas, e em resposta à situação pandémica, o Estado assumiu também responsabilidades contingentes relativas à participação de Portugal em instrumentos europeus neste contexto e a seguros de crédito (à exportação e outros).

De acordo com a informação disponível (Tribunal de Contas, 2021, p. 33), as garantias prestadas pelo Estado ao abrigo da resposta à pandemia totalizaram 1650,3 M€ em 2020, das quais: (i) 856,7 M€ ao FCGM; (ii) 593,1 M€ da participação de Portugal em instrumentos europeus de resposta à situação pandémica e (iii) 200,5 M€ a seguros de crédito. Este montante compara com cerca de 11,5 mil M€ de garantias do subsector Estado ativas no final de 2020.[74] Ainda assim, as responsabilidades garantidas pelo Estado face ao ano de 2019 (pré-pandemia) observaram uma redução de 2,3 mil M€,

[73] Por exemplo, em 2020, não considerando as garantias decorrentes do regime especial em resposta à pandemia, foram emitidas a este título garantias ao FCGM no montante de 71,1 M€ e executado um montante de 6,3 M€.

[74] De acordo com a última informação enviada pela DGTF em janeiro de 2021, não tendo sido possível obter dados mais atualizados até à data de fecho da informação para este relatório. Dispõe-se, no entanto, de alguns dados veiculados no Relatório da Proposta de Orçamento para 2022 (POE/2022). Assim, no final do 1.º semestre de 2021, o total de garantias concedidas pelo Estado é de 11,3 mil M€. Este montante não inclui as garantias concedidas por outros subsectores das AP e, por outro lado, inclui as garantias concedidas pelo Estado a entidades classificadas dentro daquele perímetro, como as Regiões Autónomas e empresas públicas, nomeadamente as que tenham sido "reclassificadas" no sector das AP (e.g. CP, Metro do Porto SA e Metropolitano de Lisboa, EPE).

determinada sobretudo pela já referida extinção da garantia de carteira de 2,8 mil M€ concedida pelo Estado em 2013.

Quadro 11 – Garantias do Estado ativas em 2020 (em M€)

	2020	2019/2020
Entidades do sector das AP	**8 971**	**644**
Sociedades Não Financeiras	7 316	-295
Metropolitano de Lisboa	1 546	-275
Infraestruturas de Portugal*	1 934	-90
CP-Caminhos de Ferro Portugueses	56	-38
EDIA-Emp. Des. Infra-estrut. do Alqueva	150	-10
Metro do Porto	507	-48
Parpública, SGPS	0	0
Parque Escolar	842	-12
Região Autónoma da Madeira	2 214	183
Outras entidades	67	-7
Sociedades Financeiras	1 655	939
Parvalorem	0	0
Fundo de Resolução	200	0
FCGM-Fundo Contragarantia Mútuo	1 456	939
Parparticipadas (ex-BPN e Participadas)	0	0
PARUPS (ex-BPN e Participadas)	0	0
Entidades do Sector Público não incluído nas AP	**1 409**	**-97**
Sociedades Não Financeiras	1 409	-97
AdP - Águas de Portugal	1 111	-58
STCP - Soc. Transp. Colect. Porto	100	0
CARRIS	0	0
EPAL-Emp. Portug. das Águas Livres	89	-13
LIPOR	25	-10
Outras entidades	85	-16
Sociedades Financeiras	0	0
CGD-Caixa Geral de Depósitos	0	0
Sector Financeiro	**10**	**-2 876**
Novo Banco (ex BES)	0	0
BCP	0	0
BANIF**	0	0
Garantia da carteira ***	0	-2 800
Outras instit. Financeiras	10	-76
Outros ****	**1 093**	**10**
Total	**11 483**	**-2 319**
em % do PIB	**5,7**	**-0,7**
Por memória, em % do PIB		0
Entidades do sector das AP	4,5	0,6
Entidades do Sector Público não incluído nas AP	0,7	0,0
Sector Financeiro	0,0	-1,3

Fonte: DGTF. | Nota: * Incorpora sobretudo "créditos de ajuda" a países de expressão oficial portuguesa entre outros países, entidades do sector das sociedades não financeiras (entidades privadas). Este quadro não inclui as responsabilidades do Estado relativas a seguros de crédito à exportação e investimento.

Na ausência de prestação de informação atualizada quanto à concessão de garantias por parte da DGTF, o CFP realizou anteriormente uma pesquisa das publicações em Diário da República.[75] De acordo com os resultados dessa pesquisa, no 1.º semestre de 2021, as garantias pessoais concedidas pelo Estado ao FCGM totalizam 196,9 M€.[76] Nestes termos, as garantias pessoais prestadas pelo Estado ao FCGM no âmbito das linhas de apoio COVID-19 ascendem no final daquele semestre pelo menos a

[75] Consulta em 10.09.2021 em https://dre.pt/.

[76] Este montante inclui 44,1 M€ para assegurar as contragarantias prestadas no âmbito da Linha de Crédito Capitalizar 2018 (sub-linha COVID-19), outra de 148,5 M€ no âmbito da linha destinada a Micro e Pequenas Empresas, a que acresce a relativa à linha de apoio a grandes eventos culturais (4,3 M€). Exclui a garantia prestada para a linha de apoio às federações desportivas (3,8 M€), uma vez que o respetivo despacho data de 5 de julho de 2021.

1053,6 M€, no pressuposto de não terem sido ainda objeto de qualquer execução.[77] Este valor compara com os 1155 M€ de contragarantias do FCGM referentes a operações consideradas de maior risco na mesma data. O risco potencial para as AP, tendo em conta que em 2020 foram já registados 326 M€ como despesa a este título, corresponde a cerca de 0,4% do PIB estimado para 2021 pelo MF na POE/2022.

Às responsabilidades contingentes do Estado acrescem ainda as decorrentes das linhas de seguros de crédito à exportação e transações comerciais internas. Apesar destas linhas não terem sido criadas em resultado direto da pandemia de COVID-19, foram reforçadas neste contexto. De acordo com o Relatório da POE/2022 (Quadro 6.3, p. 359), estas responsabilidades ascendiam a 1190 M€ no final do 1.º semestre, aí se referindo que apesar do nível de sinistralidade ser usualmente residual é expectável o aumento do mesmo. Apesar deste risco não ser aí quantificado, caso se considerasse o conhecido para as linhas de crédito COVID-19, este corresponderia a cerca de 0,1% do PIB estimado para 2021 pelo MF na POE/2022.

Neste âmbito, de referir ainda que o Decreto-Lei n.º 63/2021, de 28 de julho criou o Fundo de Capitalização de Empresas (FCE), com um montante de 320 M€, com origem em empréstimos do Plano de Recuperação e Resiliência. Este diploma estabelece também a possibilidade de as garantias pessoais do Estado poderem ter por objeto, a título excecional e temporário, as garantias concedidas pelo FCGM para reestruturação ou refinanciamento das operações de crédito ao abrigo do FCE.

Moratórias de crédito atribuídas no âmbito da COVID-19

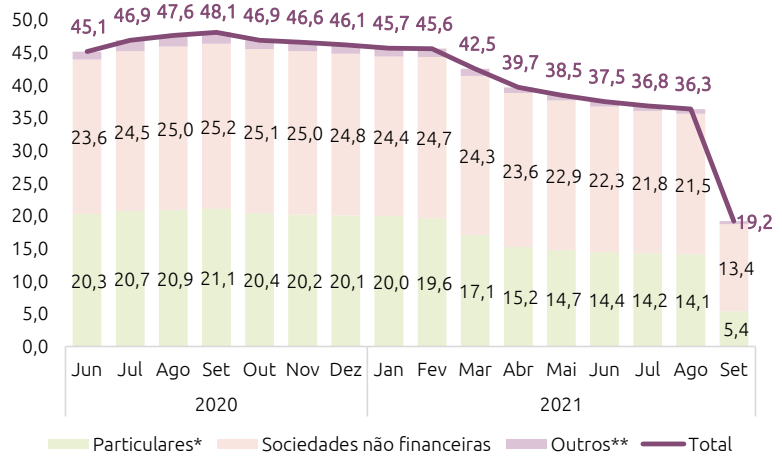
Entre as medidas aprovadas no contexto da pandemia de COVID-19 tendo em vista assegurar a liquidez a famílias e empresas destaca-se a criação de um regime de moratória pública para contratos de crédito (Decreto-Lei n.º 10-J/2020, de 26 de março). Esta medida foi acompanhada por moratórias privadas de instituições financeiras, direcionadas a particulares e créditos não abrangidos pela moratória pública. As moratórias possibilitaram a suspensão dos pagamentos dos créditos, sem que tal situação originasse um incumprimento contratual (para um maior detalhe do enquadramento legal no que respeita ao término das moratórias consultar Caixa 2).

De acordo com os dados divulgados em 29 de outubro pelo BdP relativos à evolução das moratórias de crédito com referência a 30 de setembro de 2021, encontravam-se abrangidos por moratórias 19,2 mil M€ (9,6% do PIB de 2020) em empréstimos. A quebra de 47% registada entre agosto e setembro de 2021 reflete o término da moratória pública no final daquele último mês (para adesões até setembro de 2020), ainda que o reporte pelos bancos não tenha sido coerente, dado que alguns optaram por registar o fim das moratórias apenas a partir de outubro. O máximo de empréstimos em moratória ocorreu em setembro de 2020 (48,1 mil M€) – Gráfico 38,

[77] Este valor é coerente com a variação no 1.º semestre de 2021 do total de garantias concedidas pelo Estado ao FCGM (+192 M€), sendo a diferença de 5 M€ enquadrável no fluxo líquido de garantias fora das linhas COVID-19.

data em que estava inicialmente previsto terminar a moratória pública. A partir desse mês, o fim de moratórias privadas contribuiu para a tendência de decréscimo, situação que se veio a verificar novamente, em particular em março e abril de 2021, em resultado do término da moratória privada relativa a crédito hipotecário até final do 1.º trimestre do ano. Apesar da possibilidade de novas adesões ao regime de moratória pública até março de 2021, o sentido geral a partir de fevereiro foi de decréscimo, em resultado da saída progressiva deste regime de alguns empréstimos (uma vez terminado o prazo da moratória aplicada) e, bem assim, do término da moratória privada quanto a crédito não hipotecário no final de junho de 2021.

Gráfico 38 – Evolução dos empréstimos em moratória (saldo em final do período, em mil M€)



Fonte: BdP. Elaboração própria. Notas: * Inclui os empresários em nome individual e as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias. ** Por diferença entre o total e as categorias apresentadas. Estes dados não incluem as moratórias concedidas ao abrigo do Decreto-Lei n.º 22-C/2021, de 22 de março, que prorrogou os períodos de carência de capital em empréstimos com garantia pública contratados após 27 de março de 2020 ao abrigo de linhas de crédito COVID-19.

Do montante em moratória no final de setembro de 2021, mais de dois terços (13,4 mil M€) correspondem a empréstimos de sociedades não financeiras (17,6% do total de empréstimos deste segmento). Os restantes 5,4 mil M€ respeitam a empréstimos de particulares (4,2% do total de empréstimos), na sua grande maioria contratos de crédito à habitação (4,8 mil M€). A redução face ao mês imediatamente anterior ao do término das moratórias foi maior nos empréstimos de particulares do que nos das empresas. As pequenas e médias empresas (PME) continuam a ser o segmento empresarial com um maior volume de crédito em moratória (11,3 mil M€; 17,4% da respetiva carteira de crédito). Por área de atividade económica, destacam-se as empresas de construção e atividades imobiliárias, com 2,9 mil M€ sob moratória e as de alojamento e restauração (2,8 mil M€). Esta última área integra a lista de sectores mais vulneráveis,[78] continuando a apresentar a maior proporção de crédito em moratória (37,1% do total de crédito obtido no final de setembro de 2021). De acordo com o BdP, os sectores mais vulneráveis detinham 5,3 mil M€ de empréstimos com pagamento suspenso em setembro, representando uma redução de 2,9 mil M€ face a agosto, abrangendo um universo de 16,5 mil empresas.

[78] Na aceção do anexo constante do Decreto-Lei 22-C/2021, de 22 de março de 2021.

O impacto do término das moratórias não revelou, na perspetiva de risco do crédito, um acréscimo significativo do rácio de crédito malparado (*non-performing loans*-NPL), tendo por base a apresentação dos resultados do 3.º trimestre de 2021 dos principais bancos portugueses. Considerando o conjunto dos bancos com informação disponível,[79] é possível apurar que dos 10 mil M€ em moratória no final de setembro de 2021 (52% do total reportado), cerca de 2,5% encontravam-se em incumprimento (fase 3).[80] Este valor compara com 8,3% para o mesmo grupo de bancos em 30 de junho de 2021 – Quadro 12. A esta evolução favorável não terão sido alheias as medidas de proteção entretanto adotadas para particulares e empresas, a que acresce a restruturação de empréstimos por iniciativa das instituições financeiras, por forma a evitar o incumprimento. Refira-se, no entanto, que o peso dos empréstimos em moratória na fase 2 (ou seja, daqueles para os quais se observou um aumento significativo do risco de crédito) era de 27,3% no final de junho de 2021, tendo aumentado 12,1 p.p. relativamente a junho de 2020.[81] Ainda assim, os rácios totais de NPL têm vindo a reduzir-se (4,3% e 1,9% em termos brutos e líquidos de imparidades, respetivamente, em junho de 2021)[82], prosseguindo a trajetória iniciada desde pelo menos 2016 para o conjunto da carteira (os mesmos rácios de NPL eram de 17,2% e 9,4%, respetivamente, no final daquele ano).

Quadro 12 – Empréstimos em moratória por fase de imparidade, por grupo bancário, em 30.06.2021 e em 30.09.2021

	Empréstimos em moratória													
	30.06.2021							30.09.2021						
	M€				Em % do total			M€				Em % do total		
	Fase 1	Fase 2	Fase 3	Total	Fase 1	Fase 2	Fase 3	Fase 1	Fase 2	Fase 3	Total	Fase 1	Fase 2	Fase 3
Millenium BCP[(a)]	4 632	2 020	684	7 336	63,1%	27,5%	9,3%	461	201	68	730	63,1%	27,5%	9,3%
Banco Santander Totta (BST)[(b)]	5 061	649	390	6 100	83,0%	10,6%	6,4%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-	-	-
Caixa Geral de Depósitos (CGD)	4 106	1 451	530	6 087	67,5%	23,8%	8,7%	138	56	16	210	65,8%	26,5%	7,7%
Novo Banco[(a)]	3 041	1 951	608	5 600	54,3%	34,8%	10,9%	396	254	79	5 400	54,3%	34,8%	10,9%
Banco Português de Investimento[(c)]	3 818	-	82	3 900	97,9%	-	2,1%	3 608	-	93	3 700	97,5%	-	2,5%
Banco Montepio	-	-	-	2 700	-	-	-	-	-	-	2 500	-	-	-
por memória: Total abrangido por moratórias (informação BdP)	-	-	-	*37 475*	-	-	-	-	-	-	*19 178*	-	-	-
Subtotal BCP+CGD+NB+BPI	*15 597*	*5 422*	*1 904*	*22 923*	*68,0%*	*23,7%*	*8,3%*	*4 603*	*511*	*256*	*10 040*	*45,8%*	*5,1%*	*2,5%*
Outros				*14 552*							*9 138*			

Fontes: BdP e apresentações de resultados dos bancos disponíveis nos respetivos sites institucionais (consulta em 10 de novembro de 2021). Elaboração e cálculos próprios. Notas: (a) Os montantes por fases para 30.09.2021 foram calculados tendo em contas os valores divulgados para 30.06.2021. (b) Sem informação disponível na apresentação de resultados do 3.º trimestre de 2021. (c) O valor indicado quanto a empréstimos em fase 1 a 30.06.2021 inclui também empréstimos em fase 2.

[79] Millenium BCP, CGD, Novo Banco (NB) e Banco Português de Investimento (BPI).

[80] O *stage* 1 (ou fase 1 de imparidade) inclui os empréstimos onde ainda não ocorreu um aumento significativo do risco de crédito. O *stage* 2 compreende os empréstimos onde se observou um aumento significativo desse risco. Nos empréstimos em *stage* 3 observa-se um incumprimento da contraparte. Informação mais detalhada pode ser consultada no Relatório de Estabilidade Financeira de junho de 2017, no "Tema em destaque 2: IFRS 9 – Principais alterações e impactos previstos para o sistema bancário e para a estabilidade financeira".

[81] Números divulgados pelo Governador do Banco de Portugal na intervenção de encerramento na *Money Conference* "Banca 2022 – Testar, Personalizar e Crescer".

[82] BdP (2021), Sistema Bancário Português: Desenvolvimentos Recentes - 2.º trimestre de 2021.

Apesar da carteira em moratória apresentar tipicamente um risco acrescido, nomeadamente nos empréstimos a empresas[83] e, portanto, uma maior necessidade de constituição de provisões e imparidades com efeitos negativos nos resultados líquidos das instituições financeiras, grande parte das instituições terá já refletido preventivamente esta situação nos respetivos balanços. [84] Por outro lado, como mencionado no Relatório de Estabilidade Financeira de junho de 2021 (BdP, 2021: 12), grande parte das famílias terão acedido às moratórias por precaução, a que acrescem, no sentido descendente da materialização do risco de crédito as baixas taxas de juro e a melhoria do perfil de risco dos mutuários desde a crise da dívida soberana, bem como as maturidades longas associadas às linhas de crédito com garantia pública, no caso das empresas. Em sentido contrário, a deterioração da situação financeira das empresas, em particular nas mais afetadas pela crise pandémica, é um fator que potencia a materialização do risco de crédito, na medida da transformação das dificuldades de liquidez em risco de insolvência.

O risco para as AP decorre da necessidade de intervenção, mais ou menos direta, que possa ter de existir sobre o sector financeiro face ao impacto de incumprimentos e reestruturações de dívidas, bem como da deterioração da qualidade dos ativos nos rácios de capitalização bancária. De acordo com os dados disponíveis este risco parece configurar-se como contido, embora não inexistente.[85]

Caixa 2 – Enquadramento legal do término das moratórias para contratos de crédito celebrados com clientes bancários e medidas legais subsequentes adotadas

O término do regime de moratória pública encontrava-se inicialmente previsto para 30 de setembro de 2020, tendo sido prorrogado até 30 de setembro de 2021[86]com data de adesão até final de setembro de 2020. A partir de 1 janeiro de 2021, tornou-se novamente possível o acesso a este regime, tendo como data-limite para a adesão 31 de março de 2021 e um período máximo de vigência da moratória de 9 meses.[87] Refira-se que, apesar da Lei n.º 50/2021, de 30 de julho ter previsto uma prorrogação suplementar das moratórias bancárias até final de 2021, a respetiva eficácia desta prorrogação ficou dependente da reativação do enquadramento estabelecido pela Autoridade Bancária Europeia (EBA) no contexto da pandemia de COVID-19 quanto a moratórias, o que não veio a ocorrer.

[83] A maioria do crédito a particulares encontra-se coberto por hipotecas (uma vez que a grande parte dos empréstimos com moratória respeita a crédito a habitação), percentagem que tende a ser menor nas empresas, o que contribui para que uma maior proporção de empréstimos neste segmento seja classificada com maior risco.

[84] A título ilustrativo, para os 530 M€ de empréstimos sob moratória divulgados na apresentação de resultados do Grupo CGD como estando na fase/*stage* 3 em 30.06.2021 (Quadro 12), estavam constituídas imparidades de 339 M€, montante superior ao montante de empréstimos sob moratória na mesma fase em 30.09.2021 (256 M€).

[85] Recorde que a definição de NPL/crédito não produtivo inclui o crédito vencido a mais de 90 dias e o crédito vincendo associado. Conforme explicado pelo BCE, *«Um empréstimo torna-se "crédito não produtivo" quando há indicações da improbabilidade do mutuário proceder ao reembolso do empréstimo ou se tiverem passado mais de 90 dias sem que este tenha efetuado o pagamento das prestações acordadas.»*.

[86] Primeiro até 31.03.2021 no seguimento do Decreto-Lei n.º 26/2020, de 16 de junho, e depois até final 31.09.2021 através do Decreto-Lei n.º 78-A/2020, de 29 de setembro.

[87] Ou seja, no limite até final de 2021. Cf. Decreto-Lei n.º 107/2020, de 31 de dezembro puderam aceder a este novo período os contratos de crédito que, em 1 de outubro de 2020, não estavam abrangidos pela moratória pública, independentemente de terem beneficiado ou não deste regime.

Neste contexto, foram adotadas medidas adicionais para os clientes particulares e empresas, procurando evitar a entrada em incumprimento dos contratos abrangidos pelas moratórias. No primeiro caso, o Decreto-Lei n.º 70-B/2021, de 6 de agosto alterou o regime geral de incumprimento de contratos de crédito aprovado pelo Decreto-Lei n.º 227/2012, de 25 de outubro, passando os particulares a beneficiar de proteção adicional no âmbito dos designados Plano de Ação para o Risco de Incumprimento (PARI) e Procedimento Extrajudicial de Regularização de Situações de Incumprimento (PERSI).[88] Quanto às empresas, foi criada no final de setembro, através do BPF, uma nova linha de crédito com garantias públicas, com uma dotação de 1000 M€, destinada a apoiar a restruturação e/ou refinanciamento da operações de crédito em moratória de empresas viáveis com atividade nos sectores mais afetados pela pandemia de COVID-19.[89] O montante máximo de garantia não deverá exceder 10M€ por beneficiário e 25% dos montantes elegíveis para reestruturação ou liquidez adicional.

[88] Nestes termos, os bancos ficaram obrigados a contactar estes clientes pelo menos 30 dias antes do fim das moratórias. Caso o banco confirmasse existir risco de incumprimento e considerasse que o cliente tinha capacidade financeira, deveria apresentar, pelo menos 15 dias antes do término da moratória, propostas para evitar a entrada em incumprimento. Nos casos em que os mutuários deixem de pagar as prestações e sejam integrados no PERSI nos 90 dias seguintes ao fim da moratória pública, o banco fica proibido de resolver o contrato, instaurar ações judiciais ou ceder o contrato, com fundamento na falta de colaboração do cliente ou de este não dispor de capacidade financeira para regularizar a situação de incumprimento durante esse período.

[89] Linha de Apoio à Recuperação Económica – Retomar.

6. ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA

6.1 Evolução recente da dívida pública

Breve enquadramento

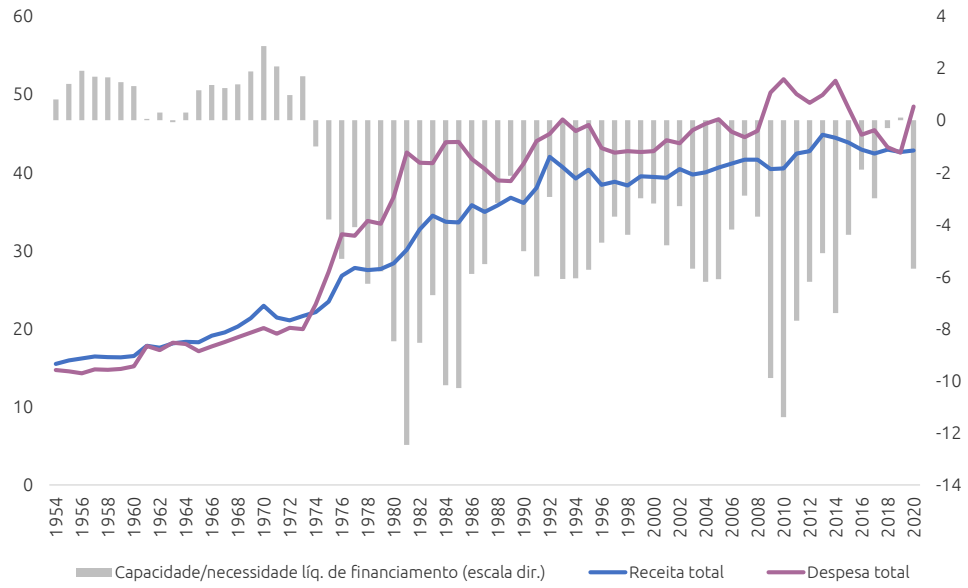
Um elevado rácio da dívida pública constitui uma fonte de preocupação para decisores de política económica e para os próprios cidadãos, uma vez que limita a capacidade de atuação dos Governos atuais e futuros restringindo o leque de escolhas possíveis de políticas públicas. A persistência de um elevado nível de dívida pública coloca Portugal entre os países mais endividados da União Europeia, fazendo com que a sua diminuição sustentada seja uma prioridade da política orçamental. De acordo com alguns autores, a persistência de níveis de dívida pública elevados pode ter efeitos adversos sobre o crescimento económico no longo prazo[90], além de condicionar a perceção de risco de sustentabilidade pelos mercados financeiros.

O reduzido crescimento económico e a acumulação de dívida externa pública e privada que se seguiu à introdução do euro, num contexto de crise económica e financeira global, culminaram na perda de acesso a financiamento em mercado (na gíria financeira um *sudden stop)*, o que obrigou a um pedido de assistência financeira em 2011.[91] O anterior relatório do CFP sobre Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas analisou em detalhe a evolução da dívida nesse período. No que diz respeito às administrações públicas a persistência de necessidades líquidas de financiamento (Gráfico 39) num regime de baixo crescimento económico refletiu-se necessariamente na acumulação de dívida pública (Gráfico 40) e na taxa de juro dessas obrigações soberanas no mercado secundário.

[90] Ver, por exemplo, Woo e Kumar (2015).

[91] O Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) foi acordado, em maio de 2011, entre as autoridades portuguesas, a União Europeia (CE e BCE) e o FMI. Terminou a 30 de junho de 2014 com o restaurar do acesso a financiamento em mercado. Atualmente Portugal encontra-se numa fase de monitorização pós-Programa no âmbito da supervisão das instituições europeias.

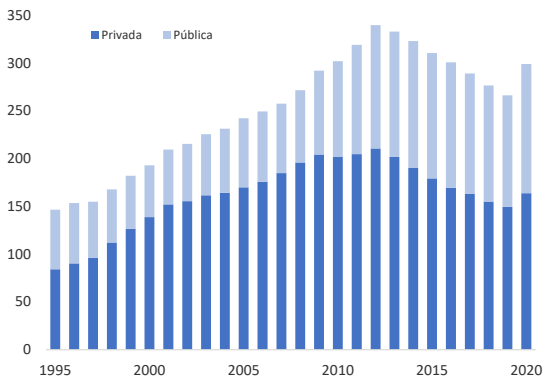
Gráfico 39 – Capacidade/Necessidade líquida de financiamento das AP
(% do PIB)



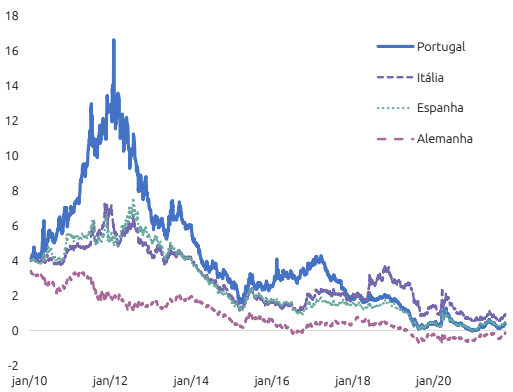
Fontes: Banco de Portugal, Séries Longas (1960-1995) e Comissão Europeia (AMECO) (1996-2020).

Gráfico 40 – Evolução da dívida em Portugal

Stock de dívida
(% do PIB)



Taxas de juro das obrigações soberanas a 10 anos
(%)



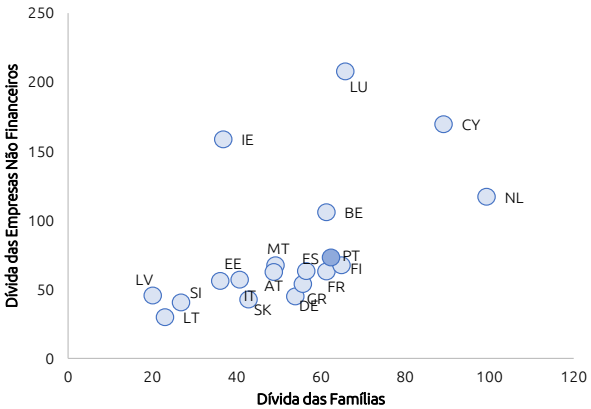
Fonte: Comissão Europeia e Bloomberg.

O ajustamento orçamental realizado no âmbito do PAEF e os programas de compra de ativos e suporte à liquidez implementados pelo Eurosistema, foram decisivos para a redução do custo do financiamento, passando Portugal no período mais recente a beneficiar do contexto historicamente favorável dos mercados de dívida da área do euro iniciado em 2012.

Ao longo dos anos mais recentes, reflexo de uma conjuntura económica favorável, da correção dos desequilíbrios macroeconómicos, da orientação da política monetária e da melhoria do *rating* da República, as taxas de juro reduziram-se sucessivamente, com o custo de financiamento a 10 anos da dívida pública portuguesa a fixar-se em 1,7% no

final de 2018 e 0,4% no final de 2019. A dívida privada foi responsável pela maioria do decréscimo de 73,3 p.p. do PIB do *stock* de dívida total entre 2012 e 2019, justificando 61,1 p.p. desta diminuição, enquanto a dívida pública apenas contribuiu em 12,2 p.p. do PIB para aquele decréscimo. Se em 2012, Portugal ocupava a 4.ª posição entre os membros da área do euro com maior dívida das famílias, em 2019, o país encontrava-se na 5.ª posição a seguir aos Países Baixos, Chipre, Finlândia e Luxemburgo (Gráfico 41). No que respeita à dívida das Empresas Não Financeiras, Portugal ocupava a 6.ª posição, depois do Luxemburgo, Chipre, Irlanda, Países Baixos e Bélgica, constituindo também uma melhoria face a 2012 (ano em que se encontrava na 7.ª posição). Contudo, com um endividamento bruto total de 266,3% do PIB no final de 2019, Portugal continuava a ser um dos países mais endividados da área do euro, encontrando-se na 6.ª posição com um *stock* conjunto de dívida bruta pública e privada apenas inferior ao de Chipre, do Luxemburgo[92], da Grécia, Países Baixos e Bélgica (Gráfico 42).

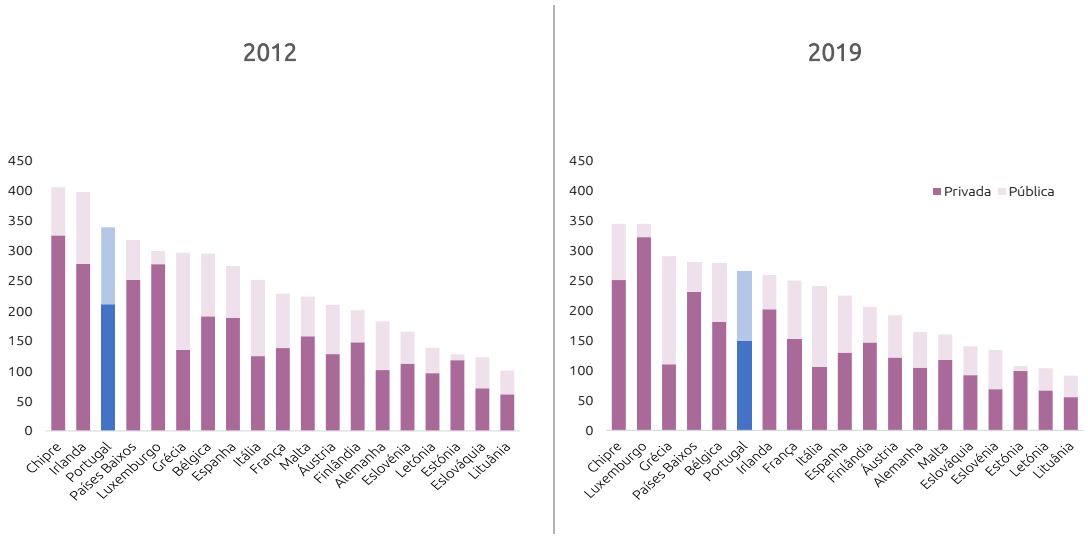
Gráfico 41 - Dívida das famílias e do sector não financeiro em 2019 (em % do PIB)



Fonte: Comissão Europeia. | Notas: lista de abreviaturas disponível em anexo. À data de recolha da informação não existiam dados disponíveis para 2020 para a totalidade dos países. Em Portugal, a dívida das empresas não financeiras ascendeu a 78,5% do PIB em 2020 e a dívida das famílias fixou-se em 68,3% do PIB no mesmo ano.

[92] No caso do Luxemburgo, ao elevado *stock* de dívida bruta correspondem ativos de montante muito elevado, ao contrário do que sucede em Portugal.

Gráfico 42 - Stock de dívida pública e de dívida privada na área do euro (em % do PIB)

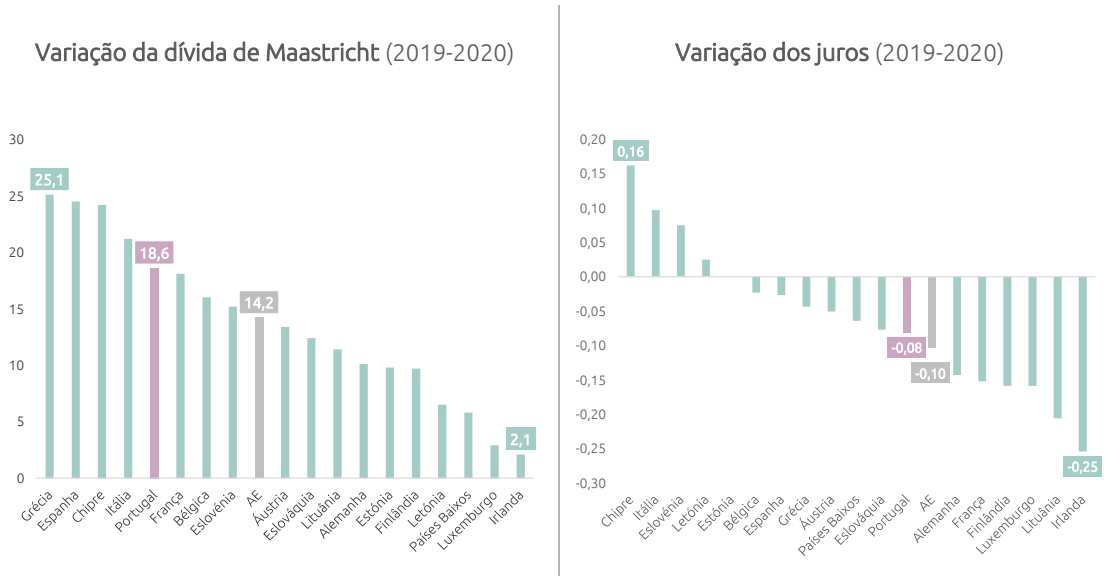


Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal para o ano de 2020. | Nota: À data de recolha da informação não existiam dados disponíveis para 2020 para a totalidade dos países. Em Portugal, a dívida pública ascendeu a 135,2% do PIB em 2020 e a dívida privada fixou-se em 163,7% do PIB no mesmo ano.

É neste contexto de recuperação de uma posição bastante vulnerável que tem lugar a crise sanitária causada pela COVID-19. A necessidade de adoção de medidas de combate à pandemia, à semelhança de outros países europeus, conduziu a um aumento expressivo do endividamento, com o conjunto da dívida pública e privada a subir para 298,9% do PIB em Portugal em 2020. A dívida pública aumentou 18,6 p.p., para 135,2% do PIB em 2020,[93] o que compara com um aumento médio de 14,2 p.p. na área do euro (Gráfico 43, painel esquerdo). Este valor mostra, no entanto, situações distintas entre os Estados-Membros, em particular a Grécia, Espanha Itália e Chipre, com incrementos do rácio superiores a 20 p.p., enquanto a Irlanda e Luxemburgo registaram aumentos inferiores a 5 p.p. (Gráfico 43, painel esquerdo). Esta interrupção da trajetória descendente do rácio da dívida pública nacional não teve, contrariamente ao sucedido durante a crise das dívidas soberanas, repercussões nos custos de financiamento (Gráfico 43, painel direito).

[93] Este aumento resulta da evolução desfavorável de ambas as componentes do rácio, a saber i) o aumento do numerador, por via do aumento do montante da dívida de Maastricht e ii) a quebra no denominador devido ao decréscimo do PIB. Considerando, por hipótese, a manutenção do PIB ao nível de 2019, o rácio da dívida ascenderia a 126,2% do PIB.

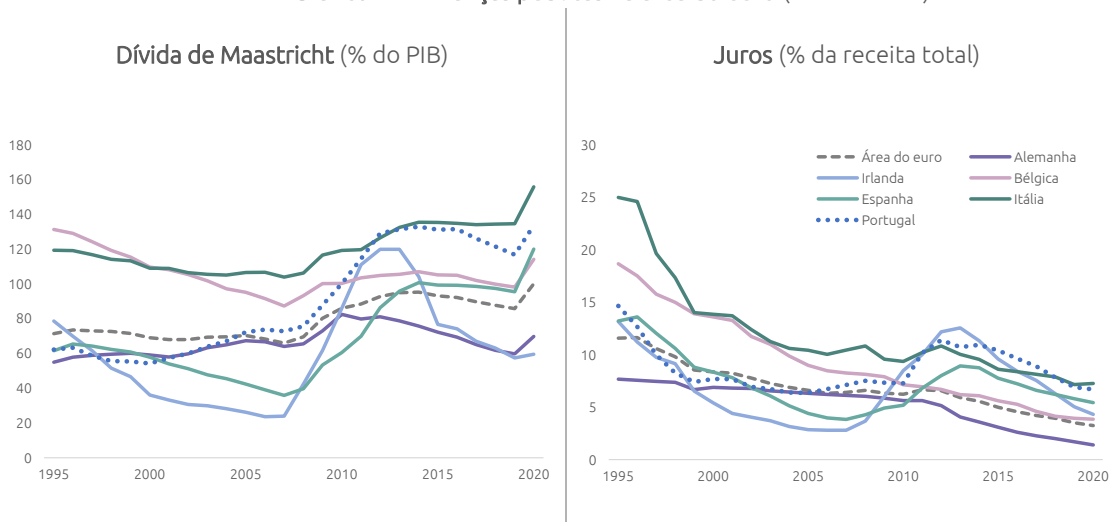
Gráfico 43 – Finanças públicas durante a crise sanitária (p.p. do PIB)



Fonte: Eurostat, Comissão Europeia.

Com efeito, em 2020-2021 os programas de compras de ativos do Eurosistema e de gestão da liquidez foram bem-sucedidos no propósito de manter as taxas de juro da dívida em níveis reduzidos para os membros da área do euro. Também as decisões do Conselho Europeu tomadas no âmbito de uma resposta conjunta à crise sanitária, contribuíram para esse propósito permitindo um contínuo acesso ao financiamento em mercado. Assim, enquanto em 2011-2014 se observou um claro aumento do prémio de risco país, particularmente nos países com níveis de dívida elevados, como Portugal, Itália, Espanha, Irlanda ou Grécia (Gráfico 44, painel direito), em 2020 esse prémio de risco não se agravou. Não obstante o aumento generalizado dos rácios da dívida pública dos vários países da UE, os juros prosseguiram uma trajetória decrescente, o que fez diminuir a proporção da receita pública necessária para fazer face a esses encargos. Em Portugal, a proporção da receita para cobrir os encargos com juros reduziu-se de 6,9% para 6,7% em 2019, o que compara com uma diminuição de 3,9% para 3,5% da receita na área do euro (Gráfico 44, painel direito).

Gráfico 44 - Finanças públicas na área do euro (em % do PIB)



Fonte: Comissão Europeia.

No primeiro ano de pandemia os custos de financiamento diminuíram, revelando a eficácia da resposta rápida das autoridades na adoção das medidas de contenção da crise. A criação do *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)* refletiu a necessidade dessa resposta, tendo o BCE iniciado a aplicação deste programa em março de 2020. A taxa de juro da dívida portuguesa a 10 anos situava-se em 0,03% no final desse ano, o que compara favoravelmente com 0,4% no final de 2019. Contudo, no início de 2021, a incerteza quanto à evolução da situação económica, particularmente o aumento das expetativas de inflação, levou a uma subida das taxas de juro no mercado secundário, o que determinou o aumento do ritmo de compras mensais de ativos ao abrigo do PEPP a partir do 2.º trimestre do ano. Com base na implementação destas novas medidas, desde meados de maio de 2021 que as condições de financiamento dos membros da área do euro se tornaram ainda mais favoráveis. A *yield* das obrigações portuguesas, que tinha atingido 0,6% em meados de março, diminuiu desde então, até 0,1% em meados de agosto. No final de outubro, a taxa de juro a 10 anos situava-se em 0,5%. Contudo, para os próximos anos, considerando uma expetável diminuição gradual dos estímulos dos bancos centrais face à melhoria da situação pandémica e as expetativas quanto à evolução das pressões inflacionistas, o CFP perspetiva uma subida gradual da *yield* a 10 anos até 2025, fixando-se, ainda assim, abaixo de 1% no final deste horizonte temporal. De acordo com estas hipóteses, o financiamento deverá continuar a efetuar-se a um custo historicamente reduzido e inferior ao das Obrigações do Tesouro existentes. Com base neste pressuposto, o CFP aponta para uma estabilização da taxa de juro implícita da dívida portuguesa em torno de 2% até 2023, diminuindo ligeiramente para 1,9% nos dois últimos anos de projeção,[94] em virtude do acréscimo pouco expressivo dos juros da dívida pública.[95]

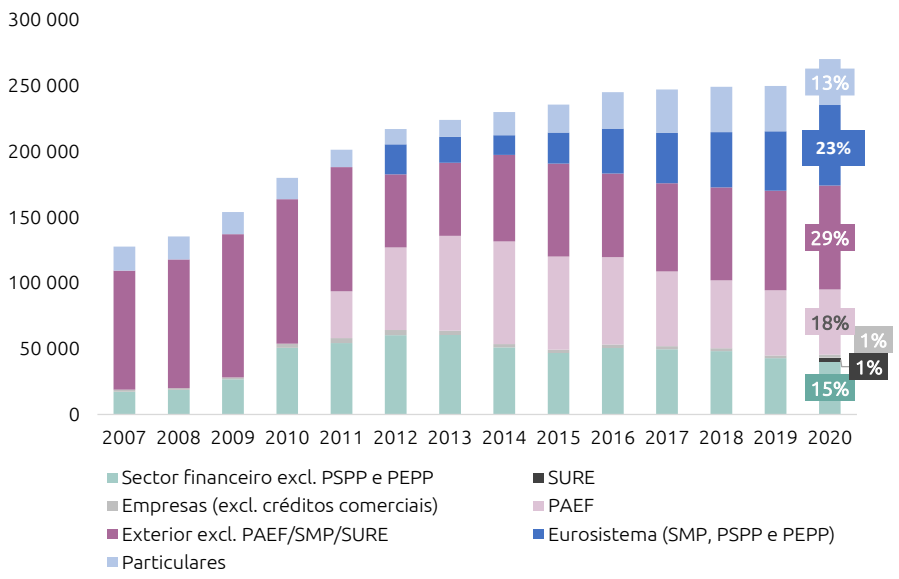
[94] Esta estimativa compara com uma taxa de juro implícita média de 2,1% para 2020-22 e 1,7% para 2023-31 assumida pela Comissão Europeia no mais recente Debt Sustainability Monitor 2020, de fevereiro de 2021.

[95] Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025 (atualização): https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/cfp-rel-07-2021.pdf

Estrutura da dívida de Maastricht

A percentagem de dívida de Maastricht detida pelos diversos sectores, nacionais ou externos, observou mudanças substanciais ao longo da última década. Até 2010, o sector externo constituía-se como o principal financiador de dívida portuguesa (71%), seguindo-se o sector financeiro e os particulares com quotas equivalentes. No entanto, a partir do final de 2010 o forte agravamento nas condições de acesso ao mercado de dívida, com a taxa de juro a 10 anos no mercado secundário a passar de 6,6%, para 12,8% no final de 2011 levou a um reforço da posição do sector financeiro, em detrimento da diminuição dos financiadores externos. Esta alteração acentuou-se nos anos seguintes, no decorrer do PAEF com o sector externo a atingir o mínimo de 25% em 2013, enquanto o setor financeiro se manteve em torno de 27%-28%. Em 2013, o PAEF era responsável pelo financiamento de mais de 30% da dívida portuguesa (Gráfico 45). Quase simultaneamente, foi introduzido em 2012 o programa de compras de ativos do Eurosistema, cuja posição tem vindo a aumentar desde então. Em 2020, devido à emergência da crise sanitária, o Eurosistema assumiu um papel preponderante como credor da dívida portuguesa, financiando 23% do total. Excluindo os credores oficiais, o término do PAEF em 2014 conjugado com uma trajetória de recuperação económica e de melhoria da situação orçamental fez com que a partir de 2015 se assistisse a uma evolução favorável da posição: i) dos particulares, que se refletiu na maior subscrição líquida de produtos de aforro; e ii) do sector externo, motivado pela melhoria da situação económico-financeira em Portugal. Em simultâneo regista-se a diminuição da relevância dos empréstimos obtidos ao abrigo do PAEF, em resultado da antecipação dos reembolsos ao FMI, bem como a redução da posição do sector financeiro nos anos mais recentes.

Gráfico 45– Dívida de Maastricht por sector financiador (€M e %)

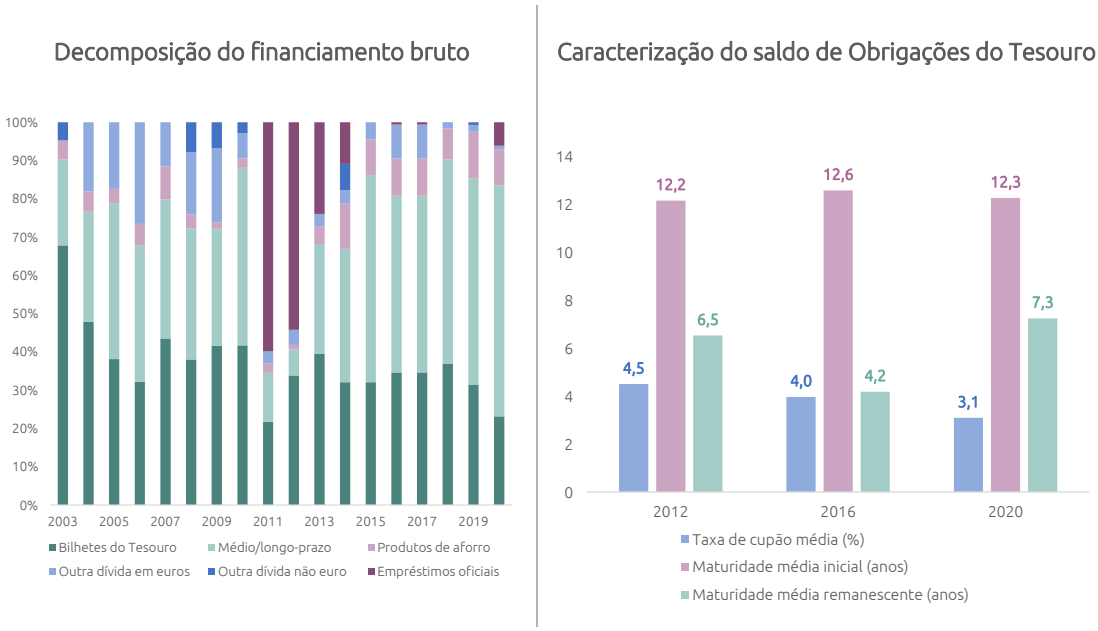


Fonte: BdP, BCE e IGCP. Cálculos do CFP.

Maturidade e custo da dívida direta do Estado

Os instrumentos utilizados para cobrir as necessidades de financiamento do Estado diferem na sua maturidade e, evidentemente, no seu custo. Assim, a composição do financiamento por tipo de instrumento disponibiliza indicações sobre a predisposição dos investidores quanto ao investimento em dívida portuguesa, nomeadamente no que respeita à sua exposição a dívida de curto vs. longo prazo. Nos anos mais recentes, em particular entre 2019-20, o financiamento bruto assentou de forma menos significativa em dívida de curto-prazo (passando de 40% do financiamento bruto total em 2018 para 28% em 2020), privilegiando, por sua vez, as emissões de dívida de médio e longo prazo (49% em 2018 para 56% do total em 2020) (Gráfico 46, painel esquerdo).

Gráfico 46 – Estrutura por instrumento do financiamento bruto do Estado e indicadores relativos às Obrigações do Tesouro



Fontes: CGE e IGCP. Cálculos do CFP. | Notas: Dívida de médio/longo prazo = Obrigações do Tesouro, Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável e *Medium Term Notes*; curto-prazo = Bilhetes do Tesouro e *Euro Commercial Paper*; a série Outros inclui as contas margem. Foram excluídos da análise os instrumentos colocados junto de entidades do sector público administrativo e de entidades públicas empresariais como forma de aplicação dos respetivos excedentes de tesouraria (CEDIC/CEDIM), bem como *repos* de financiamento (*repurchase agreements*). Em 2020 o financiamento através de empréstimos oficiais foi realizado no âmbito do programa SURE.

A renovação do saldo de OT é um processo moroso, uma vez que é comum existirem, no saldo vivo da dívida direta do Estado, títulos cuja maturidade é superior a 10 anos, estendendo-se o compromisso de pagamento de juros fixados por longos períodos de tempo. Ainda assim, face a 2012, as emissões de dívida entretanto efetuadas permitiram uma ligeira extensão da maturidade média das OT existentes, ao mesmo tempo que se reduziu a taxa de cupão das mesmas (Gráfico 46, à direita).

No período que antecedeu o PAEF os custos de financiamento de Portugal fixavam-se em valores bastante elevados. Com efeito, em fevereiro de 2011, a última emissão de OT efetuada antes do início do Programa comportou uma taxa de cupão de 6,4% para uma obrigação com maturidade a 5 anos (Gráfico 47, painel esquerdo). Em 2012, após o

início do Programa, as necessidades de financiamento foram maioritariamente cobertas pelas entidades externas (UE/FMI), tendo Portugal regressado às emissões de médio e longo prazo em 2013. Desde então foi possível uma redução sustentada das taxas de cupão associadas às novas OT emitidas, com exceção de 2017, momento que que se observou alguma incerteza nos mercados de dívida soberana na área do euro, no âmbito de redução progressiva do montante disponível para compras mensais de ativos pelo Eurosistema (Gráfico 47, painel direito). Nos últimos anos tem-se observado, através das condições de financiamento favoráveis na área do euro, emissões de dívida de curto e de longo prazo a taxas de juro historicamente baixas, refletindo-se este benefício na oportunidade de colocação de dívida em prazos mais longos sem um acréscimo da taxa de juro implícita do conjunto da dívida.

Gráfico 47– Taxa de cupão das OT vivas, por data de emissão (%)

Fonte: IGCP. Cálculos do CFP. | Notas: No eixo das abcissas encontram-se as OT emitidas de acordo com a designação "Ano de emissão (AAAA) / Maturidade inicial em anos (xxA)". A taxa de cupão é a taxa de juro de uma obrigação do tesouro, sendo utilizada para o cálculo dos juros a pagar aos detentores da obrigação numa periodicidade previamente definida.

6.2 Riscos para a sustentabilidade da dívida pública

Apesar do considerável aumento da dívida pública na generalidade dos países da área do euro em resultado da pandemia COVID-19, o ambiente de estabilidade financeira permaneceu favorável face aos anos anteriores. Contudo continuam a persistir riscos que devem ser tidos em conta no conjunto da área do euro, nomeadamente quanto: (i) aos efeitos de uma possível correção dos valores dos ativos; (ii) a possíveis alterações da política monetária acomodatícia do BCE; e (iii) aos riscos decorrentes dos elevados níveis de endividamento, público e privado. Para mitigar os riscos associados a possíveis aumentos das taxas de juro ou ao risco de paragem repentina de acesso a financiamento (*sudden stop*), é necessário monitorizar sistematicamente um conjunto de indicadores económicos, financeiros e demográficos, que permitam avaliar

regularmente a vulnerabilidade das economias e das finanças públicas com vista a tomar as medidas que se revelem necessárias.

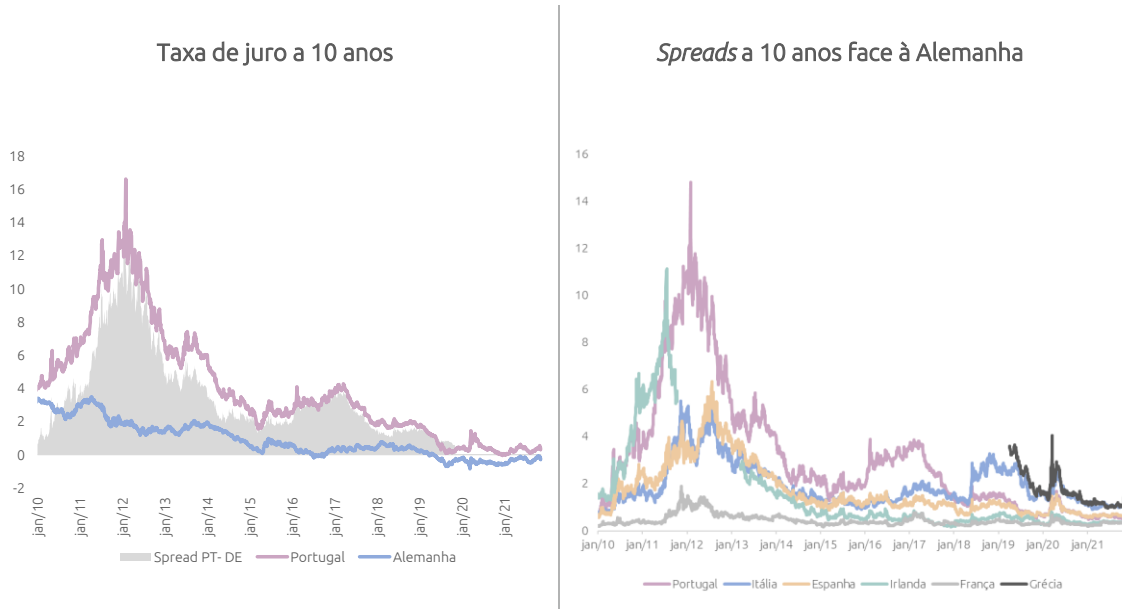
6.2.1 Vulnerabilidade de curto-prazo

A perceção de risco reflete-se inevitavelmente no custo de financiamento de um país. O emitente tem como objetivo atingir um perfil de amortizações sem oscilações significativas e ao mínimo custo possível, sendo desejável apresentar um grau de previsibilidade de atuação que permita ao comprador de dívida otimizar a gestão da sua carteira de investimentos. Desta forma, o mercado monitoriza constantemente a capacidade do emitente para satisfazer os seus compromissos de curto e longo prazo, exigindo taxas de juro mais elevadas quando as perspetivas de cumprimento se deterioram. Justifica-se assim a necessidade de antecipar episódios de falta de acesso a financiamento em mercado, de forma que possam ser tomadas as medidas necessárias para os evitar pois estes condicionam o financiamento de um soberano no curto-prazo. Na perspetiva de uma instituição orçamental independente (IFI), como o caso do CFP, cuja missão consiste em "proceder a uma avaliação independente sobre a consistência, cumprimento e sustentabilidade da política orçamental (…) de modo a contribuir para a qualidade da democracia e das decisões de política económica (…)",é essencial a desenvolver indicadores que sinalizem ao decisor de política orçamental a necessidade de adoção atempada de medidas que evitem problemas no acesso a financiamento em mercado.

Acontece, na verdade, que nem sempre o risco de curto-prazo é identificado em devido tempo. Até ao início da crise das dívidas soberanas, a avaliação das agências de notação financeira constituía um indicador na sinalização de possíveis dificuldades de liquidez ou mesmo de risco de incumprimento de um determinado país. Ainda assim, esta avaliação não anteviu a deterioração do acesso ao mercado de dívida de vários membros da área do euro, e, em alguns casos, ao corrigir excessivamente a avaliação anterior para uma perspetiva demasiado negativa, acabou por influenciar o mercado contribuindo para um círculo vicioso no acesso a financiamento, levando ao aumento das taxas de juro que já se encontravam num movimento ascendente. No caso português, desde 1998 que a Moody's e a Fitch mantinham a notação de risco de Portugal em estável. Essa notação só foi alterada por estas agências depois do agravamento significativo das taxas de juro do mercado secundário, tendo as primeiras baixas de notação tido lugar em março e julho de 2010, quando o país já enfrentava graves problemas de liquidez.

No caso português, para além dos riscos que advêm da conjuntura externa, podendo ser favoráveis ou adversos, tem-se verificado a preponderância do risco país (medido pelo *spread* face à dívida alemã) no valor da taxa de juro de mercado que serve de referência para as emissões de dívida (Gráfico 48, painel esquerdo). A volatilidade do risco país que se traduz numa maior volatilidade da taxa de juro portuguesa face à alemã tem, inevitavelmente, implicações em termos do potencial de agravamento e desagravamento da taxa de juro em resposta a alterações de circunstâncias internas ou externas. Ainda assim, note-se a recente diminuição do *spread* de Portugal face à Alemanha, motivada em grande parte pela implementação da política de compra de ativos do Eurosistema (como referido na secção 6.1), e reforçada pelo contexto de consolidação orçamental em Portugal – ao contrário do verificado noutros Estados-membros (Gráfico 48, painel direito).

Gráfico 48– Volatilidade dos custos de financiamento (%)



Fonte: Bloomberg.

Um tema recorrente na literatura económica é o do efeito disciplinador do mercado financeiro sobre as finanças públicas. O reconhecimento de que este não é suficiente por si só justifica que seja conjugado com um sistema de regras orçamentais na UEM (União Económica e Monetária). Com efeito, as taxas de juro e *spreads*, apesar de transmitirem a perceção de incerteza no mercado em vigor, reagem por vezes demasiado tarde ou de forma demasiado rápida, não sendo nessa altura possível adotar políticas que evitem o bloqueio do financiamento. Os episódios de diminuição abrupta de acesso ao financiamento estão relacionados com a perceção de sustentabilidade da dívida por parte dos investidores. Na literatura, o estudo desta temática recorre por diversas vezes a vários modelos em simultâneo, pois cada um apresenta vantagens e desvantagens (Bilan, 2010). Nomeadamente os modelos de *Debt Sustainability Analysis*, de cariz determinístico, mas com a vantagem da simplicidade e clareza de apresentação das hipóteses adotadas; ou os modelos estocásticos, que permitem incluir uma componente de incerteza que proporciona uma melhor adaptação à idiossincrasia da realidade, atribuindo probabilidades a cada cenário possível para a evolução do rácio da dívida. Enquanto este tipo de ferramentas permite o estudo, em regra, de um horizonte temporal consideravelmente abrangente, sendo possível retirar conclusões sobre a adoção de determinadas políticas para o médio e longo prazo, não incluem uma perspetiva de curto prazo, favorecendo preferencialmente o estudo da solvência de um país, em detrimento da liquidez.

A literatura apresenta diversas ferramentas para aferir potenciais situações de diminuição da liquidez dos países. Lo Duca and Peltonen (2013) sugerem, no âmbito das ferramentas de *Early Warning System* (EWS), uma combinação de variáveis domésticas e macro-orçamentais globais para sinalizar possíveis crises, baseando-se no facto de uma crise de dívida soberana se poder manifestar antecipadamente através de variáveis económicas e orçamentais distintas em períodos diferentes. A Comissão Europeia introduziu em 2011 o *Macroeconomic Imbalance Procedure*, que visa "identificar, prevenir e resolver potenciais desequilíbrios macroeconómicos que possam prejudicar a estabilidade económica". Também o Mecanismo de Estabilidade Europeu (MEE),

monitoriza os países que recorreram a empréstimos através de um EWS, baseando-se nos fluxos de caixa do país, na capacidade de se financiar no mercado de dívida, e também na sustentabilidade de médio e longo prazo. Este tipo de abordagem foi ainda estudado no âmbito das crises do sistema bancário que, empiricamente, são precedidas de uma crise de dívida soberana (BCE, 2012).

A análise de Baldacci et al. (2011) assenta no estudo da liquidez de um país num determinado momento, com o objetivo de sinalizar o aumento de riscos e vulnerabilidades que não estariam ainda evidentes nos modelos de análise de sustentabilidade mais utilizados. Para isso, recorre a indicadores que respeitam maioritariamente à situação orçamental de curto-prazo, agregando-os num único índice de mais fácil leitura. No horizonte 1995-2011, os dados revelam que o índice das economias avançadas se encontrava em máximos históricos em 2011, apresentando uma tendência de subida significativa desde 2008, ficando esta evolução a dever-se maioritariamente à deterioração de variáveis orçamentais fundamentais e, em menor escala, a um contributo desfavorável da gestão de ativos e liquidez. No mapa de calor (*heat map,* Quadro 13) apresenta-se a situação dos indicadores referentes a Portugal face aos limiares empíricos (*threshold)* estimados por Baldacci et al. (2011) para as economias desenvolvidas, segundo a metodologia brevemente descrita na secção 7.2, em anexo).

Quadro 13 –Aplicação a Portugal do *heat map de riscos de financiamento soberano a curto-prazo de* Baldacci et al. (2011)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Variáveis orçamentais fundamentais																					
r-g (média 5 anos)	-1,1	-1,6	-1,2	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,0	1,2	1,4	2,9	4,8	4,8	4,1	3,8	2,5	0,4	-0,5	-1,3	0,5
Dívida das AP (% PIB)	54,2	57,4	60,0	63,9	67,1	72,2	73,7	72,7	75,6	87,8	100,2	114,4	129,0	131,4	132,9	131,2	131,5	126,1	121,5	116,6	135,2
Saldo prim. ajust. do ciclo (% PIB potencial)	-1,9	-3,0	-1,0	-2,3	-3,2	-3,0	-1,3	-0,8	-1,3	-6,0	-8,4	-2,7	1,0	2,1	-0,6	1,3	2,7	0,2	1,7	1,2	0,2
Gestão de ativos e liquidez																					
NBF (% PIB)	8,0	10,2	11,0	11,0	15,4	19,7	18,9	15,8	18,2	23,6	27,5	30,1	32,6	27,0	31,9	30,8	24,8	28,3	21,8	23,3	26,8
Dívida de CP (% DDE)	22,8	24,6	21,0	24,3	29,5	28,8	26,3	26,6	28,5	26,7	24,5	15,9	14,0	10,9	14,9	15,6	18,2	18,7	18,2	17,8	16,7
Dívida detida por não res. (% do total)								61,4	62,3	61,6	52,5	55,0	54,1	54,2	55,7	52,9	46,2	42,7	41,4	41,6	39,5
Maturidade média da dívida (anos)	4,1	3,9	4,1	3,8	3,4	4,1	5,2	5,3	5,5	5,4	5,3	6,3	6,5	7,8	7,8	7,3	7,3	7,0	6,8	6,7	6,6
Tendências de longo-prazo																					
Tx. fertilidade (desvio absoluto de 2,1)	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Proj. LP p/ despesa em saúde (% do PIB)		6,1	6,5	6,9	7,3	7,8	8,2	8,6	9,0	9,4	9,1	8,8	8,5	8,5	8,4	8,3	8,3	8,3	8,3	7,9	7,6
Proj. LP p/ despesa com pensões (% do PIB)		13,2	13,2	13,3	13,3	13,3	13,3	13,4	13,4	13,4	13,3	13,2	13,1	12,9	12,8	12,7	12,3	11,8	11,4	10,7	10,1
Rácio de dependência	48,2	48,4	48,6	48,9	49,2	49,6	49,8	49,9	49,9	50,2	50,5	51,0	51,4	51,9	52,5	53,0	53,4	54,1	54,7	55,1	55,6

risco elevado | risco médio | risco baixo

Fonte: Cálculos do CFP. | Notas: Os limiares *(thresholds)* de cada variável podem ser consultados no Quadro 18 em anexo. O diferencial 'r-g' consiste na diferença entre a taxa de juro implícita da dívida e o crescimento do PIB nominal, num determinado ano. NBF significa necessidades brutas de financiamento. As fontes utilizadas para as variáveis orçamentais fundamentais foram maioritariamente as autoridades estatísticas nacionais, nomeadamente o INE e o BdP, com a exceção do saldo primário ajustado do ciclo, que provém da AMECO (CE). Para o segundo grupo, relacionado com gestão de ativos e liquidez, o BdP foi a principal fonte de informação, com exceção das necessidades brutas de financiamento (NBF), que foram calculadas pelo CFP com base nos Relatórios do Orçamento de Estado disponibilizados no site da DGO. Para o grupo da tendência orçamental de longo prazo utilizaram-se dados da CE. Em alguns casos, foi necessária a assunção de pressupostos de forma a colmatar a inexistência de dados históricos, nomeadamente nas Projeções de longo prazo para a despesa em saúde e com pensões (% do PIB) em diversos intervalos das séries, e na taxa de fertilidade em 2020. No entanto, trata-se de séries que apresentam valores distantes dos respetivos limiares para os anos em análise, sendo assim um cálculo que não repercute impacto significativo no resultado final. A evolução das variáveis face aos respetivos *limiares* pode ser consultada no Quadro 18 em anexo.

Observando a evolução das variáveis orçamentais, nomeadamente do saldo primário ajustado do ciclo, verifica-se que esta se caracterizou por dois períodos distintos. Numa primeira fase, de 2000 a 2011, registaram-se consecutivamente valores negativos, o que também teve reflexo na deterioração da dinâmica da dívida pública, verificando-se um

aumento significativo do seu rácio sobre o PIB. A partir de 2012 ambas as séries iniciaram um período mais favorável, com o saldo primário ajustado a registar valores positivos e o ritmo de crescimento da dívida em percentagem do PIB a desacelerar, registando posteriormente variações negativas. A média móvel a 5 anos da diferença 'r-g' verificada anualmente ficou marcada pelo contexto europeu: numa primeira fase pela adesão à área do euro e por uma política expansionista; em 2011-2014 pelo PAEF, permitindo a inversão da trajetória crescente do prémio de risco da dívida pública e, posteriormente, pela política monetária e programas de compra de ativos do Eurosistema, que se seguiram à crise da dívida soberana e, mais recentemente, em 2020, pela crise sanitária.

Na gestão de ativos e liquidez, importa referir a relevância das Necessidades Brutas de financiamento (NBF), que têm um papel fulcral na sinalização de dificuldades de renovação da dívida (*rollover*) e de solvência. Apesar de ser um indicador pouco utilizado por existirem por vezes dificuldades na obtenção dos dados, fornece uma sinalização adequada da necessidade de acesso ao mercado por parte de um emitente soberano, estando diretamente ligado a potenciais dificuldades de liquidez. De acordo com o MEE (2020), as NBF tornam-se particularmente relevantes para saldos de dívida mais elevados, nomeadamente a partir de 60% do PIB. Analisando as séries de dívida para 23 países da União Europeia, de 1995 a 2016, conclui-se que o aumento das NBF conduz ao aumento dos *spreads* e, consequentemente, do custo de financiamento da dívida. Verifica-se que os sucessivos aumentos das NBF entre 2008 e 2012 em Portugal evidenciaram corretamente o aumento do risco. Neste período, a tendência ascendente deste indicador refletiu em grande parte a acumulação de défices orçamentais significativos, que motivaram uma maior incerteza por parte dos investidores quanto à evolução da situação orçamental em Portugal. Por sua vez, esta incerteza levou a um aumento das taxas de juro em todos os prazos, e, de forma particularmente expressiva, das taxas de juro de curto-prazo (um fenómeno conhecido como inversão da curva de rendimentos).

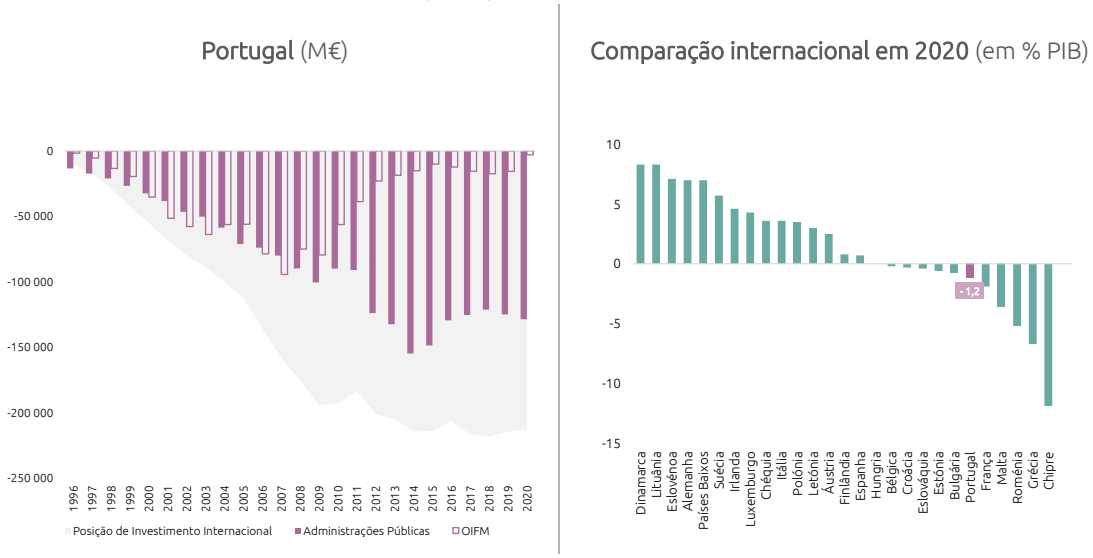
Finalmente, todas as variáveis de tendência de longo prazo revelam desvios persistentes face aos limiares estimados. Destaca-se a subida do rácio de dependência nos anos mais recentes, sendo expectável, de acordo com a CE, que esta tendência desfavorável se acentue até 2070. Apesar de algumas variáveis deste grupo apresentarem uma trajetória de melhoria nos últimos anos, todas as quatro séries que caracterizam as tendências de longo prazo se encontram, ao longo de todo o período analisado, acima dos respetivos limiares, sinalizando uma vulnerabilidade significativa e uma evidente necessidade de políticas estruturais que alterem o sentido desta evolução, com destaque para a adoção de medidas estruturais que influenciem positivamente as tendências demográficas.

A principal vantagem comparativa do *heat map* reside na simplicidade de construção metodológica, o que o torna compreensível ao leitor comum. Não tendo a complexidade de um modelo de análise de sustentabilidade de mais longo prazo, permite sinalizar com alguma antecedência possíveis dificuldades no acesso aos mercados e de liquidez que, apesar de não se refletirem num primeiro momento na trajetória do rácio da dívida, são de extrema importância na gestão da mesma e expectativa dos mercados. Esta ferramenta alerta os decisores políticos para a possível necessidade de adoção de medidas que corrijam atempadamente os desequilíbrios orçamentais, especificando ainda qual a vertente (variáveis fundamentais, gestão de ativos e liquidez, ou tendência de longo prazo) que requer maior ação.

6.2.2 Riscos de médio e longo prazo

De entre os riscos de médio e longo prazo, destacam-se: i) os associados à demografia, especialmente relevantes num quadro de envelhecimento e contração populacional (abordados no capítulo 4); ii) os riscos financeiros, que, incluem as responsabilidades contingentes e o crédito malparado (capítulo 5); e (iii) a posição líquida do investimento internacional e a composição da dívida externa, analisados nesta secção. Em 1996, o primeiro ano para da série para o qual existem dados, Portugal detinha uma posição de quase equilíbrio na posição líquida do investimento internacional, resultante em larga medida do acesso limitado aos mercados internacionais e do elevado risco de câmbio associado ao financiamento em divisas. A partir de 2000 e até 2007, a integração na área do euro eliminou este risco e facilitou aquele acesso, que foi utilizado pelos diferentes sectores institucionais e conduziu a um significativo aumento do saldo devedor do conjunto da economia, com repercussões evidentes na evolução da posição líquida negativa dos sectores das Administrações Públicas e das outras instituições financeiras monetárias (OIFM).[96] A partir de 2008, a conjuntura menos favorável no contexto da Crise Financeira Global e da Crise das Dívidas Soberanas motivou a diminuição do acesso destes sectores aos mercados internacionais, resultando no pedido de assistência financeira em 2011. Entre 2011 e 2014, através do financiamento no âmbito do PAEF, as Administrações Públicas agravaram de forma significativa a sua posição negativa líquida, substituindo-se ao sector financeiro como captador de financiamento para a economia (Gráfico 49, painel esquerdo). Desde o final do programa, em 2014, verificou-se uma ligeira inversão desta tendência, com uma interrupção em 2020, ano da crise pandémica. Face aos restantes países da área do euro, em 2020, Portugal tinha a 6.ª posição líquida do investimento internacional mais negativa, superado pelas posições da França, de Malta, da Roménia, da Grécia e de Chipre (Gráfico 49, painel direito).

Gráfico 49 - Posição líquida de investimento internacional

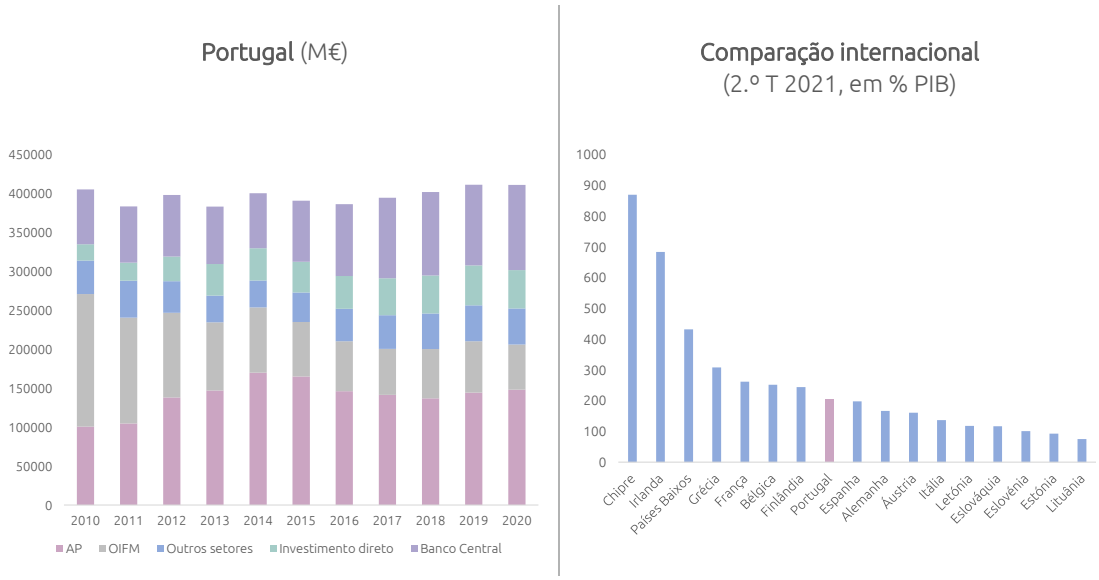


Fonte: Banco de Portugal e Comissão Europeia. Cálculos do CFP.

[96] As outras instituições financeiras monetárias são constituídas por Bancos, Caixas Económicas e Fundos do Mercado Monetário.

Na última década em Portugal, a dívida externa bruta (DEB)[97] ascendeu a cerca do dobro do PIB. Após o máximo observado em 2012 (235% do PIB), o rácio da DEB iniciou uma tendência decrescente até 2019 (192% do PIB em 2019). Este movimento foi interrompido em 2020, subindo para 203% do PIB no 2.º trimestre de 2021, o que se traduziu na 9.ª posição no conjunto da área do euro (Gráfico 50, painel direito[98]). Em termos sectoriais, no final de 2020 as AP desempenhavam o papel mais relevante (36% do total), seguidas do Banco Central (27% do total) e dos restantes sectores institucionais (37% do total no seu conjunto) (Gráfico 50, painel esquerdo).

Gráfico 50 – Dívida externa bruta



Fonte: Banco de Portugal e BCE. Cálculos do CFP. | Nota: de modo a facilitar a análise, o Luxemburgo, com uma DEB de 4986% do PIB, foi excluído do gráfico do painel direito.

[97] DEB: soma do total de instrumentos de dívida de residentes face a não residentes.

[98] A situação do Luxemburgo, de Chipre, Irlanda e também Países Baixos, países com DEB muito elevadas, merecem uma análise mais cuidada uma vez que à dívida apresentada correspondem também elevados montantes em ativos, constituindo-se como importantes centros financeiros internacionais.

6.2.3 Evolução do diferencial "r-g"

"Mesmo num contexto de taxas de juro reduzidas e acesso ao financiamento facilitado, a experiência mostra que existem limites à capacidade de endividamento dos países – e que o aumento do serviço da dívida deve ser gerido com prudência."[99]
(D. Hakura)

Após a Crise Financeira Global iniciada em 2008 e a subsequente Crise das Dívidas Soberanas, o diferencial entre a taxa de juro implícita (r) e o crescimento nominal do PIB (g), doravante denominado como "r-g", tornou-se negativo em diversas economias e tem permanecido desde então em valores inferiores a zero (Baldwin e Teulings, 2014). Estas circunstâncias criam um ambiente aparentemente favorável para que os Governos possam prosseguir uma política orçamental expansionista de estímulo ao crescimento económico, com base na premissa de que a renovação da dívida pública poderá não ter custos orçamentais e de que a política orçamental poderá ser mais eficaz num ambiente de taxas de juro baixas (Blanchard, 2019). Adicionalmente, se o crescimento económico exceder o custo do financiamento, um Governo que enfrente um compromisso entre o benefício a curto prazo de uma política orçamental expansionista e um aumento da dívida pública a médio/longo prazo, poderá renovar a sua dívida a custos inferiores e conseguir ainda assim uma diminuição do rácio da dívida em percentagem do PIB sem necessidade de implementar processos de consolidação orçamental ou de aumentos de impostos (Mauro e Zhou, 2020; Blanchard, 2019).

Seguindo esta linha de argumentação, a CE (2021) mostrou recentemente que nas últimas duas décadas o impacto dos diferenciais negativos entre o crescimento económico e a taxa de juro na política orçamental da UE ajudou a reduzir os rácios de dívida pública, reforçando a sustentabilidade através de um efeito dinâmico ou "efeito bola de neve" favorável num contexto económico igualmente favorável que melhorou o saldo orçamental de forma cíclica (dando lugar a componentes orçamentais cíclicas positivas). É também referido que a diminuição da taxa de juro subjacente à dívida pública reflete tanto fatores temporários como estruturais, sendo a principal explicação para a tendência de diminuição do "r-g" verificada nas economias avançadas desde a década de 80. De acordo com a literatura económica a diminuição da taxa de juro é atribuída a dois fatores estruturais: (i) envelhecimento da população e (ii) abrandamento do crescimento da produtividade.[100] Analisando os resultados do *2021 Ageing Report* (Capítulo 4), constata-se que as projeções para Portugal no que respeita à

[99] "Even if interest rates are low and the availability of financing is ample, experience has shown that there are limits to countries' debt-carrying capacity—and that rising debt-service burdens need to be carefully managed." *IMF Finance and Development Magazine (September 2020*).

[100] Como referido em Carvalho et al. (2016), a alteração demográfica provocada pelo envelhecimento da população pode afetar a taxa de juro real por três vias distintas: (i) o aumento da esperança média de vida coloca uma pressão descendente sobre a taxa de juro, uma vez que os agentes económicos aumentam o seu *stock* de poupança em antecipação a um período de reforma mais longo; (ii) como consequência de (i), existe um aumento do capital por trabalhador, devido à diminuição da percentagem de população em idade ativa no total da população, ou seja, um aumento do rácio de dependência; e por último um contributo em sentido inverso (iii) justificado por um efeito composição, uma vez que a população reformada tende a poupar menos do que a população em idade ativa. Os autores concluem que estes fatores levam a um efeito global de redução da taxa de juro real, um resultado importante para a condução da política monetária, especialmente num enquadramento de limite inferior nulo (ou zero) das taxas de juro nominais. Assim, sucintamente, existe menos população ativa com acesso a um excesso de rendimento para consumir (financiado pelo excesso de oferta de poupança). Estes fatores diminuem a capacidade produtiva da economia, diminuindo o seu PIB potencial e a taxa de juro.

evolução da população sugerem uma diminuição em cerca de 2 milhões de pessoas até 2070, devendo atingir 8,5 milhões de pessoas, enquanto as projeções relativas à produtividade apontam um crescimento médio da produtividade do trabalho por hora de 1,7%, ligeiramente acima do esperado para a média da UE (1,6%) e AE (1,4%).

Adicionalmente, a CE refere que os Estados-Membros tendem a reduzir os seus esforços orçamentais durante episódios de diferenciais negativos, particularmente quando a dívida já é elevada, pelo que uma redução dos diferenciais entre a taxa de juro e o crescimento económico não se traduz numa mudança de um para um no ritmo de redução da dívida. Contudo, o esforço de consolidação orçamental influência a dinâmica da dívida, não só através do saldo primário, como também pelo prémio de risco atribuído pelos investidores e com impacto no custo de financiamento.

Quer nos países com rácios de dívida reduzidos, quer naqueles que apresentam dívidas em percentagem do PIB elevadas, o prémio de risco está implícito nas taxas de juro de longo prazo dos países e faz parte do rendimento que os investidores exigem para deter ativos como obrigações soberanas (Haugh et al., 2009). Este prémio pode ser interpretado como a perceção de risco de incumprimento (*default*) ou o sentimento de aversão ao risco por parte dos investidores, sendo influenciado por inúmeros fatores relevantes, um dos quais o nível de dívida do país. Assim, cada financiamento e consequente aumento da dívida, é normalmente acompanhado por um aumento do seu custo marginal, em resultado do aumento do endividamento causado por este novo financiamento, estabelecendo-se a ligação entre o prémio de risco e o nível da dívida (Alcidi e Gros, 2019). Numa linha de pensamento similar, Bernoth et al. (2012) mostram que se os rendimentos (*yields*) das obrigações do Estado incluírem prémios de risco - medidos como os diferenciais de rendimento entre as obrigações emitidas por países da UE e pela Alemanha - o aumento do endividamento pode fazer subir as *yields* das obrigações, aumentando assim o custo do empréstimo e impondo disciplina aos governos. Centrando-se nas obrigações dos países pertencentes à UE, este autor conclui que os prémios de risco dos Estados-Membros são mais bem justificados por uma medida do serviço da dívida do que pelos rácios da dívida em relação ao PIB e que o efeito sobre os *spreads* é não linear.

Uma parte significativa desta literatura foi desenvolvida após a crise financeira global de 2008, num contexto diferente de um 'r-g' negativo que atualmente se verifica. A análise apresentada de seguida pretende comparar a evolução do diferencial em Portugal com a dos membros da área do euro, estudando os possíveis impactos destas variáveis na dinâmica da dívida pública portuguesa, que se encontrava num máximo histórico no final de 2020, em 135,2% do PIB, denunciando uma posição de vulnerabilidade a potenciais choques idiossincráticos.

Portugal no contexto da área do euro

Ao longo das últimas duas décadas o diferencial entre a taxa de juro implícita da dívida e a taxa de crescimento do PIB nominal exibiu oscilações significativas, tanto no agregado da área do euro como nos diversos Estados-Membros (Quadro 14). Desde 1996 até 2007, o período que antecedeu a crise financeira global, destacaram-se os diferenciais negativos de países como Irlanda, Espanha e Luxemburgo e, em menor escala, Portugal,

motivados principalmente por ritmos de crescimento económico elevados. Por seu turno, para o mesmo período a Alemanha apresentou um crescimento apenas moderado, que esteve na base de um diferencial positivo, de cerca de 3% em média. Seguiu-se um período de desaceleração económica, marcado pela crise financeira global, que resultou num decréscimo do PIB nominal no agregado dos Estados-Membros. A recuperação que se seguiu foi gradual, voltando o conjunto dos países a taxas de crescimento do PIB superiores a 3% apenas em 2015, reduzindo-se então o diferencial para valores negativos. Em Portugal, o r-g observou uma trajetória semelhante ao da área do euro, destacando-se um período de convergência no início dos anos 2000 e, ao contrário, uma evolução menos favorável durante os períodos de crise.

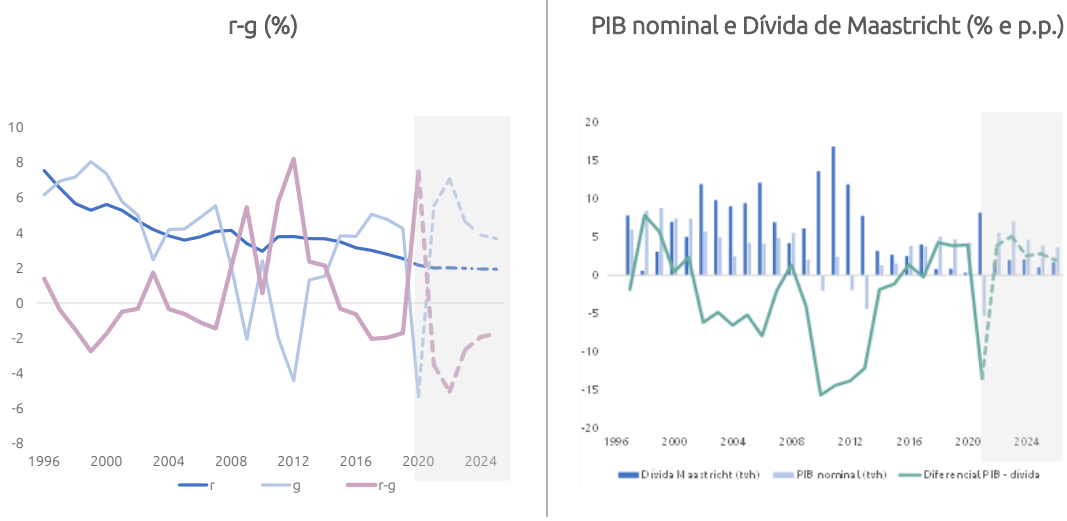
Quadro 14 – Variação do diferencial r-g em diferentes ciclos económicos (%)

	Todos os períodos	Período antecedente à Crise Financeira Global	Período da Crise Financeira Global	Período de assistência financeira	Período pós-crises	COVID-19
	1996-2020	1996-2007	2008-2010	2011-2014	2015-2019	2020
Portugal	0,8	-0,6	2,7	4,6	-1,3	7,5
Alemanha	1,4	3,0	2,6	-0,8	-1,7	4,3
Grécia	2,3	-0,9	5,4	8,7	1,1	11,0
Espanha	0,5	-1,7	3,5	4,5	-1,2	11,8
Irlanda	-4,5	-6,8	8,4	-0,4	-10,4	-1,2
Itália	1,9	0,6	4,0	3,5	0,9	10,0
Área do euro	1,2	1,1	3,1	1,5	-1,1	6,7

Fonte: CE e cálculos do CFP. | Nota: O diferencial 'r-g' é calculado através da diferença média entre a taxa de juro implícita da dívida e a taxa de crescimento do PIB nominal em cada período. Os valores apresentados para a Irlanda são fortemente influenciados pelo crescimento PIB nominal de 2015, que se fixou em 34,8%. O Quadro 19 em anexo inclui informação mais detalhada para Portugal.

Em 2020, a taxa de juro implícita da dívida portuguesa foi 3,5 p.p. inferior à taxa observada antes da adesão ao euro (5,7% em 1998 face a 2,1% em 2020). Apesar desta descida progressiva, o diferencial r-g sofreu várias oscilações – tendo estas sido motivadas essencialmente pela evolução do PIB nominal (Gráfico 51, painel esquerdo). Com efeito, até 2008 Portugal inseriu-se no grupo de Estados-Membros com taxas de crescimento do PIB nominal superiores à média do agregado (5,6% face a 4,2% na área do euro) que, juntamente com a descida gradual e generalizada das taxas de juro soberanas, na sequência do início da união monetária, beneficiou de um diferencial negativo. Posteriormente, entre 2008 e 2014, durante os episódios da crise financeira e crise das dívidas soberanas, o "r-g" em Portugal permaneceu em terreno positivo, devido ao menor crescimento nominal e, simultaneamente, ao agravamento da taxa de juro no mercado de dívida soberana, ambos os fatores penalizando o diferencial "r-g" neste período. Destacam-se ainda os aumentos subsequentes da dívida de Maastricht nestes anos, crescendo a um ritmo significativamente superior ao do PIB nominal, motivados, como referido acima, pela política expansionista pré-crise e posteriormente pela receção de fundos ao abrigo do PAEF (Gráfico 51, painel direito). Entre 2015 e 2019, a gradual descida dos custos de financiamento em virtude da política monetária adotada pelo BCE, bem como a recuperação económica, permitiram ao país registar diferenciais negativos em todos os anos. O mesmo sucedeu na área do euro a partir de 2015 até 2019, com a exceção de Itália e Grécia que apresentaram um diferencial positivo (Quadro 14). Em 2020, a queda abrupta e generalizada da taxa de crescimento do PIB, devido à crise económica e social causada pela pandemia COVID-19, justifica o aumento de grande magnitude do "r-g".

Gráfico 51 – Evolução de diferenciais em Portugal



Fonte: 1996-2020: CE; 2021-2025: Perspetivas Económicas e Orçamentais – atualização de setembro de 2021 (CFP).

O principal contributo para o aumento (diminuição) da dívida nos períodos de r-g positivo (negativo) foi o efeito bola de neve. Portugal experienciou diversos episódios de r-g negativo[101] no início dos anos 2000, mais concretamente, no período da adesão à união monetária e nos anos que se seguiram, observaram-se 40 episódios de r-g negativo, face a 8 na área do euro (Gráfico 52, painel esquerdo). Nestes episódios, a variação da dívida foi em grande parte influenciada pelo efeito bola de neve (-1,5 p.p., em média), através da evolução favorável da taxa de juro implícita (1996-2007), ou, posteriormente, do crescimento da economia (2015-2019). No entanto, e apesar de beneficiar do comportamento favorável destas variáveis, Portugal apenas registou diminuições do rácio da dívida nos anos que antecederam a adesão ao euro (1997-2000). Com efeito o rácio da dívida após esse período apresentou aumentos consecutivos até 2014,[102] nas últimas duas décadas em apenas 6 anos (30% do total) o ritmo de crescimento económico foi superior ao crescimento da dívida de Maastricht (Gráfico 12, painel esquerdo). Este resultado reflete, em parte, a acumulação sistemática de situações orçamentais deficitárias nestes últimos 20 anos, o que fica patente no contributo nulo, em média, do saldo primário, mesmo nos períodos de r-g negativo. Portugal enquadra-se no grupo de Estados-membros com rácios de dívida elevados, em que a política orçamental menos contribuiu para a diminuição do rácio da divida nos períodos de r-g negativo. Isto é, apesar do rácio da dívida mais elevado permitir uma redução automática da dívida mais acelerada, resultante do efeito bola de neve, este efeito favorável é contrariado por uma política orçamental menos restritiva e por ajustamentos défice-dívida desfavoráveis de grande dimensão (ver Caixa 3). Entre 2008-2014, Portugal, à semelhança da generalidade dos Estados-Membros, não registou episódios de diferencial negativo (Gráfico 52, painel esquerdo). Nos períodos de r-g positivo destaca-se o contributo desfavorável do efeito bola de neve (+6 p.p.)

[101] Considera-se como episódio de r-g negativo um trimestre em que o diferencial entre a taxa de juro implícita da dívida e o crescimento do PIB nominal é inferior a zero, existindo assim um máximo de 4 episódios por ano.

[102] Excetuando-se o ano de 2007, em que se registou um decréscimo de 1 p.p..

para a variação da dívida (tanto maior quanto mais elevado for o rácio inicial de dívida e a diferença entre r e g), seguido do saldo primário (+5,1 p.p.) e do ajustamento défice dívida (+1,4 p.p.). De notar que o efeito bola de neve, a componente com maior relevância na variação da dívida, registou uma diminuição de 7,6 p.p. entre os períodos de r-g positivo e r-g negativo (Gráfico 52, painel direito). Finalmente, em 2015-2019 a recuperação económica aliada às reduzidas taxas de juro permitiu o regresso a diferenciais r-g negativos na generalidade dos países da área euro, com as exceções da Grécia e Itália.

Caixa 3 – Ajustamentos défice-dívida

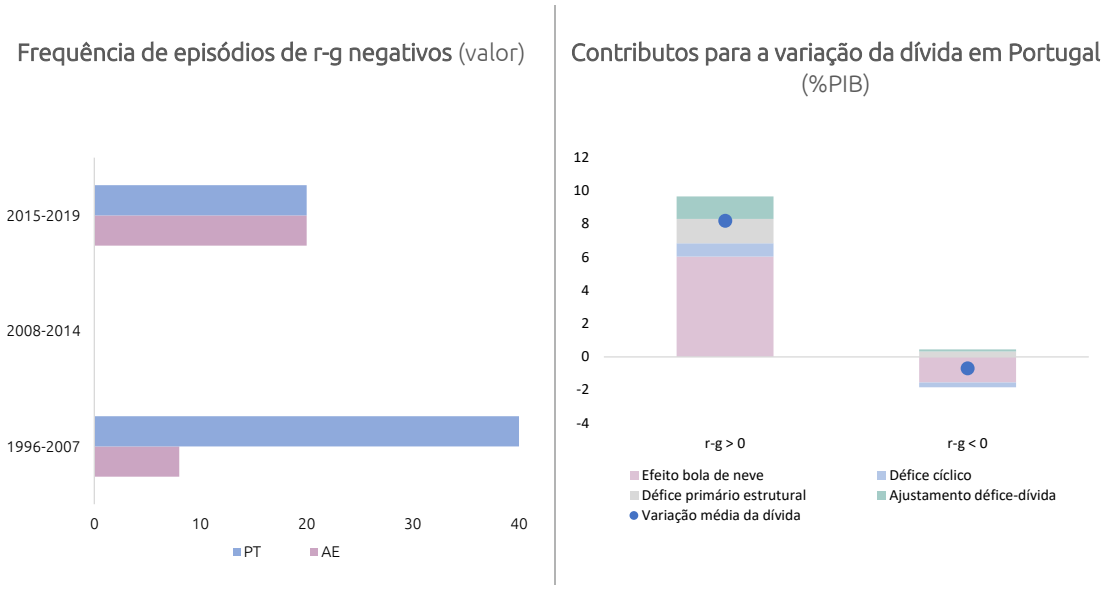
Na última década registaram-se ajustamentos défice-dívida bastante significativos, tanto com impacto favorável no rácio da dívida, como desfavorável. Destacam-se os seguintes exemplos paradigmáticos:

1) Entre 2010-2012: os ajustamentos défice-dívida desfavoráveis de grande dimensão ficaram a dever-se i) à aquisição de ativos financeiros pelas sociedades que assumiram as imparidades do BPN; ii) ao aumento de capital da CGD; iii) à variação na detenção de títulos exceto ações decorrente do processo de recapitalização da banca (BCP, BPI e CGD); iv) às regularizações das dívidas a fornecedores do SNS e, em 2011, v) à acumulação de depósitos por via de parcelas não utilizadas dos fundos recebidos no âmbito do PAEF;

2) Entre 2013-2017: período de ajustamentos défice-dívida que favoreceram a diminuição do rácio, com exceção de 2016, devido ao aumento de numerário e depósitos (que incluía o montante destinado à recapitalização da CGD, que acabou por ser adiada para 2017). Nos restantes anos, destacam-se, com impacto favorável, a utilização de depósitos para amortização antecipada de empréstimos do FMI e as amortizações de CoCo's efetuadas por diversas entidades bancárias (BCP, BPI e BANIF);

3) Entre 2018-2020: os ajustamentos desfavoráveis refletiram i) a redução do stock de passivos não incluídos na dívida em 2018, através da contribuição de derivados financeiros e outros débitos e créditos, em particular, a diminuição de créditos comerciais e ii) o incremento da rubrica de numerário e depósitos, particularmente em 2019-20.

Gráfico 52 – Variação da dívida em Portugal

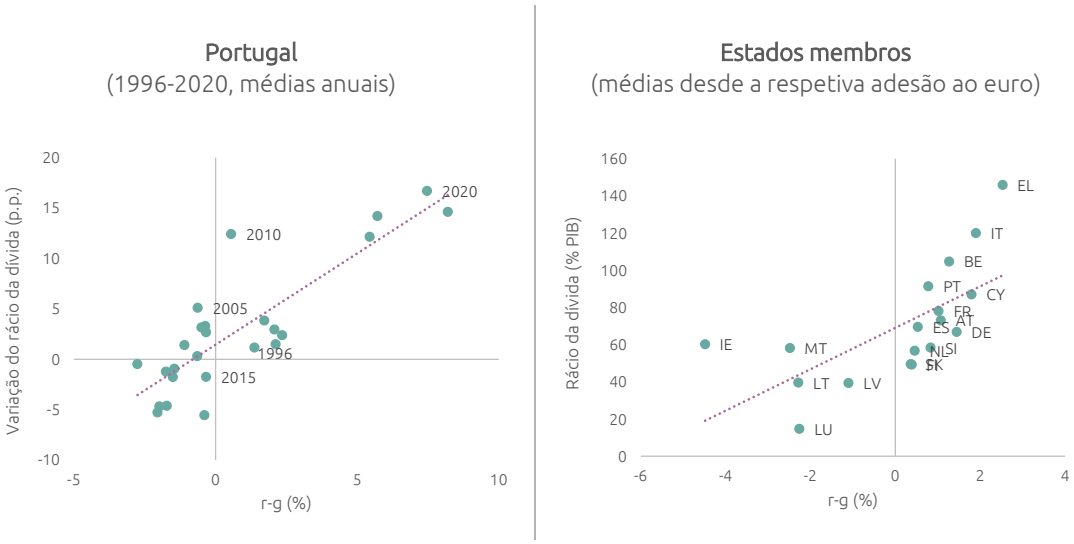


Fonte: CE, MF e CFP. A soma dos contributos pode não corresponder ao total da variação da dívida devido a efeitos de arredondamento.

Em Portugal, só foi possível reduzir o rácio da dívida em anos em que o crescimento do PIB superou a taxa de juro implícita. Nas últimas duas décadas, existiram apenas dois períodos em que foi possível diminuir o rácio da dívida por três ou mais anos consecutivos, nomeadamente na adesão ao euro e nos anos mais recentes, ambos caracterizados por diferenciais r-g negativos (Gráfico 53, painel esquerdo). Em contraste, em anos de aumentos do rácio da dívida superiores a 10 p.p. (2009; 2010-2011 e 2020), este diferencial registou valores elevados, em grande parte devido ao menor crescimento económico, mas também devido à interrupção da trajetória descendente da taxa de juro implícita.

Países com um menor rácio da dívida sobre o PIB apresentam, geralmente, menores diferenciais taxa de juro-crescimento. Os Estados-Membros com níveis médios de dívida mais reduzidos são aqueles com menores diferenciais r-g, com destaque para a Irlanda, Malta, Estónia, Letónia e Luxemburgo, em que o rácio de dívida foi, em média, igual ou inferior a 60% e a diferença entre a taxa de juro implícita e o crescimento se situou, em média, em território negativo, desde a adesão ao euro (Gráfico 53, painel direito). Por outro lado, países com elevados rácios de dívida pública apresentam diferenciais r-g substancialmente positivos, como é o caso de Portugal, Bélgica, Itália, Grécia e Chipre.

Gráfico 53 – Dívida e diferencial 'r-g'



Fonte: CE e cálculos do CFP. Nota: r – taxa de juro implícita da dívida pública; g – crescimento do PIB nominal e r-g é definido como o diferencial entre as duas variáveis anteriores.

A taxa de juro implícita não é independente da política orçamental de cada país. O nível de dívida influencia a perceção de risco por parte dos investidores, com níveis de dívida elevados a refletirem-se por vezes num maior prémio de risco país, o que implica a subida da taxa de juro implícita da dívida, levando ao aumento do diferencial r-g. Deste modo, países cujos governos optem por prosseguir uma política orçamental expansionista poderão enfrentar riscos significativos, devido ao potencial ciclo de *feedback* entre a elevada dívida pública e o prémio de risco, especialmente no caso de países com saldos de dívida já relativamente elevados (Alcidi e Gros, 2019). Nestes exemplos, um possível choque negativo no crescimento económico teria repercussões significativas não só no rácio da dívida, como no diferencial r-g, sendo esta a variável de maior influência nestes indicadores. Além disso, diversos estudos empíricos (como Laubach, 2009; Ardagna et al., 2007; e Engen e Hubbard, 2004) demonstram que acima de um certo limiar do rácio da dívida em percentagem do PIB, a taxa de juro subjacente aumenta com o nível da dívida. A probabilidade de um aumento das taxas de juro para países altamente endividados compromete a manutenção de um "r-g" negativo (Lian et al., 2020), e caso esta diferença se torne positiva pode implicar elevados custos orçamentais e conduzir o rácio da dívida pública para uma trajetória insustentável (Mauro e Zhou, 2020). No caso português, em diversos episódios de r-g negativo, não se registaram diminuições no rácio da dívida pública. No período pós-crise (2015-2019), foi possível reduzir o rácio da dívida não só pela dinâmica favorável criada pelo diferencial negativo, como também pelo maior rigor orçamental, tendo sido obtidos os saldos primários mais elevados desde 1995. No entanto, apesar da redução verificada no rácio da dívida pública, Portugal tinha, ainda, no final de 2019, níveis de dívida pública historicamente elevados. Em 2020, ano em que se iniciou a pandemia de COVID-19, verificou-se uma recessão económica, o que implicou uma inversão do ciclo de diferenciais r-g negativos, justificado inteiramente pela quebra do PIB, uma vez que as taxas de juro se mantiveram a níveis historicamente baixos. Numa conjuntura em que se registou um aumento da dívida bastante expressivo na sequência da situação pandémica, seria prudente a implementação de uma política de consolidação orçamental nos próximos anos, por forma a tirar partido do efeito bola de neve mais favorável, permitindo regressar ao ritmo de redução do rácio da dívida, como verificado

entre 2015 e 2019. A atual política monetária de manutenção de taxas de juro em níveis historicamente baixos consiste numa oportunidade única para, com um esforço orçamental sustentado, obter uma redução significativa da dívida em percentagem do PIB.

Como descrito anteriormente na secção 6.2.1, a taxa de juro de um soberano é baseada na evolução do risco país a cada momento, apresentando, no caso português, uma maior volatilidade face à taxa de juro alemã (*risk free*). Assim, os governos podem influenciar positiva ou negativamente os seus custos de financiamento (r) através da perceção que os mercados têm da política orçamental adotada, especialmente pela implementação de reformas estruturais que fomentem o crescimento económico (g), o que se torna mais relevante num contexto de envelhecimento demográfico, que como referido anteriormente, poderá influenciar de forma exógena o diferencial "r-g", diminuindo a capacidade produtiva da economia e a taxa de juro. Em suma, os mercados financeiros reconhecem a condução de uma política orçamental que implique um esforço de consolidação e que fomente o crescimento económico, permitindo uma redução sustentada e prolongada da dívida pública. Em sentido contrário, penalizam países que apresentem um espaço orçamental reduzido.

6.3 Cenários de análise à sustentabilidade da dívida pública portuguesa

"Não existem limites específicos para a dívida pública, saldos orçamentais, taxas de juro ou qualquer outro indicador a partir do qual a posição orçamental de um país possa ser considerada como insustentável, uma vez que a sustentabilidade depende do que acontecerá num futuro desconhecido."[103] *(OCDE, 2021)*

O exercício de análise de sustentabilidade da dívida aqui apresentado visa a possibilidade de quantificação dos desafios e vulnerabilidades orçamentais dos próximos 15 anos, partindo de um cenário que serve de base a 4 cenários de choque diferentes. A ferramenta utilizada para a construção de cenários de evolução da dívida pública consiste num modelo determinístico, baseado na equação da dinâmica da dívida. De acordo com a expressão algébrica de acumulação de dívida, a variação do rácio da dívida sobre o PIB é determinada pelo saldo primário, pelo efeito bola de neve (efeito juros e efeito crescimento) e ainda por ajustamentos pontuais défice-dívida (para um maior detalhe consultar a Caixa 1 do anterior relatório sobre Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas).

O objetivo destes cenários não será o de projetar a trajetória do rácio da dívida com precisão, mas sim a obtenção de cenários de ordem de magnitude plausível de forma a possibilitar a discussão sobre potenciais benefícios de decisões políticas futuras.

[103] No original: "In particular, there are no specific thresholds for government debt, fiscal balances, interest rates or any other indicator beyond which a country's fiscal position can reliably be characterized as unsustainable, as sustainability depends on what happens in the unknowable future." - "The long game: 2060 underline need for structural reform". OECD Economic Policy Paper 29, October 2021.

6.3.1 Cenário base

Nesta secção apresentam-se possíveis cenários para a evolução da dívida em rácio do PIB nos próximos 15 anos. Nos cinco primeiros anos (2021-25) o cenário base assenta nas projeções divulgadas pelo CFP em setembro de 2021 no relatório sobre Perspetivas Económicas e Orçamentais 2021-2025 (atualização). Entre 2026 e 2035, as variáveis utilizadas no modelo determinístico de análise de sustentabilidade da dívida (*DSA*) foram projetadas pelo CFP no âmbito do presente exercício (Gráfico 54). Nomeadamente, o crescimento do PIB e a taxa de juro implícita da dívida decorrem das projeções apresentadas na secção 3.1, enquanto o saldo primário foi calculado a partir de uma função de reação orçamental (mais concretamente a especificação E4, apresentada na Caixa 4, pela sua maior aderência estatística).

Caixa 4 – Uma função de reação orçamental para a economia portuguesa

As funções de reação orçamental (FRO), ou *Fiscal Reaction Functions* na terminologia anglo-saxónica, são um importante conceito da literatura empírica relacionada com a sustentabilidade do endividamento público. Num estudo pioneiro com recurso a estas funções, Bohn (1998) mostrou que uma condição suficiente para a sustentabilidade existe se o governo ajustar sistematicamente o saldo primário a aumentos na dívida pública. Bohn (2008) demonstra a possibilidade de ocorrerem desvios a esta relação sem que tal ponha em causa a sustentabilidade do endividamento - dependendo da forma como os mercados acreditam que os decisores políticos aplicarão as devidas medidas para assegurar as restrições orçamentais futuras. Na sua forma mais simples, as FRO podem assumir a seguinte forma:

$$sp_t = \beta_0 + \beta_1 . d_{t-1} + \mu_t, \quad (1)$$

em que sp_t representa o saldo primário no período corrente, expresso em percentagem do PIB, d_{t-1} representa o *stock* de dívida em percentagem do PIB no período anterior e μ_t contém os efeitos de outros determinantes do saldo primário e o resíduo. O coeficiente β_1 traduz a resposta do saldo primário ao rácio da dívida – quando superior a 0 e estatisticamente significativo traduz o resultado de Bohn (1998, 2008).

Na literatura mais recente as FRO têm vindo a assumir especificações mais complexas, considerando o impacto de outras determinantes no saldo primário. Por exemplo, Ghosh *et al.* (2013) e Di Iorio e Fachin (2021) estudam uma relação não-linear entre o saldo primário e a dívida. Esta não-linearidade reflete a dificuldade que poderá ocorrer em manter uma melhoria contínua do saldo primário à medida que o endividamento aumenta – conceito de fadiga orçamental (*fiscal fatigue*). Para uma revisão da literatura sobre FRO ver, *inter alia*, Berti *et al.* (2016) e Checherita-Westphal e Žďárek (2017).

Esta caixa apresenta a estimação de uma FRO para a economia portuguesa usando séries temporais trimestrais de 1995T1 a 2019T4. O modelo empírico é uma extensão da equação (1) e é representado por:

$$sp_t = \beta_0 + \beta_1 . d_{t-4} + \beta_2 . sp_{t-4} + \sum_{i=3}^{k} \beta_i . X_{i,t} + \sum_{j=1}^{n} \gamma_j . D_{j,t} + \epsilon_t, \quad (2)$$

em que d_{t-4} e sp_{t-4} são o rácio da dívida e o saldo primário em percentagem do PIB no período homólogo, respetivamente; $X_{i,t}$ é um conjunto de variáveis determinantes do comportamento do saldo primário; $D_{j,t}$ são variáveis binárias destinadas a tratar quebras de estrutura; e ϵ_t é o termo de erro.

Das variáveis em uso, o rácio da dívida pública e o respetivo coeficiente associado (β_1) são a principal relação de interesse. O saldo primário desfasado pretende captar a persistência na política orçamental. Como variáveis adicionais foram incluídas o hiato do produto – que capta as condições cíclicas da economia –, e as medidas *one-off* em percentagem do PIB, uma vez que

afetam a relação entre o saldo primário e a dívida. Foram incluídas duas variáveis binárias, D_1 e D_2, para acomodar as quebras de estrutura detetadas através do teste de *Bai-Perron*, em 2003T3 e 2008T3, respetivamente.

O Quadro 15 apresenta sumariamente os resultados da estimação por OLS de 4 variantes da equação (2) para a economia portuguesa. Em geral, as respostas do saldo primário ao rácio da dívida e aos restantes determinantes usados são estatisticamente significativos e apresentam o sinal esperado. A E4 consegue um poder explicativo de cerca de 75% do saldo primário. Nesta especificação, a resposta ao rácio da dívida é aproximadamente 0,12 (*i.e.*, de acordo com E4, *ceteris paribus*, um aumento de 10 p.p. no rácio da dívida leva ao incremento de 1,2 p.p. do saldo primário em percentagem do PIB), a política orçamental tem uma persistência de 0,27 e a resposta ao ciclo económico é de 0,40. A inclusão das variáveis binárias para o período 1995T1-2003T3 e 2003T4-2008T3, sugerem que a relação do saldo primário com as variáveis explicativas mudou a partir da crise financeira de 2008/2009. As especificações E3 e E4 sugerem que a partir desse período a resposta estimada do saldo orçamental ao rácio da dívida é superior e a persistência da política orçamental é menor.

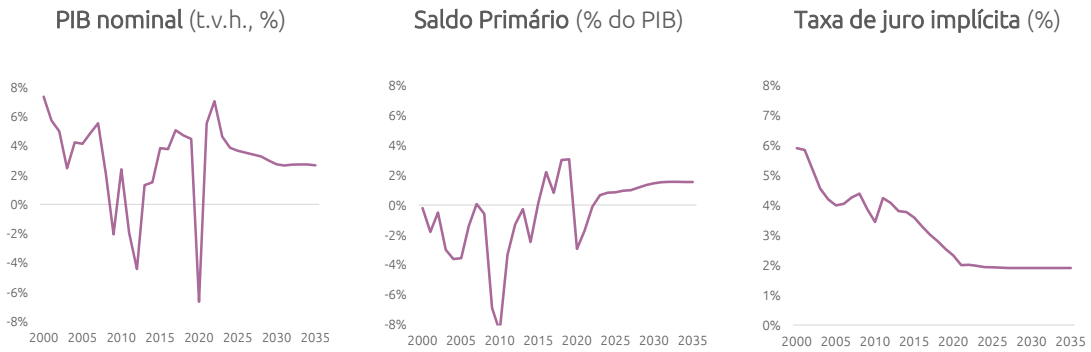
Quadro 15– Resultados da estimação de uma função de reação orçamental para Portugal
(variável dependente: saldo primário %PIB, 1995T1-2019T4)

	Especificações			
Variável	E1	E2	E3	E4
d_{t-4}	0,034*** (0,011)	0,054*** (0,008)	0,115*** (0,016)	0,123*** (0,015)
sp_{t-4}	0,493*** (0,133)	0,452*** (0,082)	0,362*** (0,075)	0,274*** (0,061)
$hiato_t$		0,352*** (0,129)	0,377*** (0,084)	0,397*** (0,072)
$one\text{-}offs_t$		1,142*** (0,098)	1,089*** (0,072)	1,151*** (0,108)
$D_{1,t}$			4,744*** (1,151)	5,568*** (1,101)
$D_{2,t}$			4,115*** (0,959)	4,365*** (0,889)
$D_{1,t} \cdot sp_{t-4}$				0,526*** (0,155)
constante	-3,843*** (1,167)	-5,303*** (1,020)	-13,092*** (2,058)	-14,043*** (1,866)
Obs	84	84	84	84
R^2 ajustado	0,324	0,653	0,725	0,755
DW	2,036	1,823	2,487	2,557

Fontes: Cálculos CFP, INE e Banco de Portugal. | Nota: erro padrão apresentado entre parêntesis, consistente com a presença de heteroscedasticidade e autocorrelação (estimador de *Newey West*); ***, **, * indica que o coeficiente estimado é estatisticamente significativo a 1%, 5% e 10%, respetivamente; DW refere-se à estatística de *Durbin-Watson*.

O enquadramento empírico da FRO permite quantificar a magnitude da resposta do saldo primário à dívida, o que se torna particularmente útil para gerar projeções deste agregado, um elemento-chave para os exercícios de DSA. A análise seguinte reteve a especificação E4, pela sua maior aderência estatística.

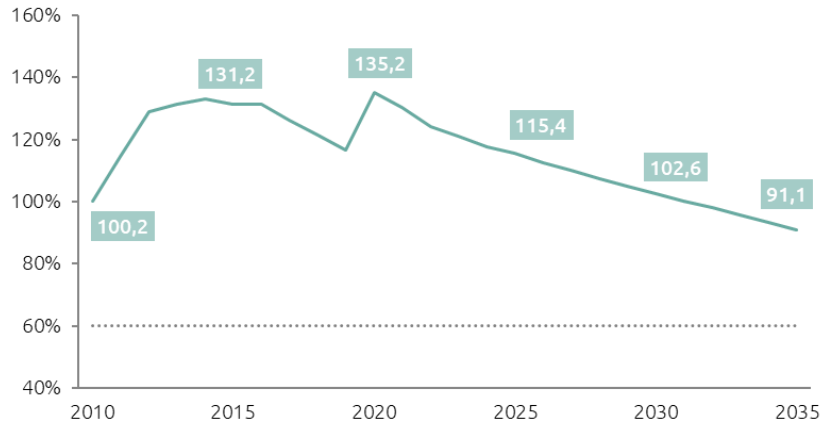
Gráfico 54 – *Inputs* para a análise de sustentabilidade



Fonte: INE e cálculos do CFP.

Desta forma, com base na evolução das variáveis projetadas pelo CFP, espera-se que, em 2021 o rácio da dívida pública sobre o PIB retome a trajetória descendente interrompida em 2020, alcançando um valor inferior a 100% do PIB em 2032 e situando-se em 91,1% em 2035 (Gráfico 55). Em 2021-22, os dois primeiros anos de projeção, antecipa-se um ritmo de decréscimo mais acelerado, impulsionado pela recuperação económica, com o efeito crescimento (-7,8 p.p. em média) e o ajustamento défice-dívida (-1,2 p.p. em média) a compensar o impacto desfavorável do efeito saldo primário (+0,9 p.p. em média) e do efeito juros (+2,6 p.p. em média). Em 2023-25 deverá observar-se uma descida mais gradual do rácio da dívida, fundamentalmente devido a um crescimento do PIB menos expressivo, ainda que o saldo primário volte a apresentar valores positivos, contribuindo favoravelmente para a diminuição do rácio. A partir de 2026 e até ao final do horizonte projetado, o efeito crescimento (-3 p.p. em média) e o efeito saldo primário (-1,4 p.p. em média) mais do que compensam o impacto desfavorável do efeito juros (1,8 p.p. em média), ainda que a taxa de juro implícita da dívida permaneça em níveis historicamente reduzidos. Para estes anos, espera-se, em média, um contributo nulo do ajustamento défice dívida. A Comissão Europeia publicou em fevereiro deste ano o relatório *Debt Sustainability Monitor*, onde apresenta os resultados de uma análise de sustentabilidade da dívida (DSA) até 2031. As projeções relativas ao rácio da dívida pública, assim como a evolução dos seus principais determinantes, não diferem substancialmente dos resultados apresentados pelo CFP (ver Quadro 20 em anexo).

Gráfico 55– Cenário base para a dívida de Maastricht (% do PIB)



Fonte: Cálculos do CFP.

Caixa 5 – Margem orçamental

"*Having fiscal space is like having money in the bank.*" (FMI, 2018)

A definição de espaço orçamental baseia-se na determinação da "margem existente no orçamento do Estado para proporcionar recursos com um dado propósito sem com isso comprometer a sustentabilidade da posição financeira do Estado ou a estabilidade da economia".[104] Se um governo pretende introduzir mudanças fiscais, nomeadamente reduzir impostos, ou aumentar temporariamente a despesa, necessita de avaliar qual o impacto que esta alteração de política terá sobre o saldo orçamental e qual a sua capacidade para a financiar sem alterar a perceção de risco dos mercados financeiros e comprometer a sustentabilidade das finanças públicas. Quanto menores forem as flutuações dos mercados financeiros a alterações da política orçamental, maior espaço orçamental terá um país.
A determinação do espaço orçamental é complexa, sendo baseada numa abordagem multifacetada através de múltiplos indicadores, tal como referido pelo FMI que considera "desde condições económicas e estruturais iniciais, o acesso ao mercado de financiamento, o nível e a trajetória da dívida pública, as necessidades de financiamento presentes e futuras, e uma análise dinâmica da liquidez e solvência da posição orçamental sob políticas alternativas", FMI (2016). O espaço orçamental é também influenciado pela estrutura da despesa de um país. Como descrito anteriormente, Portugal tem um elevado peso da despesa rígida na despesa primária, o que limita a margem de atuação de um governo.
O CFP elaborou um exercício teórico para procurar determinar qual seria a evolução da despesa total (e primária) em percentagem do PIB, compatível com a trajetória da evolução da dívida calculada no cenário base deste capítulo. Para esse efeito partiu-se do pressuposto que a receita total apresenta uma elasticidade unitária face ao PIB, mantendo-se assim constante o rácio da receita total no PIB a partir de 2025, último ano de projeção do exercício de médio prazo realizado pelo CFP (41,7% do PIB), o que também pressupõe a manutenção da carga

[104] O termo exclui os fundos cuja afetação foi decidida em orçamentos anteriores com reflexo nos seguintes e inclui os recursos adicionais gerados pelo crescimento económico, o financiamento disponível para além das receitas correntes e os acréscimos de receita provenientes de aumento de impostos.

fiscal. O saldo primário é o utilizado no cenário central, decorrendo da referida função de reação.
Os resultados obtidos (Quadro 16) são fortemente influenciados pelos pressupostos assumidos e não devem ser percecionados como uma projeção, mas como uma trajetória possível para estas variáveis, compatível com o cenário base apresentado. A trajetória não inclui impactos de alterações de política até 2025 – período coincidente com o exercício de projeção de médio prazo elaborado pelo CFP – a partir de 2026 o comportamento do saldo primário depende da evolução do rácio da dívida, segundo a função de reação orçamental apresentada na Caixa 4, e que espelha as opções de política adotadas nos últimos anos.

Quadro 16 – Evolução da despesa e saldo orçamental compatível com a trajetória do cenário base
(% do PIB)

	2019	2020	2021-2025	2026-2030	2031-2035
Despesa total	42,5	49,3	44,7	42,6	42,0
Despesa primária	39,5	46,4	42,4	40,5	40,2
Juros	3,0	2,9	2,3	2,0	1,8
Saldo orçamental	0,1	-5,8	-2,2	-0,8	-0,3
Saldo primário	3,1	-2,9	0,1	1,2	1,5

Fontes: INE e Cálculos CFP. Nota: Entre 2021 e 2035 as variáveis são apresentadas em valores médios. O rácio da despesa no PIB pode ser superior ao considerado e ainda assim compatível com o cenário central caso se trate de despesa de capital financiada por fundos comunitários (e por isso com um impacto muito limitado, ou mesmo inexistente, no saldo orçamental e na dívida pública).

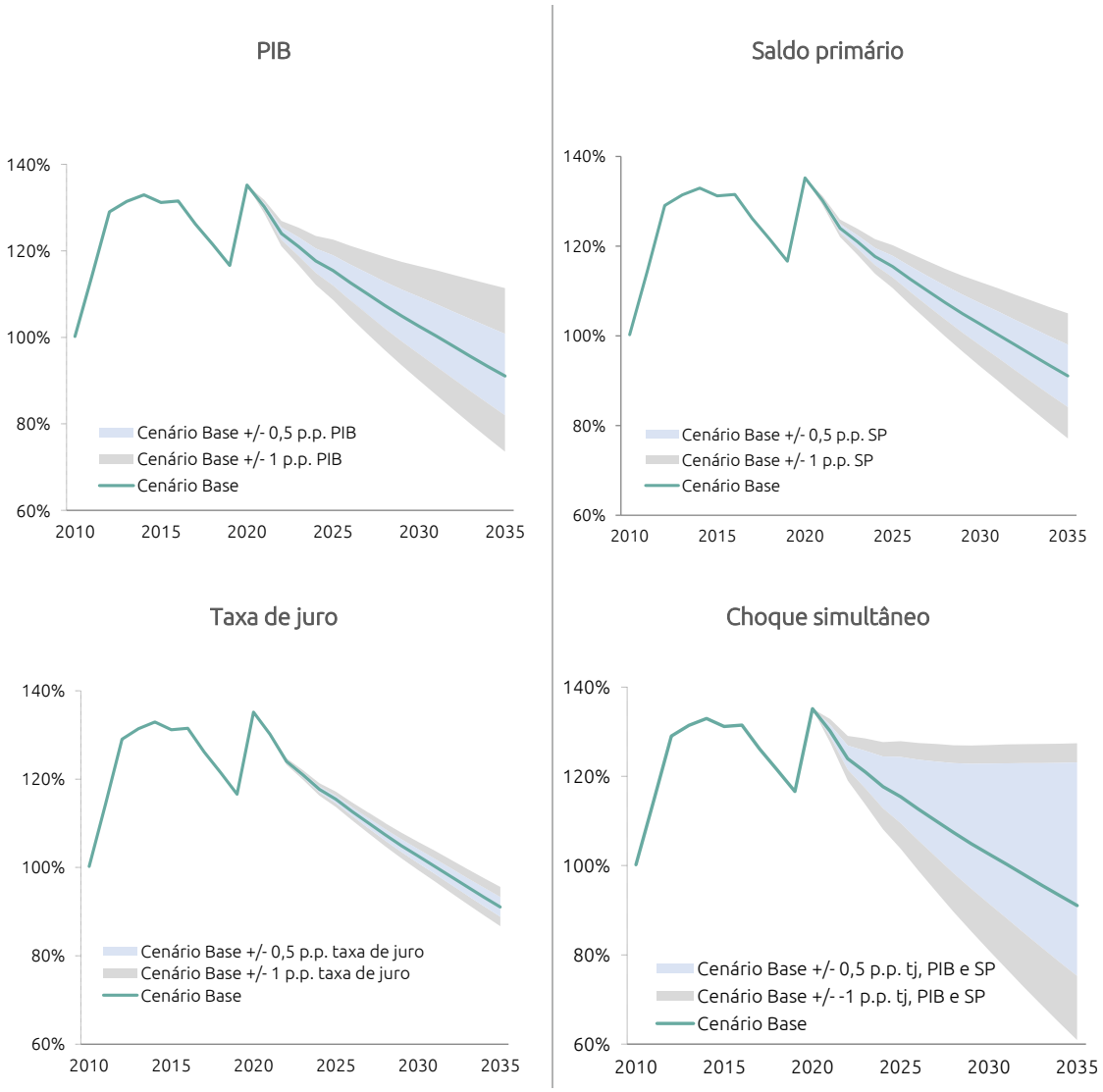
De acordo com os resultados deste exercício o valor central do rácio da despesa total ter-se-ia de situar ligeiramente abaixo do verificado em 2019 por forma a ser compatível com a reação do saldo primário à dívida que foi assumida no cenário central. Já o rácio da despesa primária poderia ser um pouco mais elevado do que o verificado em 2019 por beneficiar da redução do peso no PIB da despesa com juros. Quanto ao saldo orçamental, o valor no último ano seria muito próximo do obtido em 2019, sendo a sua evolução determinada pelo valor estimado para o saldo primário e pela evolução da despesa com juros.

Comparativamente a 2020 este exercício aponta para a necessidade de uma redução sustentada do peso da despesa no PIB por forma a materializar a trajetória descendente do rácio da dívida do cenário central, em linha com a reação passada da política orçamental à acumulação de dívida gerada na pandemia e assim assegurar a sustentabilidade de médio e longo prazo das finanças públicas.

6.3.2 Análise de sensibilidade

Nos cenários alternativos é aplicado um choque a cada *input* da projeção determinística - crescimento do PIB nominal, saldo primário e taxa de juro implícita da dívida - e ainda um choque simultâneo, que engloba os três anteriores. No Gráfico 56, os intervalos a sombreado representam variações na trajetória de evolução do rácio da dívida pública de acordo com choques simétricos de 0,5 p.p. e de 1 p.p. nas variáveis assinaladas.

Gráfico 56– Cenários de choque (dívida pública em % do PIB)



Fontes: Banco de Portugal e INE. Cálculos do CFP. | Nota: tj = taxa de juro; SP = saldo primário.

No cenário de choque no PIB assumiu-se uma taxa de inflação idêntica à do cenário base, sendo por isso o diferencial de crescimento do PIB nominal face ao cenário central explicado pela variação do crescimento do PIB real. Considerou-se ainda que as variações na taxa de crescimento económico têm impacto na evolução das variáveis orçamentais, tanto do lado da receita, nos impostos indiretos, impostos diretos e

contribuições sociais, como do lado da despesa, ao nível das prestações sociais. Assim, assumiu-se uma elasticidade de 0,3 do saldo primário a variações do PIB, calculada pelo CFP com base na média das elasticidades entre o saldo primário e o PIB nos últimos 10 anos (2011-2020). De acordo com estes pressupostos, alterações positivas e negativas da mesma magnitude no crescimento do PIB (variações reais de +1 p.p. e -1 p.p.) implicam que a dívida se situe entre 73,6% e 111,4% do PIB, respetivamente, no final dos 15 anos de projeção.

O choque no saldo primário, para além do impacto sobre a dinâmica da dívida, produz um efeito significativo sobre a perceção da sustentabilidade das finanças públicas, afetando positiva ou negativamente o risco soberano e, logo, o custo de financiamento. No entanto, o modelo determinístico não reproduz esses impactos das variações do saldo primário sobre os custos de financiamento, pelo que, caso se materialize um choque sobre o saldo primário, este efeito não é replicado no exercício. Um choque positivo de 1 p.p. no saldo primário ao longo de todo o horizonte projetado conduziria a uma dívida de 77,1% do PIB em 2035, enquanto um saldo primário inferior em 1 p.p. resultaria no rácio da dívida de 105% do PIB no mesmo ano.

Para o choque na taxa de juro implícita, e uma vez que apenas uma parte do *stock* de dívida está sujeita às oscilações da taxa de juro, assumiu-se que, em média, 30% do *stock* é refinanciado em cada ano. [105] Um choque positivo (+1 p.p.) ou um choque negativo (-1 p.p.) na taxa de juro implícita da dívida, resulta, de acordo com os pressupostos adotados, num rácio de dívida pública de 95,6% e 86,7% do PIB em 2035, respetivamente, observando-se uma menor variação face ao cenário base quando comparado com os restantes choques.

O choque simultâneo resulta da combinação dos três choques anteriores. As bandas que apresentam uma evolução menos favorável face ao cenário base constituem o cenário em que os três choques foram imputados no sentido mais adverso para a economia, ou seja, em que se considerou uma diminuição do crescimento do PIB e saldo primário, acompanhada de um aumento da taxa de juro da dívida a refinanciar. Da mesma forma, as bandas em que a trajetória é mais favorável face ao cenário base refletem cenários de aumento do crescimento do PIB e saldo primário e diminuição da taxa de juro. No cenário mais adverso, e o menos provável, observar-se-ia uma quase estabilização do rácio da dívida, em torno de 127,4% no último ano projetado, enquanto no cenário mais favorável seria em torno de 60,9% do PIB em 2035.

[105] Como a dívida é emitida a taxa fixa e com uma maturidade relativamente alargada apenas as novas emissões estão sujeitas às condições prevalecentes no mercado, no momento da emissão. O valor assumido de refinanciamento anual de 30% corresponde à média (2000-2020) de dívida de curto prazo e Obrigações do Tesouro emitidas anualmente, ponderada pelo respetivo peso no montante vivo (*outstanding)* de dívida.

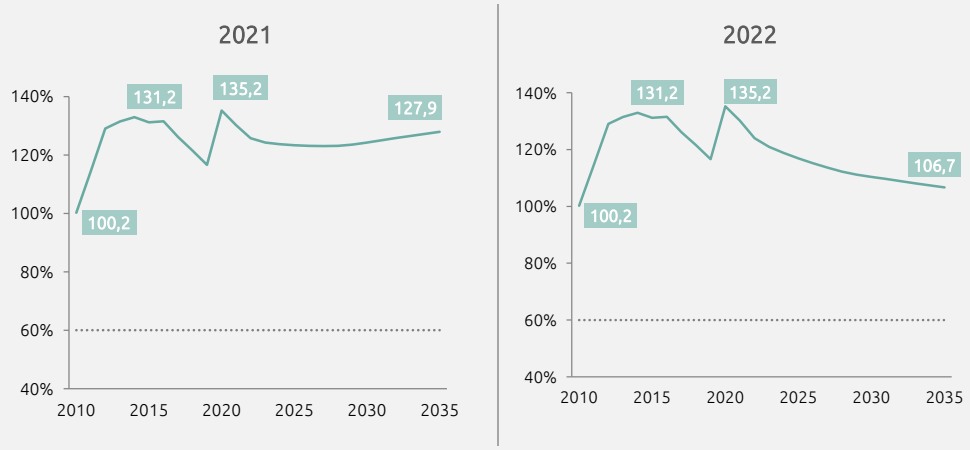
Caixa 6 – Manutenção da situação orçamental

Por oposição ao cenário base apresentado neste relatório – em que o comportamento do saldo primário depende da evolução do rácio da dívida, segundo a função de reação orçamental apresentada na Caixa 4 – o exercício seguinte assenta numa hipótese de não reação do saldo primário. De acordo com os pressupostos adotados, a situação orçamental mantem-se inalterada a partir de determinado ano (2021 e 2022) até ao final do horizonte de projeção (2035), fixando-se os seus valores de acordo com as projeções do CFP no relatório Perspetivas Económicas e Orçamentais (2021-2025) (atualização) em -1,7% e -0,1% do PIB, respetivamente. A escolha de 2021 traduz a previsão de saldo primário para o último ano para o qual já há dados de execução orçamental (o ano corrente); a escolha do ano de 2022 corresponde, nos termos das premissas do referido relatório à projeção de saldo primário no primeiro ano sem efeito significativo de medidas COVID-19, mantendo as restantes medidas de política económica inalteradas face às vigentes em 2021.

Nos dois cenários decorrentes deste exercício a evolução da trajetória da dívida é menos favorável face à projetada pelo CFP no cenário base. Os valores adotados para o saldo primário em 2021 e 2022, são, em média, inferiores aos do horizonte projetado no cenário base, traduzindo-se num impacto menos favorável na dinâmica da dívida neste exercício.

Concretamente, no cenário em que o saldo primário se mantém inalterado em -1,7% a partir de 2021, observa-se uma evolução desfavorável do rácio da dívida, adotando uma trajetória ascendente a partir de 2028 e situando-se em 127,9% do PIB em 2035, face a 91,1% no cenário base do CFP. Por seu turno, o cenário simulado, mantendo o saldo primário projetado para 2022 inalterado (em -0,1% do PIB), conduz a uma trajetória de diminuição progressiva do rácio da dívida, mas a um ritmo mais gradual do que o projetado no cenário base, situando-se em 106,7% do PIB em 2035.

Gráfico 57 – Evolução da dívida pública em dois cenários de manutenção do saldo primário
(% do PIB)

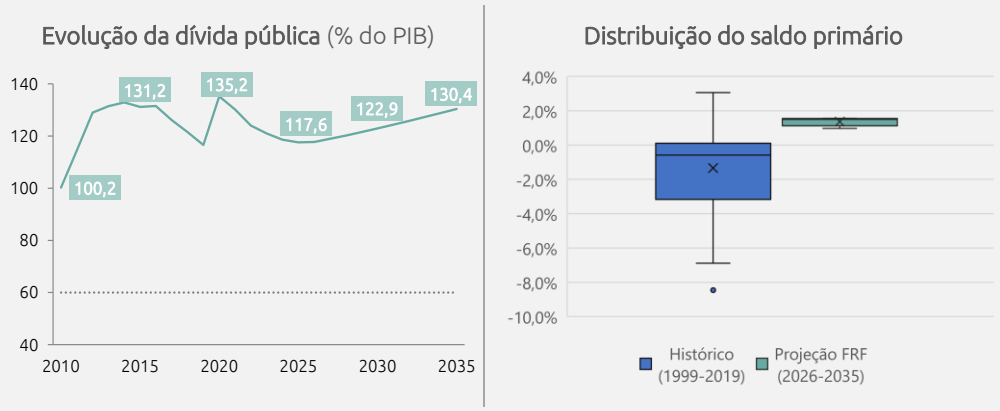


Fonte: Cálculos CFP.

Caixa 7 – Cenário de regresso a médias históricas

Como o saldo primário projetado de acordo com a função de reação orçamental para o período 2026-2035 se encontra no topo da distribuição histórica do saldo primário após a introdução do euro (1999-2019) simulou-se este cenário extremo em que se considera que o saldo primário, o crescimento e a taxa de juro de mercado a 10 anos convergem a partir de 2024 para as respetivas médias históricas. Estas hipóteses muito desfavoráveis conduzem ao início de uma trajetória ligeiramente ascendente para o rácio da dívida a partir de 2026. Assim em 2035 o rácio ascenderia a 130,4% o que compara com 91,1 % do PIB no cenário base. Esta diferença de 39,3 p.p. do PIB ilustra o impacto de se voltar a um passado em que se conjuga uma taxa de juro de mercado mais elevada com a persistência de défices primários.

Gráfico 58 – Evolução da dívida pública no cenário de regresso a médias históricas



Fonte: Cálculos CFP. | Nota: FRF – *Fiscal Reaction Function* (Função de Reação Orçamental).

Hipóteses assumidas neste exercício: taxa de juro média ponderada da taxa de juro de mercado da dívida a 10 anos excluindo os anos em que as taxas atingiram valores extremos (com uma ponderação de 60% para o período pós-programa até dezembro de 2019 e 40% para o período 1999-2010), o que resulta numa taxa de juro de 3,2%; saldo primário correspondendo à média no período 1999-2019 (défice primário de 1,3% do PIB); crescimento médio do PIB real de 0,9% entre 1999 e 2019 conjugado com a média do deflator do PIB de 2,1%.

7. ANEXOS

7.1 Quadros anexos

Quadro 17 – Cenários alternativos da despesa com cuidados de saúde

	Cenários	Projeção da população	Perfil despesa em saúde, por idade	Evolução custos unitários	Elasticidade da procura
I	**Demográfico**[106]	EUROPOP2019*	perfil 2019 constante ao longo do período	PIB *per capita*	1
II	**Maior esperança de vida**[107]	Cenário alternativo para uma esperança vida superior (+2 anos)	perfil 2019 constante ao longo do período	PIB *per capita*	1
III	**Envelhecimento saudável**[108]	EUROPOP2019*	perfil 2019 altera em linha com as mudanças na esperança vida por idade.	PIB *per capita*	1
IV	**Custos relacionados com o fim de vida**[109]	EUROPOP2019*	perfil 2019 dividido em descendentes e sobreviventes, ajustado em linha com as mudanças na esperança vida por idade.	PIB *per capita*	1
V	**Elasticidade rendimento**[110]	EUROPOP2019*	perfil 2019 constante ao longo do período	PIB *per capita*	1,1 em 2019 convergindo para 1 em 2070

[106] I - Demográfico: Pretende isolar o efeito "puro" do envelhecimento na despesa em saúde (as taxas morbilidade por faixas etárias não mudam ao longo do tempo, refletindo a "expansão da morbilidade").

[107] II - Maior esperança de vida: Variante do cenário demográfico, com pressupostos alternativos para a taxa de mortalidade.

[108] III - Envelhecimento Saudável: Pretende captar o impacto potencial da obtenção de ganhos no estado de saúde da população, que ocorram em simultâneo com o declínio da mortalidade ("compressão da morbilidade").

[109] IV - Custos relacionados com o custo de vida: Método alternativo para projetar despesa em saúde, tendo em conta um provável adiamento resultante da evolução das taxas mortalidade.

[110] V – Elasticidade do rendimento: Considera que o efeito da elasticidade do rendimento na procura excede a unidade (idêntico ao cenário demográfico, com taxas elasticidade diferentes).

Cenários		Projeção da população	Perfil despesa em saúde, por idade	Evolução custos unitários	Elasticidade da procura
VI	**Convergência custos com EU**[111]	EUROPOP2019*	Perfil individual de cada país, convergindo para a média da EU27 ao longo do período	PIB per capita	1
VII	**Trabalho intensivo**[112]	EUROPOP2019*	perfil 2019 constante ao longo do período	PIB por hora trabalhada	1
VIII	**Indexação custos saúde**[113]	EUROPOP2019*	perfil 2019 constante ao longo do período	Indexação específica dos custos	1
IX	**Determinantes não demográficas**[114]	EUROPOP2019*	perfil 2019 constante ao longo do período	PIB *per capita*	1,5 em 2019 convergindo para 1 em 2070
X	**Referência**[115]	EUROPOP2019*	Entre I e III, em que perfil 2019 é alterado 1/2 dos ganhos longevidade vividos em boa saúde.	PIB *per capita*	1,1 em 2019 convergindo para 1 em 2070
XI	**Risco**[116]	EUROPOP2019*	Entre I e III, em que perfil 2019 é alterado 1/2 dos ganhos longevidade vividos em boa saúde.	PIB *per capita*	1,5 em 2019 convergindo para 1 em 2070
XII	**Risco TFP**[117]	EUROPOP2019*	Entre I e III, em que perfil 2019 é alterado 1/2 dos ganhos longevidade vividos em boa saúde.	PIB *per capita*	1,1 em 2019 convergindo para 1 em 2070

[111] VI – Convergência custos com UE: Efeito na despesa em saúde da convergência para os padrões de vida da média da EU.

[112] VII – Trabalho intensivo: Assume que os custos unitários em saúde são impulsionados por alterações na produtividade do trabalho, e não pelo crescimento do rendimento nacional (similar ao cenário demográfico).

[113] VIII – Indexação custos saúde: Pretende captar a importância relativa dos itens mais importantes da despesa em saúde (cuidados hospitalares, ambulatório, medicamentos, terapêuticas, prevenção, custos administrativos, investimento).

[114] IX – Determinantes não demográficos: Pretende captar o impacto dos drivers não demográficos da despesa em saúde - rendimento, tecnologia, configuração institucional (similar ao cenário elasticidade do rendimento).

[115] X – Cenário de referência: Usado como o cenário base para cálculo o impacto orçamental do envelhecimento.

[116] XI – Risco: Semelhante ao cenário de referência na parte dos ganhos na esperança de vida, considerando as alterações tecnológicas e os mecanismos que impulsionam a despesa (similar ao cenário dos determinantes não demográficos).

[117] XII – Risco TFP: Explora o risco de o Fator Produtividade Total poder decrescer mais do que no cenário de referência.

Fonte: The 2021 Ageing Report, Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070), Comissão Europeia. | Nota: * EUROPOP2019.

7.2 Metodologia do Índice de vulnerabilidade de curto prazo

Em Baldacci et al. (2011a) é apresentada uma metodologia para o desenvolvimento de um índice que permite avaliar a vulnerabilidade orçamental ("*fiscal stress*") de um determinado país, efetuando-se cálculos distintos para um grupo de economias avançadas e para um grupo de economias em desenvolvimento. O índice global pondera diversas séries de indicadores. Para cada indicador, é determinado um limiar a partir do qual se considera que o valor é indicativo de situação de crise[118]. Assim, se determinada variável superar o limiar estabelecido, toma o valor 1, caso contrário, toma o valor 0. Formalmente, pode definir-se uma variável indicadora no período t, d_t, para os j períodos seguintes de acordo com a fórmula:

$$d_t = \begin{cases} 1 \text{ para } \forall j, \text{se } x_{t-1} > C \\ 0, \text{em todos os outros casos} \end{cases}$$

Onde x_t se refere a um indicador orçamental e é uma função monótona crescente de probabilidade de crise, e C representa um limite fixo para x_t, e j representa um ano de análise. De seguida é calculado o valor ótimo de C.[119] É ainda avaliado o poder de sinalização dos indicadores, sendo os mesmos agregados em três grupos, aos quais são atribuídos um peso no índice final:

$$\text{Índice Global} = \sum w_g \sum w_{i,g} d_i$$

Onde $w_{i,g}$ é o peso de cada indicador individual i no grupo g, w_g é o peso do grupo e d_t é uma variável *dummy* que toma o valor de 1 se o indicador se encontrar acima (ou abaixo) do limiar, e 0 nos outros casos. Desta forma, cada indicador contribui para o índice global através de um peso proporcional ao seu poder de sinalização[120] de um evento de vulnerabilidade orçamental.

[118] Para definir uma situação de crise, foi utilizado o critério da S&P (no caso de *default* ou restruturação da dívida) e também o critério do FMI (no caso de acesso a financiamento externo, *default* implícito/interno ou dificuldade extrema no acesso ao financiamento).

[119] Os autores utilizaram dois métodos para definir o valor ótimo de C, nomeadamente a minimização do total dos erros incorretamente classificados e a maximização do rácio *signal-to-noise*.

[120] Diversos passos levam ao cálculo do poder de sinalização: i) cálculo dos erros tipo II (falso negativo, i.e., o indicador não sinaliza uma crise quando ocorre uma crise) e dos erros tipo I (falso positivo, i.e., o indicador sinaliza uma crise quando esta não ocorreu); ii) soma dos erros tipo I e tipo II; iii) o poder de sinalização consiste na diferença entre 1 e o valor calculado em ii).

Quadro 18 – Limiares para as economias avançadas

Indicador	Direção favorável	Threshold
Variáveis orçamentais fundamentais		
r-g (média 5 anos)	<	3,6
Dívida das AP (% PIB)	<	72,2
Saldo primário ajustado do ciclo (% do PIB potencial)	>	-4,2
Gestão de ativos e liquidez		
Necessidades brutas de financiamento (% PIB)	<	17,2
Percentagem de dívida de CP em rácio da dívida total	<	9,1
Dívida detida por não residentes (% da dívida total)	<	83,6
Maturidade média da dívida das AP (anos)	>	3,9
Tendência orçamental de longo.prazo		
Taxa de fertilidade (desvio de 2,1)	<	0,64
Projeções de LP para a despesa em saúde (% do PIB)	<	4,5
Projeções de LP para a despesa com pensões (% do PIB)	<	6,2
Rácio de dependência	<	36

Fonte: Baldacci et al. (2011).

Os autores analisaram os anos 1995-2011, observando que os indicadores das economias avançadas se encontravam em máximos históricos no final do horizonte, apresentando uma tendência de subida significativa desde 2008, ficando esta evolução a dever-se maioritariamente à deterioração de variáveis orçamentais fundamentais e, em menor escala, a um contributo desfavorável da gestão de ativos e liquidez.

Gráfico 59 – Evolução das variáveis para Portugal e respetivos limiares para as economias desenvolvidas

Fonte: Baldacci et al. (2011) para os limiares e cálculos do CFP.

Quadro 19 – Diferencial r-g em Portugal entre 1996-2020

	r		g		r - g	
	AE	PT	AE	PT	AE	PT
1996	7,3	7,5	4,3	6,2	3,0	1,4
1997	6,7	6,5	2,4	6,9	4,3	-0,4
1998	6,2	5,7	4,1	7,2	2,1	-1,5
1999	5,5	5,3	4,6	8,0	0,9	-2,8
2000	5,5	5,6	5,3	7,4	0,3	-1,8
2001	5,5	5,3	4,7	5,8	0,8	-0,5
2002	5,1	4,7	3,4	5,0	1,7	-0,3
2003	4,7	4,2	2,9	2,5	1,8	1,7
2004	4,4	3,8	4,3	4,2	0,1	-0,4
2005	4,2	3,6	3,6	4,2	0,6	-0,6
2006	4,1	3,8	5,3	4,9	-1,2	-1,1
2007	4,4	4,1	5,6	5,5	-1,2	-1,5
2008	4,2	4,1	2,5	2,1	1,8	2,1
2009	3,5	3,4	-3,6	-2,1	7,1	5,4
2010	3,2	2,9	2,8	2,4	0,4	0,5
2011	3,4	3,8	2,8	-1,9	0,6	5,7
2012	3,3	3,8	0,4	-4,4	2,9	8,2
2013	2,9	3,7	1,0	1,3	1,9	2,4
2014	2,7	3,7	2,4	1,5	0,4	2,1
2015	2,5	3,5	3,5	3,8	-1,0	-0,3
2016	2,3	3,1	2,8	3,8	-0,5	-0,6
2017	2,2	3,0	3,7	5,0	-1,5	-2,0
2018	2,1	2,8	3,3	4,7	-1,2	-2,0
2019	1,9	2,5	3,0	4,2	-1,1	-1,7
2020	1,5	2,1	-5,1	-5,3	6,7	7,5

Fonte: CE e cálculos CFP. | Nota: AE = área do euro; PT = Portugal.

Quadro 20 – Principais resultados do DSA publicado pela CE

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Dívida Pública (% do PIB)	135,1	130,3	127,2	126,7	125,8	124,3	122,3	119,8	116,8	113,7	110,5	107,6
Saldo Primário (% do PIB)	-4,4	-1,8	-0,5	0,0	0,4	0,9	1,3	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9
Efeito bola de neve												
Efeito crescimento do PIB nominal (%	11,7	-6,8	-4,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-1,0	-0,9	-0,8	-0,6
Taxa de juro implícita (%)	2,9	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8

Fonte: Comissão Europeia (2021).

7.3 Lista de Abreviaturas

Abreviaturas	Significado
AE	Área do Euro
AP	Administrações Públicas
AT	Áustria
BdP	Banco de Portugal
BCE	Banco Central Europeu
BE	Bélgica
BPF	Banco Português de Fomento
CE	Comissão Europeia
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo
CEDIM	Certificados Especiais de Dívida de Médio e Longo Prazo
CFP	Conselho das Finanças Públicas
CGA	Caixa Geral de Aposentações
CO_2	Dióxido de Carbono
COP22	Conferência das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas de 2016
COP26	Conferência das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas de 2021
COVID-19	Doença por Coronavírus – 2019
CSI	Complemento Solidário para Idosos
CY	Chipre
DE	Alemanha
DSA	Debt Sustainability Analysis
EE	Estónia
ES	Espanha
ETS	Emission Trading Scheme
Eurostat	Statistical Office of the European Union
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FI	Finlândia
FMI	Fundo Monetário Internacional
FR	França
FRF	*Fiscal Reaction Function*
FRO	Função de Reação Orçamental
GEE	Gases com Efeito de Estufa
GR	Grécia
IAS	Indexante de Apoios Sociais
IE	Irlanda
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública
INE	Instituto Nacional de Estatística
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IT	Itália
IUC	Imposto Único de Circulação
KT	Quilotonelada
LT	Lituânia
LU	Luxemburgo
LULUCF	*Land Use, Land-Use Change, and Forestry*
LV	Letónia
M€	Milhões de Euros
MF	Ministério das Finanças
MT	Malta
NB	Novo Banco
NL	Países Baixos
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
OLS	*Ordinary Least Squares*
OT	Obrigações do Tesouro
PDE	Procedimento por Défices Excessivos
PEC	Pacto de Estabilidade e Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
POE	Proposta de Orçamento do Estado
p.p.	Pontos percentuais
PPP	Parcerias Público Privadas
PRR	Plano de Recuperação e Resiliência
PTF	Produtividade Total dos Fatores

Abreviaturas	Significado
RNC2050	Roteiro para a Neutralidade Carbónica 2050
SEC	Sistema Europeu de Contas
SI	Eslovénia
SK	Eslováquia
T.V.A.	Taxa de Variação Anual
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
eu	União Europeia
VAB	Valor Acrescentado Bruto

7.4 Referências

Abbas, S., B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki e J. Tyson (2013). "Dealing with High Debt in an Era of Low Growth." *International Monetary Fund*, Staff Discussion Note 13/07.

Alcidi, C., e D. Gros (2019). "Public debt and the risk premium: A dangerous doom loop." *CEPS Policy Insights*, No. 2019-06.

Ardagna, S., F. Caselli, e T. Lane (2006). "Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries." *B.E. Journal of Macroeconomics*, 7(1).

Baer, W., D. Dias, e J. Duarte (2013). "The economy of Portugal and the European Union: From high growth prospects to the debt crisis." *Quarterly Review of Economics and Finance*, 53: 345-352.

Baldacci, E., S. Gupta e C. Mulas-Granados (2010). "Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix." *International Monetary Fund*, Working Paper 10/232.

Baldacci, E., I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu, e S. Mazraani, (2011a). "Assessing Fiscal Stress." *International Monetary Fund*, Working Paper 11/100.

Baldacci, E., J. McHugh, e I. Petrova (2011b). "Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators." *International Monetary Fund*, Working Paper 11/94.

Baldwin, R., e C. Teulings (2014). "Secular stagnation: facts, causes and cures." *Centre for Economic Policy Research*-CEPR, London.

Banerjee, R., e B. Hofmann (2020). "Corporate zombies: Anatomy and life cycle". *Bank for International Settlements*, Working Paper 882.

Batten, S. (2018). "Climate change and the macro-economy: a critical review." *Bank of England*, Working Paper 706.

BCE (2016). *Financial Stability Review*. Banco Central Europeu, novembro.

BCE (2021). "Climate-related risk and financial stability." *European Central Bank*, ECB/ESRB Project Team on climate risk monitoring, julho 2021.

Bernoth, K., e B. Erdogan (2012). "Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach." *Journal of International Money and Finance*, 31(3): 639-656.

Bernoth, K., J. Von Hagen, e L. Schuknecht (2012). "Sovereign risk premiums in the European government bond market." *Journal of International Money and Finance*, 31(5): 975-995.

Berti, K., E. Colesnic, C. Desponts, S. Pamies, e E. Sail (2016). "Fiscal Reaction Functions for European Union Countries." *European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs*, Discussion Paper 028.

Blanchard, O. J. (2019). "Public Debt and Low Interest Rates." *American Economic Review*, 109(4): 1197–1229.

Bodnár K., J. Le Roux, P. Lopez-Garcia, e B. Szörfi (2020). "The impact of COVID-19 on potential output in the euro area." in *European Central Bank*, Economic Bulletin 7/2020.

Bohn, H. (1998). "The behavior of U.S. public debt and deficits". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, pp. 949–963.

Bohn, H. (2008). "The sustainability of fiscal policy in the United States." Chap. 2In: R. Neck, e J.E. Sturm (eds.), *Sustainability of public debt*, Chap. 2. MIT Press, Cambridge (EUA).

Carvalho, C., A. Ferrero, e F. Nechio (2016). "Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism." *European Economic Review* 88: 208–226.

CFP (2018). "Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas." Conselho das Finanças Públicas, Relatório n.º 8/2018.

Checherita-Westphal, C., e V. Žďárek (2017). "Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area." *European Central Bank,* Working Paper 2036.

Cribb, J., A. Hood, e R. Joyce (2017). "Does leaving education in a recession have a lasting impact on living standards." *Institute for Fiscal Studies*, Working Paper 17/27.

Codogno, L., C. Favero, e A. Missale (2003). "Yield spreads on EMU government bonds." *Economic Policy*, 18(37): 503-532.

Comissão Europeia (2020). "Debt Sustainability Monitor 2019", *European Commission*, Institutional Paper 120.

Comissão Europeia (2021). "Fiscal policy in a negative interest rate-growth differential environment – new evidence." in *Report on Public Finances in EMU 2020*, European Commission Institutional Paper No. 147, pp. 61-80.

Criscuolo C., P. Gal, T. Leidecker, F. Losma, e G. Nicoletti (2021). "Telework after COVID-19: survey evidence from managers and workers on implications for productivity and wellbeing." *Organisation for Economic Co-operation and Development*, OECD Global Forum on Productivity.

Di Iorio, F., e S. Fachin (2021). "Fiscal reaction functions for the advanced economies revisited." *Empirical Economics*, pp. 1-27.

Diggle, P., e L. Bartholomew (2021). "Acute or Chronic? the Long-Term Impact of the COVID Crisis on Economic Output." SSRN Paper 3906559.

Engen, E. M., e R. G. Hubbard (2004). "Federal government debt and interest rates." *NBER macroeconomics annual*, 19: 83-138.

Fernald, J., e H. Li (2021). "The Impact of COVID on Potential Output." *Federal Reserve Bank of San Francisco*, Working Paper 2021-09.

FMI (2012). “Fiscal Transparency, Accountability, and Risk.” *International Monetary Fund*, Policy Papers vol 2021: issue 054.

FMI (2016). “Assessing Fiscal Space - An Initial Consistent Set of Considerations.” *International Monetary Fund*, Policy Paper, junho 2016.

FMI (2018). “Economic Preparedness: The Need for Fiscal Space”. *International Monetary Fund*, IMFBlog, 2018/06/27.

Fuchs-Schündeln, N., D. Krueger, A. Ludwig, e I. Popova (2020). “The Long-Term Distributional and Welfare Effects of Covid-19 School Closures.” *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 27773.

Ghosh, A., J. Kim, E. Mendoza, J. Ostry, e M. Qureshi (2013). “Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies.” *Economic Journal*, 123: F4–F30.

Gosling, S.N., J. Zaherpour, e D. Ibarreta (2018). “PESETA III: Climate change impacts on labour productivity”. *Joint Research Center (JRC) Technical Reports*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, EUR 29423 EN, ISBN 978-92-79- 96912-6, doi:10.2760/07911, JRC113740.

Polackova Brixi, H., e A. Schick (2002). *Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk*. World Bank e Oxford University Press, Washington DC.

Hanushek, E., e L. Woessmann (2020). "The economic impacts of learning losses." *Organisation for Economic Co-operation and Development*, OECD Education Working Papers No. 225.

Helmersson T., L. Mingarelli, B. Mosk, A. Pietsch, B. Ravanetti, T. Shakir, e J. Wendelborn (2021). “Corporate zombification: post-pandemic risks in the euro area.” *European Central Bank*, Financial Stability Review, maio 2021.

Kahn, M., K. Mohaddes, R. Ng, M. Pesaran, M. Raissi, e J-C. Yang. (2019). “Long-Term Macroeconomic Effects of Climate Change: A Cross-Country Analysis.” *International Monetary Fund*, Working Paper 2019/215.

Kouchekinia, N., M. Kudlyak, M. Ochse, e E. Wolcott (2020). “Temporary Layoffs and Unemployment in the Pandemic.” *Federal Reserve Bank of San Francisco,* Economic Letter 2020-34.

Kozlowski, J., L. Veldkamp, e V. Venkateswaran (2020). “Scarring body and mind: the long-term belief-scarring effects of Covid-19.” *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 27439.

Laubach, T. (2009). “New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt.” *Journal of the European Economic Association*, 7(4): 858–885.

Leduc, S., e Z. Liu (2021). “Robots or workers? a macro analysis of automation and labor markets.” *Federal Reserve Bank of San Francisco*, Working Paper 2019-17.

Lian, W., A. F. Presbitero, e U. Wiriadinata (2020). “Public Debt and r-g at Risk.” *International Monetary Fund*, Working Paper 2020/137.

Manganelli, S., e G. Wolswijk (2009). "What drives spreads in the euro area government bond market?" *Economic Policy*, 24(58): 191-240.

Mankiw, N. G., M. Weinzierl, e D. Yagan (2009). "Optimal taxation in theory and practice." *Journal of Economic Perspectives*, 23(4): 147-174.

Mauro, P., e J. Zhou (2020). "r minus g negative: Can We Sleep More Soundly?" *International Monetary Fund*, Working Paper 2020/052.

Nickel, C., P. Rother, e L. Zimmerman (2012). "Major public debt reductions: lessons from the past, lessons for the future." *European Central Bank*, Working Paper 1241.

Ministério do Ambiente e da Transição Energética (2019). "Roteiro para a Neutralidade Carbónica 2050 (RNC2050) – Estratégia de Longo Prazo para a Neutralidade Carbónica da Economia Portuguesa em 2050".

OBR (2019). "Fiscal risks report, July 2019". *Office for Budget Responsibility*.

OBR (2021). "Fiscal risks report, July 2021". *Office for Budget Responsibility*.

OCDE (2021). "Climate Change and Long Term Fiscal Sustainability." *OCDE Paris Collaborative on Green Budgeting Working Group*, Scoping Paper.

Swiss Re Institute (2021). "The economics of climate change: no action not an option." *Swiss Re Institute*, abril 2021.

Woo, J., e M. S. Kumar (2015). "Public debt and growth." *Economica*, 82: 705–739.

7.5 Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Contributos para o crescimento do PIB em volume (p.p.) 19

Gráfico 2 – Produtividade aparente do trabalho (t.v.a., %) 19

Gráfico 3 – Projeções para o emprego e para a população em idade ativa (16-89 anos) 20

Gráfico 4 – Rácio do investimento em % do PIB 21

Gráfico 5 – Crescimento potencial e hiato do produto: 1996-2035 (%) 24

Gráfico 6 – Taxa de variação do PIB em volume dos principais parceiros, *Oxford Stringency Index* e peso do sector de restauração e hotelaria 26

Gráfico 7 –VAB sectorial em volume (t.v.a., %) 26

Gráfico 8 – Emprego e horas totais trabalhadas (t.v.a., %) 27

Gráfico 9 – Produtividade sectorial por hora trabalhada (t.v.a., %) 28

Gráfico 10 – Formação bruta de capital fixo em volume (t.v.a., %) 30

Gráfico 11 – Índice de avaliação sobre o risco das alterações climáticas 34

Gráfico 12 – Temperatura média do ar em Portugal Continental, 1971-2019 (° C) 36

Gráfico 13 – Emissões totais de GEE em toneladas de CO_2 equivalente por habitante (2019) 36

Gráfico 14 – Evolução das emissões de GEE por sector de emissão em Portugal (kt CO_2eq) 37

Gráfico 15 – Evolução da intensidade carbónica em Portugal (1995=100) 38

Gráfico 16 – Evolução dos impostos com relevância ambiental em Portugal (1995-2020) 46

Gráfico 17 – Peso dos impostos com relevância ambiental na Europa (%PIB) 47

Gráfico 18 – Despesa nacional total em proteção ambiental (% do PIB) 47

Gráfico 19 – Despesa nacional em proteção ambiental em Portugal 48

Gráfico 20 – Variação da despesa total e do PIB nominal 49

Gráfico 21– Evolução e composição da despesa total (em % do PIB) 50

Gráfico 22 – Despesa primária total e desvios face às previsões do OE (em M€) 52

Gráfico 23 - Pirâmides populacionais (Portugal) 56

Gráfico 24 - Taxa de fecundidade e rácio de dependência (%) 57

Gráfico 25 - Evolução da produtividade e da população 58

Gráfico 26– Projeções para a despesa pública associada ao envelhecimento para Portugal (cenário base, em % do PIB) 59

Gráfico 27 - Taxa de substituição e rácio de benefício..... 61

Gráfico 28 – Projeções para a despesa pública associada ao envelhecimento para Portugal (cenário base, em % do PIB) 62

Gráfico 29– Projeções para a despesa pública com pensões – cenário base e alternativos (em % do PIB)..... 63

Gráfico 30– A despesa pública e a despesa das famílias em saúde 64

Gráfico 31– Fatores associados à despesa em saúde em Portugal 65

Gráfico 32– Cenários de projeção da despesa pública em saúde e cuidados continuados para Portugal (% PIB) 66

Gráfico 33 – Responsabilidades Contingentes (em % do PIB) 71

Gráfico 34 – Responsabilidades contingentes com PPP..... 76

Gráfico 35 – Intervenções públicas de apoio ao sistema financeiro no período 2007-2019 (em % do PIB)..... 80

Gráfico 36– Dívida das empresas públicas não incluídas no sector das administrações públicas (% do PIB) 82

Gráfico 37 – *Stock* total de garantias concedidas pelas AP (% do PIB) 86

Gráfico 38 – Evolução dos empréstimos em moratória (saldo em final do período, em mil M€) 90

Gráfico 39 – Capacidade/Necessidade líquida de financiamento das AP (% do PIB) 95

Gráfico 40 – Evolução da dívida em Portugal..... 95

Gráfico 41 - Dívida das famílias e do sector não financeiro em 2019 (em % do PIB)..... 96

Gráfico 42 - *Stock* de dívida pública e de dívida privada na área do euro (em % do PIB). 97

Gráfico 43 – Finanças públicas durante a crise sanitária (p.p. do PIB) 98

Gráfico 44 - Finanças públicas na área do euro (em % do PIB)..... 99

Gráfico 45– Dívida de Maastricht por sector financiador (€M e %)..... 100

Gráfico 46 – Estrutura por instrumento do financiamento bruto do Estado e indicadores relativos às Obrigações do Tesouro..... 101

Gráfico 47– Taxa de cupão das OT vivas, por data de emissão (%) 102

Gráfico 48– Volatilidade dos custos de financiamento (%) 104

Gráfico 49 - Posição líquida de investimento internacional 107

Gráfico 50 – Dívida externa bruta 108

Gráfico 51 – Evolução de diferenciais em Portugal 112

Gráfico 52 – Variação da dívida em Portugal 114

Gráfico 53 – Dívida e diferencial 'r-g' 115

Gráfico 54 – *Inputs* para a análise de sustentabilidade 119

Gráfico 55– Cenário base para a dívida de Maastricht (% do PIB) 120

Gráfico 56– Cenários de choque (dívida pública em % do PIB) 122

Gráfico 57 – Evolução da dívida pública em dois cenários de manutenção do saldo primário (% do PIB) 124

Gráfico 58 – Evolução da dívida pública no cenário de regresso a médias históricas 125

Gráfico 59 – Evolução das variáveis para Portugal e respetivos limiares para as economias desenvolvidas 130

7.6 Índice de Quadros

Quadro 1 – Enquadramento macroeconómico: 2021-2035 16

Quadro 2 – Determinantes do crescimento da economia portuguesa, 1996T1-2021T2 17

Quadro 3 – Outras projeções de longo-prazo para o PIB português (t.v.a. média, %) 22

Quadro 4 – Impacto relativo sobre o PIB do aumento das temperaturas globais até 2050 (face a um cenário sem alterações climáticas) 35

Quadro 5 – Impactos orçamentais das alterações climáticas 45

Quadro 6 – Evolução da despesa pública 51

Quadro 7 – Classificação do tipo de passivos e natureza das responsabilidades associadas 70

Quadro 8 – Garantias do Estado ativas (em M€) 74

Quadro 9 – Linhas de crédito com garantias das Administrações Públicas no âmbito da resposta à COVID-19 (em M€, exceto quando indicado) 85

Quadro 10 – Linhas de crédito com garantias das Administrações Públicas no âmbito da resposta à COVID-19, por classe de risco (em M€, exceto quando indicado) 87

Quadro 11 – Garantias do Estado ativas em 2020 (em M€)..... 88

Quadro 12 – Empréstimos em moratória por fase de imparidade, por grupo bancário, em 30.06.2021 e em 30.09.2021 91

Quadro 13 –Aplicação a Portugal do *heat map de riscos de financiamento soberano a curto-prazo de* Baldacci et al. (2011)..... 105

Quadro 14 – Variação do diferencial r-g em diferentes ciclos económicos (%) 111

Quadro 15– Resultados da estimação de uma função de reação orçamental para Portugal (variável dependente: saldo primário %PIB, 1995T1-2019T4)..... 118

Quadro 16 – Evolução da despesa e saldo orçamental compatível com a trajetória do cenário base (% do PIB) 121

Quadro 17 – Cenários alternativos da despesa com cuidados de saúde 126

Quadro 18 – Limiares para as economias avançadas 129

Quadro 19 – Diferencial r-g em Portugal entre 1996-2020..... 131

Quadro 20 – Principais resultados do DSA publicado pela CE 131

7.7 Índice de Caixas

Caixa 1 – Composição do crescimento da economia portuguesa nos últimos 25 anos... 17

Caixa 2 – Enquadramento legal do término das moratórias para contratos de crédito celebrados com clientes bancários e medidas legais subsequentes adotadas 92

Caixa 3 – Ajustamentos défice-dívida 113

Caixa 4 – Uma função de reação orçamental para a economia portuguesa 117

Caixa 5 – Margem orçamental..... 120

Caixa 6 – Manutenção da situação orçamental 124

Caixa 7 – Cenário de regresso a médias históricas..... 125