



**Conselho das
Finanças
Públicas**

RISCOS ORÇAMENTAIS E SUSTENTABILIDADE DAS FINANÇAS PÚBLICAS 2023

Dezembro de 2023

Relatório nº

11/2023

O Conselho das Finanças Públicas é um órgão independente criado pelo artigo 3.º da Lei n.º 22/2011, de 20 de maio, que procedeu à 5.ª alteração da Lei de Enquadramento Orçamental (Lei n.º 91/2001, de 20 de agosto, republicada pela Lei n.º 37/2013, de 14 de junho). A 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 15 de novembro de 2023.

ÍNDICE

Índice	3
Sumário Executivo	4
1. Introdução	8
2. Riscos orçamentais e sustentabilidade	9
3. Projeções macroeconómicas	12
3.1 Projeções macroeconómicas: Portugal no longo prazo	12
3.2 Riscos para o crescimento económico no longo prazo	24
4. Riscos Orçamentais.....	26
4.1 Riscos Económicos.....	26
4.1.1 Riscos resultantes das alterações demográficas	26
4.1.2 Riscos associados às alterações climáticas	37
4.1.3 Riscos catastróficos	45
4.2 Riscos relacionados com Programas Orçamentais	54
4.3 Riscos relacionados com as responsabilidades contingentes	60
4.3.1 Enquadramento e definição	60
4.3.2 Exposição de Risco a Passivos contingentes das Administrações Públicas	63
4.4 Riscos relacionados a situação financeira do Estado	76
4.4.1 Evolução da dívida pública	76
4.4.2 Riscos de curto prazo da dívida pública	82
4.4.3 Riscos de médio e longo prazo para a dívida pública	84
4.4.4 Riscos para o custo da dívida.....	86
5. Análise da sustentabilidade da dívida pública	90
5.1 Cenários de análise à sustentabilidade da dívida pública portuguesa	90
5.1.1 Cenário base	90
5.1.2 Análise de sensibilidade	92
6. Anexos	98
6.1 <i>Heat map</i> : evolução das variáveis para Portugal e respetivos limiares para as economias desenvolvidas.....	98
6.2 Referências	99
6.3 Índice de Gráficos	104
6.4 Índice de Quadros.....	106
6.5 Índice de Caixas.....	106

SUMÁRIO EXECUTIVO

Projeções macroeconómicas

A evolução demográfica e o crescimento da produtividade projetados para Portugal nos próximos 15 anos constituem atualmente os principais riscos macroeconómicos de longo prazo. O cenário macroeconómico do CFP apresentado neste relatório projeta um crescimento médio do PIB real de 1,2% ao ano entre 2023 e 2037. No longo prazo, e na ausência de choques, antecipa-se que a economia portuguesa deverá crescer em torno de 0,7%, o valor estimado para o seu crescimento potencial. Neste horizonte, a produtividade total dos fatores deverá permanecer como o principal motor do crescimento económico, convergindo para um contributo de 0,6 p.p., próximo da sua média histórica. O contributo do fator capital deverá permanecer relativamente estável e o contributo do fator trabalho deverá ser fortemente penalizado pela evolução demográfica, cujas projeções apontam para uma redução de 0,3% ao ano da população em idade ativa.

Riscos orçamentais

As alterações demográficas, em particular o envelhecimento da população, constituem um risco descendente para o crescimento da economia e para a sustentabilidade das finanças públicas. O envelhecimento da população afeta o crescimento económico, diretamente, via impacto no emprego, decorrente da diminuição esperada da população ativa e também através da alteração dos padrões de poupança e investimento, com impacto nas decisões de consumo e no *stock* de capital. De acordo com as mais recentes projeções demográficas elaboradas pelo Eurostat (EUROPOP 2023), a população total portuguesa deve continuar a diminuir e a apresentar uma alteração significativa da sua estrutura etária, o que se traduz na referida redução da população em idade ativa. Mesmo num cenário alternativo de elevada migração, a população em idade ativa irá sempre diminuir, penalizando ligeiramente a atividade económica (via mercado de trabalho). A redução esperada do contributo do emprego para o crescimento em qualquer dos cenários demográficos considerados reforça a importância da produtividade total dos fatores enquanto principal determinante do crescimento económico de longo prazo. Assim, pode concluir-se que a adoção de medidas estruturantes que possibilitem que a produtividade total dos fatores supere de forma sustentada a sua média histórica permitiria melhorar as perspetivas de crescimento e reforçar as condições de sustentabilidade a prazo das finanças públicas.

Em termos orçamentais, e tendo por base os cenários macroeconómicos desenvolvidos pelo CFP, conclui-se que o peso da receita fiscal e contributiva sobre o produto deverá crescer em todos os cenários considerados (base, de baixa migração e de elevada migração) até ao final do horizonte de projeção (2037). Este crescimento, que deverá resultar do aumento do peso da generalidade das componentes que integram a receita fiscal e contributiva (tributação direta, indireta e contribuições sociais), indica um grau

de resiliência considerável deste agregado face aos diversos cenários macroeconómicos e demográficos considerados. Contudo, salientam-se como riscos de natureza descendente sobre a trajetória da receita fiscal e contributiva a erosão das bases fiscais, em função de um menor nível de remunerações resultante de um decréscimo populacional mais acentuado do que o previsto ou de um fluxo migratório assente, predominantemente, em empregos pouco especializados e com salários legalmente isentos de IRS. Adicionalmente, um maior nível de subscrição de seguros de saúde e de planos de pensões implica algum crescimento da despesa fiscal, não obstante esse comportamento individual reduzir as pressões orçamentais sobre a despesa pública.

Por outro lado, a evolução da despesa, em particular da despesa social, onde se pode incluir a despesa com prestações sociais e com cuidados de saúde, é influenciada por fatores como os ciclos económicos, a demografia, o ambiente ou as alterações tecnológicas, cujo impacto se faz sentir a médio e longo prazo. A conjugação entre as alterações da estrutura demográfica e a evolução projetada para a produtividade e o crescimento económico são determinantes para o normal funcionamento tanto dos sistemas de pensões, financiados numa ótica de repartição intergeracional, assim como para a capacidade de manutenção de um sistema de cuidados de saúde. As despesas associadas ao envelhecimento da população, em particular as referentes a pensões e saúde, colocam uma forte pressão sobre o equilíbrio orçamental. Por forma a melhor gerir estas pressões, assim como as crescentes necessidades de investimento, é necessária a implementação de um efetivo sistema de gestão da despesa pública, que hierarquize as prioridades, promova a eficiência nos gastos públicos e possibilite a criação de espaço orçamental para fazer face às crescentes necessidades de investimento em áreas como os cuidados de saúde, defesa nacional e outros riscos fortuitos e/ou condicionais.

Dentro dos riscos fortuitos, incluem-se as alterações climáticas e eventos catastróficos, que constituem também riscos orçamentais relevantes. Apesar da questão demográfica e do crescimento da produtividade representarem atualmente os principais riscos orçamentais para a economia portuguesa, as alterações climáticas também permanecem como um dos maiores riscos descendentes sobre o crescimento económico e sobre as finanças públicas, quer a nível global, quer a nível nacional. Portugal, apesar de já ter adotado diversos acordos, planos e legislação com vista à mitigação e à adaptação, tarda em implementar, articular e executar as ações e medidas propostas nestes, incluindo o estipulado na Lei de Bases do Clima. Persiste ainda a falta de clarificação das necessidades de investimento público e privado até 2050 para a efetiva concretização destes instrumentos, assim como a respetiva calendarização e fontes de financiamento. Relativamente aos riscos associados a eventos catastróficos, estes podem ser de origem humana (ataques cibernéticos e tensões geopolíticas) e de origem natural (sismos e tsunamis), sendo alguns destes não controláveis. O Relatório apresenta alguns indicadores do grau de exposição a estes riscos.

Ao nível da defesa nacional, Portugal registou uma despesa de aproximadamente 1,4% do PIB em 2022, sendo este também o valor médio registado no período desde 2014. Trata-se de um valor inferior ao definido no "Compromisso de Investimento na Defesa" assumido pelos Aliados da Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN, mais conhecida pela sigla em inglês NATO) em 2014, uma situação semelhante à verificada na maioria dos países da UE. Com efeito, de acordo com a *Stockholm International Peace Research Institute* (Sipri), apenas seis países da UE gastaram no mínimo 2% do seu PIB em defesa em 2022. Daqui pode decorrer uma pressão para a despesa pública,

pois a afetação à Defesa Nacional, de forma sustentada, de 2% do PIB, exigiria um aumento anual desta despesa em torno dos 0,6 p.p. do PIB.

No que se refere aos riscos condicionais, destacam-se os associados a passivos contingentes, que em 2021 ascenderam a 50,4% do PIB, três quartos dos quais respeitantes a entidades financeiras controladas pelas Administrações Públicas, classificadas fora do perímetro orçamental. Excluindo os passivos destas entidades financeiras, e utilizando informação disponível relativo ao ano de 2022 observou-se uma redução generalizada das responsabilidades contingentes em rácio do PIB para níveis inferiores ao verificado no ano pré-pandemia. Destacam-se neste âmbito as garantias concedidas ao sector financeiro, concretamente a extinção das responsabilidades relativas à garantia de carteira e o decréscimo das responsabilidades relativas ao mecanismo de capitalização contingente do Novo Banco, que contribuíram para que as responsabilidades com garantias públicas se reduzissem para 4,5% do PIB. A dívida gerada por entidades públicas não financeiras classificadas fora do perímetro orçamental acompanhou esta evolução fixando-se em 3,1% do PIB em 2022, o mais baixo desde 2007, o mesmo sucedendo com as Parcerias Público-Privadas cujas responsabilidades reduziram-se de 2,2% do PIB em 2019 para 1,7% do PIB em 2022.

Análise da sustentabilidade da dívida

De acordo com a análise determinística de sustentabilidade da dívida apresentada no presente relatório, o CFP projeta que, no cenário base, o rácio da dívida pública apresente uma trajetória descendente ao longo dos próximos 15 anos, estabilizando em 87,2% do PIB em 2037. A dívida pública em percentagem do PIB apresenta, em 2023 e 2024, um ritmo de diminuição expressivo, impulsionado pela inflação e pela consolidação orçamental, que se reflete em saldos primários positivos e relativamente elevados nestes anos. Já para o período 2025-2037 antecipa-se uma redução mais gradual do rácio da dívida, fundamentalmente devido a um contributo menos favorável do saldo primário e do efeito dinâmico (ou bola de neve), este influenciado pelo efeito do crescimento nominal previsto no cenário macroeconómico. A trajetória do saldo primário é estimada recorrendo a uma função de reação orçamental. Desta forma, a resposta do saldo primário ao rácio da dívida encontra-se influenciada por um comportamento histórico em que pontuaram anos com défices primários num contexto de dívida crescente e só mais recentemente se verificaram excedentes primários. A simulação do impacto no rácio da dívida de vários choques exógenos aponta para uma sensibilidade deste rácio a choques na taxa de crescimento do PIB e no saldo primário.

O CFP apresenta ainda, pela primeira vez, uma análise estocástica da dívida, que visa complementar a projeção determinística, ao providenciar uma análise empírica da incerteza macroeconómica que envolve a trajetória simulada da dívida. Ao contrário das projeções determinísticas, o resultado das projeções estocásticas não se traduz num único cenário base, mas sim numa distribuição de possíveis cenários prospetivos para a dívida pública que resultam de choques macroeconómicos no conjunto de variáveis determinantes dessa evolução. Neste caso, o cenário base da projeção determinística situa-se abaixo da mediana das trajetórias obtidas pelo modelo estocástico, no percentil 30. Em parte, este aparente resultado pouco conservador obtido à luz do bloco determinístico, é justificado pela dimensão dos choques passados que atingiram a

economia portuguesa, captados pelo modelo estocástico, que não se repetem no cenário macroeconómico subjacente à projeção determinística.

A trajetória descendente do rácio da dívida pública no cenário base 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. Como o período após o final do programa de ajustamento em 2014 demonstra, as condições de financiamento favoráveis que se verificaram, aliadas à disciplina orçamental, criaram uma dinâmica favorável para a redução da dívida, que se reforçam mutuamente, via ganhos de credibilidade refletidos em *spreads* reduzidos face à dívida alemã. Uma rutura com essa opção de política económica, simulada pelo CFP num cenário extremo em que o saldo primário regressaria à respetiva média histórica desde a entrada na área do euro (-1,3% do PIB), conduziria a um perfil ascendente para o rácio da dívida a partir de 2027, situando-se acima de 110% do PIB no final do horizonte de projeção. Como se conclui neste relatório, países cujos governos optem por prosseguir uma política orçamental que descure de forma reiterada e persistente a obtenção de um saldo primário suficiente para permitir uma redução do rácio da dívida poderão enfrentar riscos consideráveis, devido, em parte, 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. De facto, apesar da trajetória descendente do endividamento, Portugal continua numa posição vulnerável devido ao ainda elevado rácio de dívida pública e privada, estando assim sujeito a que, na ausência de uma conjuntura favorável e na eventualidade de acontecimentos idiossincráticos, os custos de financiamento aumentem significativamente.

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.

No quadro da sua missão, o 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, identificando e analisando os fatores e os riscos que as determinam. A análise é assim centrada num horizonte temporal de quinze anos, para o qual são apresentados cenários quantitativos de evolução de algumas das principais variáveis macroeconómicas e orçamentais.

Um exercício de projeção implica sempre incerteza, tal 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 macroeconómicas ou orçamentais 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 quantificação são essenciais à boa gestão das finanças públicas.

O presente relatório dá especial destaque: aos riscos demográficos resultantes da redução esperada da população portuguesa, com impacto já visível mesmo nas projeções de médio prazo para o emprego; aos riscos decorrentes das alterações climáticas e aos riscos catastróficos; ao impacto do compromisso de despesa em defesa assumido no âmbito da OTAN; à identificação das responsabilidades contingentes do Estado português; e a uma análise de sustentabilidade da dívida pública recorrendo quer a um modelo determinístico, quer a um modelo estocástico.

2. RISCOS ORÇAMENTAIS E SUSTENTABILIDADE

Os anos mais recentes têm sido marcados por múltiplos acontecimentos globais, como choques externos, a crise pandémica, o conflito entre a Rússia e a Ucrânia e, mais recentemente, a escalada das tensões geopolíticas no Médio Oriente, representando testes à resiliência e à resposta económica e governativa dos países (OECD, 2023). Estes e outros fatores externos ampliaram os riscos orçamentais, podendo ter implicações para a sustentabilidade das finanças públicas.

Os riscos orçamentais são potenciais acontecimentos adversos que originam desvios relativamente ao resultado esperado de uma variável, podendo afetar a posição orçamental de um Governo (FMI, 2017) e assim a capacidade deste em cumprir as suas obrigações. De acordo com a OCDE (2020) o conceito de riscos orçamentais decorre do problema mais geral da exatidão das previsões orçamentais que constituem a base dos quadros plurianuais da despesa a médio prazo. Assim, "riscos orçamentais" é a expressão utilizada para designar os grandes desvios potenciais em relação às previsões orçamentais.¹ De acordo com a mesma publicação para além dos riscos para a fiabilidade das previsões associados a "erros técnicos" dos previsores, na maioria dos países podem ser identificadas quatro categorias principais de riscos, embora os termos ou as classificações pormenorizadas utilizadas variem:

1. Riscos macroeconómicos, que decorrem de alterações cíclicas ou estruturais da economia, afetam diretamente as previsões de receitas públicas e, potencialmente, influenciam indiretamente as previsões de despesas. Os riscos em relação às variáveis macroeconómicas incluem especialmente o crescimento, a demografia, os preços dos recursos naturais (e.g. petróleo, gás natural), bem como o sector financeiro, que podem, no entanto, ser identificados separadamente de outros riscos macroeconómicos;

2. Riscos de políticas ou programas orçamentais, que são riscos de que a coleta de impostos ou o controlo das despesas não ocorram como planeado, gerando perdas de receitas ou despesas adicionais.

3. Riscos de créditos orçamentais incertos (também designados por passivos contingentes), que englobam todos os compromissos que o governo assumiu formalmente ou obrigações que o governo não poderia evitar, mas que não estão incluídos nas previsões orçamentais por serem incertos ou impossíveis de medir. Inserem-se aqui as garantias (em que uma parte promete ser responsável pelas obrigações de outra parte em caso de incumprimento desta), as indemnizações (promessa juridicamente vinculativa em que uma parte se compromete a aceitar o risco de perdas ou danos que outra parte possa sofrer) ou outros tipos de créditos (por exemplo, ações judiciais, litígios fiscais, subscrição de capital não realizado). Contudo, a identificação - e, na verdade, a

¹ A identificação dos riscos depende assim da previsão contra a qual estão a ser considerados. Trata-se de um conceito diferente das pressões orçamentais, uma vez que estas são fenómenos geralmente integrados nas previsões (por exemplo, o envelhecimento da população).

medição e divulgação - de tais riscos é controversa, na medida em que pode cristalizar ou dar origem a reivindicações que não foram legalmente aprovadas pelo governo e pelo parlamento.

4. *Riscos de balanço*, que são principalmente riscos associados a ativos e passivos detidos pelas administrações públicas, tais como participações no capital ou empréstimos.

Contudo, tal como reconhecido pela OCDE (2020), em última análise, deve reconhecer-se que qualquer classificação de riscos é necessariamente imperfeita, uma vez que os riscos raramente são completamente estanques e estão frequentemente correlacionados.² O presente relatório tenta seguir uma estrutura de organização dos riscos orçamentais compatível com a enunciada pela OCDE, adaptando ao contexto português e às limitações de informação existentes, como a ausência de um balanço do Estado que permita elaborar uma análise efetiva destes riscos.

Sustentabilidade das Finanças Públicas

A discussão em torno da sustentabilidade das finanças públicas e da sua caracterização constitui um capítulo importante no desenvolvimento da teoria económica (Balassone e Franco, 2000). Tal como referido por estes autores não é fácil definir sustentabilidade orçamental: “Embora a intuição seja clara (uma política sustentável deve, em última análise, evitar a bancarrota), a definição analítica e operacional de sustentabilidade não é simples”. De igual forma a Comissão Europeia referia em 2009: “O conceito de sustentabilidade das finanças públicas está relacionado com a capacidade de um governo assumir os encargos financeiros da sua dívida, no presente e no futuro. Não existe uma definição clara de uma situação orçamental sustentável, embora o conceito seja bastante intuitivo. Numa primeira instância, envolve um nível de dívida que não implica - nem no presente, nem no futuro previsível - pagamentos de juros tão elevados que não possam ser pagos.” Em termos empíricos é frequentemente testada com base na restrição orçamental intertemporal.³ Como desta breve exposição se depreende, existem diferentes definições de sustentabilidade, umas focadas nos fluxos e outras no *stock* de dívida gerado pela política orçamental,⁴ mas todas consideram o controlo da dívida pública e a preservação da capacidade para emitir dívida, como fundamental para o bom funcionamento da economia e determinante para a sustentabilidade das finanças públicas. Mais concretamente, a sustentabilidade orçamental refere-se à capacidade de um Governo em manter os níveis de despesa atuais e futuros, sem provocar um problema de solvência da dívida pública ou deixar de cumprir algumas das suas obrigações.

² Um exemplo típico de tais correlações é a crise financeira de 2008, que, através do seu impacto na economia, afetou as despesas e as receitas públicas, mas também resultou no acionamento de garantias do Estado. Estas correlações entre riscos podem ser exploradas através de testes de stress.

³ 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.

⁴ 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.

No mesmo sentido, St. Aubyn (2017) considera que “(...) a sustentabilidade financeira do Estado será respeitada, ou que as Finanças Públicas são sustentáveis, se os planos de despesa (despesa assumida no presente incluindo todos os compromissos no futuro) forem efetivamente executados sem incumprir com as obrigações relacionadas com a dívida pública entretanto assumidas”. Identifica ainda as implicações associadas a esta noção de sustentabilidade: (i) esta pressupõe a existência de um plano de receitas compatível com as despesas assumidas e que possibilite uma trajetória estável e que permita a sua tranquila renovação; e (ii) depende não só de decisões passadas e contemporâneas, mas também do que suceder no futuro, uma vez que os compromissos assumidos poderão ser mais facilmente satisfeitos num contexto de crescimento económico mais forte. Por fim, conclui que a sustentabilidade das finanças públicas “é um conceito macro, resultante do conjunto em agregado da política orçamental”.

No plano da economia do crescimento económico, o desenvolvimento sustentável foi definido no Relatório Brundtland de 1987 «O Nosso Futuro Comum»⁵ da Comissão Mundial para o Ambiente e o Desenvolvimento como «desenvolvimento que responde às necessidades do presente sem comprometer a capacidade de resposta das gerações futuras às suas próprias necessidades».⁶ Assim, a sustentabilidade das finanças públicas tem um impacto direto sobre a equidade intergeracional.

Enquanto conceito dinâmico, alcançar e manter a sustentabilidade depende da contínua implementação de reformas estruturais e orçamentais, que simultaneamente garantam o controlo da posição orçamental, permitam o aumento do crescimento do PIB potencial no longo prazo e uma boa gestão da dívida pública sem comprometer a atividade do Estado. Com efeito, a perda de acesso a financiamento em mercado ou um acesso limitado em condições demasiado onerosas tem inevitavelmente um impacto negativo significativo sobre o crescimento económico e na capacidade de assegurar o serviço da dívida contraída. Se para assegurar a solvabilidade for necessário o Estado deixar de cumprir algumas das suas obrigações tal também teria consequências adversas.

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, o que diminui o espaço para políticas orçamentais contra cíclicas, podendo ter implicações no crescimento económico, sobretudo se a dívida também financiar despesas não produtivas. Pelas razões mencionadas anteriormente, é importante proceder a análises regulares da sustentabilidade das finanças públicas e alertar para a importância da adoção de políticas orçamentais que contribuam para um crescimento económico duradouro e que sejam justas para as gerações atuais e futuras.

⁵ [United Nations General Assembly. \(1987\)](#). Report of the World Commission on Environment and Development: Our common future.

⁶ O desenvolvimento sustentável tornou-se formalmente um dos objetivos a longo prazo da União Europeia com a introdução do [artigo 3.º, n.º 3, do Tratado da União Europeia](#).

3. PROJEÇÕES MACROECONÓMICAS

Neste capítulo é apresentada uma atualização das perspetivas para os desenvolvimentos da economia portuguesa no médio e longo prazo, assim como os principais riscos associados a esse cenário. Inicialmente apresenta-se o enquadramento macroeconómico para a economia portuguesa para o horizonte 2023-2037, o qual beneficia da informação mais recente, incluindo a versão final das [Contas Nacionais finais para 2021, publicadas a 22 de setembro pelo INE](#), do cenário macroeconómico apresentado no relatório [Perspetivas Económicas e Orçamentais 2023-2027 \(atualização\)](#), publicado em setembro, assim como das projeções de longo prazo produzidas pelo modelo macro-orçamental do CFP. No capítulo seguinte serão abordados os riscos para o crescimento económico no longo prazo, mais concretamente, a questão do crescimento da produtividade total dos fatores.

3.1 Projeções macroeconómicas: Portugal no longo prazo

Enquadramento

No longo prazo, um dos principais riscos para a finanças públicas decorre da evolução da economia e dos riscos a que esta se encontra sujeita. Assim, importa identificar e analisar esses choques, a sua persistência, magnitude e as suas formas de propagação pela economia. Neste sentido, apresenta-se no Quadro 1 o cenário macroeconómico considerado pelo CFP desde 2023 até 2037. Este cenário reflete três dinâmicas principais: i) uma expectativa de redução da população em idade ativa (15-89 anos) a partir de 2025, em linha com o cenário central das mais recentes [projeções demográficas do Eurostat](#) (EUROPOP 2023); ii) o pressuposto de uma redução gradual da inflação para valores em torno de 2%, em linha com o objetivo de política monetária definido pelo Banco Central Europeu, durante o primeiro quinquénio, a qual deverá estar associada a uma convergência gradual das taxas de juro de curto e de longo prazo para valores em torno de zero em termos reais, ao longo do restante horizonte de projeção; e iii) a convergência do ritmo de crescimento da produtividade total dos fatores (PTF) para um valor em torno de 0,6% no longo prazo, consistente com a média observada no período compreendido entre o ano da adesão ao Euro e o último ano pré-pandemia (2002-2019).

A apresentação do cenário macroeconómico é subdividida em três períodos, cada um correspondente a um quinquénio. O primeiro quinquénio, referente ao período compreendido entre 2023-2027, corresponde, em larga medida, ao cenário macroeconómico publicado no [Perspetivas Económicas e Orçamentais 2023-2027 \(atualização\)](#), atualizado com a incorporação da informação relativa às [Contas Nacionais entretanto publicadas pelo INE a 22 de setembro](#), e engloba o período em que se considera a execução e conclusão do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR), assim como a manutenção de taxas de juro relativamente elevadas (ainda que com um perfil descendente no final deste período) e uma gradual redução da inflação para valores em torno de 2%. No segundo quinquénio, que engloba os anos 2028-2032, assume-se o

fecho do hiato do produto, assim como a convergência gradual do crescimento do PIB para o ritmo do crescimento potencial, pelo que a economia deverá encontrar-se em transição para o longo prazo. A evolução da atividade económica reflete aqui, de forma mais acentuada, os efeitos da evolução demográfica no mercado de trabalho. Por fim, o último período em análise (2033-2037) corresponde à evolução esperada para a economia portuguesa no longo prazo. De forma a melhor enquadrar e compreender o crescimento de longo prazo da economia portuguesa, na Caixa 1 é apresentada uma atualização da decomposição do crescimento da economia portuguesa desde 1996, com especial enfoque nos ciclos económicos.

Cenário macroeconómico 2023-2037

O CFP estima que a economia portuguesa deverá crescer, em média, 1,2% por ano entre 2023 e 2037 (Quadro 1). Este valor encontra-se parcialmente condicionado, no curto prazo, pelo impacto da manutenção de taxas de juro mais elevadas por parte do Banco Central Europeu (BCE), pela persistência de tensões geopolíticas significativas e, no longo prazo, pela expectativa de uma evolução demográfica desfavorável, que deverá afetar negativamente as dinâmicas do mercado de trabalho e crescimento económico. Em termos de composição, o crescimento da economia portuguesa deverá, à semelhança do observado em termos históricos, assentar num contributo expressivo da PTF,⁷ cujo valor se deverá situar, em média, em 0,9 p.p., e de um contributo menor do fator capital, em torno de 0,4 p.p. em média. No mesmo período, o emprego deverá apresentar um contributo negativo (-0,1 p.p.), e deverá refletir, sobretudo, a deterioração das perspetivas demográficas, em especial no segundo e terceiro quinquénios.

Não obstante as condicionantes de curto prazo, antecipa-se que o crescimento da economia portuguesa deverá ser mais robusto no início do horizonte de projeção e desacelerar nos períodos seguintes, à medida que a economia, na ausência de choques adicionais, converge e estabiliza em torno do seu ritmo de crescimento potencial. Importa assim analisar em maior detalhe os diferentes subperíodos que constituem este cenário macroeconómico.

⁷ Por produtividade total dos fatores considera-se o resíduo de *Solow* da função *Cobb-Douglas* com os fatores de produção trabalho (com elasticidade de 0,65) e capital (com elasticidade 0,35).

Quadro 1 – Enquadramento macroeconómico: 2023-2037

	2023-27	2028-32	2033-37	2023-2037
Indicadores macroeconómicos				
PIB real	1,8	1,1	0,7	1,2
Produtividade total dos fatores (p.p.)	1,3	0,9	0,6	0,9
Capital (p.p.)	0,3	0,5	0,4	0,4
Trabalho (p.p.)	0,2	-0,2	-0,3	-0,1
Deflador do PIB	3,4	2,0	2,0	2,5
IHPC	3,0	2,0	2,0	2,3
<i>Rácios do investimento:</i>				
Bruto (% PIB)	19,2	20,0	19,8	19,7
Líquido de depreciação (% <i>stock</i> de capital)	1,0	1,3	1,1	1,1
Intensidade do capital	0,7	1,6	1,6	1,3
Produto potencial	2,0	1,2	0,7	1,3
Mercado de trabalho				
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,2	5,9	6,6	6,3
Emprego	0,3	-0,3	-0,5	-0,2
Taxa de participação (% pop., 15-89 anos)	60,9	60,9	60,9	60,9
Produtividade aparente do trabalho	1,5	1,4	1,1	1,4
Remuneração média por trabalhador	5,2	3,5	3,1	3,9
Demografia				
População em idade ativa (15-89 anos)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2

Fontes: projeções CFP (2023-2037) e [projeções do Eurostat](#) (população com idade entre 15-89 anos, *baseline projections*). | Nota: variáveis expressas em taxa de variação anual média, % (exceto onde indicado). A decomposição do crescimento foi elaborada com recurso a uma função de produção do tipo *Cobb-Douglas* assumindo uma elasticidade do capital igual a 0,35. A soma dos contributos poderá não coincidir com o valor do crescimento do PIB real devido a arredondamentos. A intensidade do capital, ou *capital intensity*, é medida pelo rácio do *stock* de capital da economia no emprego (medido em número de indivíduos ou horas trabalhadas).

Caixa 1 – Decomposição do crescimento da economia portuguesa desde 1996

O perfil de crescimento da economia portuguesa desde 1996 apresenta diferenças significativas, tanto na sua intensidade como na sua composição. O primeiro período, compreendido entre o final da década de 1990 e início dos anos 2000, beneficiou de uma conjugação de fatores positivos, nomeadamente uma conjuntura externa favorável, a entrada substancial de fundos comunitários e dinâmicas migratórias positivas, que levaram a um aumento substancial do investimento e do emprego (Quadro 2). Nos anos seguintes, a economia portuguesa enfrentou uma crise económica (em 2002), uma crise financeira à escala global (em 2008) e uma crise de dívida soberana (entre 2010 e 2012), que foram afetando não apenas o crescimento da economia, mas também a sua composição, observando-se, por exemplo, um menor contributo do fator capital. Em seguida a economia portuguesa entrou num ciclo de retoma, observando-se, contudo, um padrão de crescimento distinto do observado na década de 1990, em particular ao nível do investimento. Por fim, a partir de 2020, a economia nacional enfrentou os efeitos da pandemia de COVID-19, que tiveram um impacto sem precedentes ao nível da atividade económica e do mercado de trabalho. A forte recuperação que se seguiu apresentou, também, características distintas face ao observado em episódios anteriores. No global, os períodos de recessão aqui identificados coincidem com os períodos assinalados no estudo realizado por Aguiar-Conraria *et al.* (2023) para a Fundação Francisco Manuel dos Santos. Assim, dadas as diferenças significativas nos padrões de

crescimento ao longo do tempo, 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, 1996T1-2023T2

	1996T 1 - 2002T 1	2002T 2 - 2008T 1	2008T 2 - 2012T 4	2013T 1 - 2019T 4	2020T 1 - 2023T 2	2002 - 2019
PIB real	3,7	1,1	-1,5	1,8	1,7	0,7
Produtividade total dos fatores (p.p.)	1,6	0,6	-0,4	1,2	1,2	0,6
Capital (p.p.)	0,8	0,6	0,3	-0,2	0,1	0,2
Trabalho (p.p.)	1,3	-0,1	-1,4	0,7	0,4	-0,1
Emprego	2,1	-0,2	-2,1	1,1	0,6	-0,2
<i>Rácios do investimento:</i>						
Bruto (% PIB)	23,7	21,7	18,6	16,0	18,8	18,7
Líquido de depreciação (% <i>stock</i> de capital)	2,3	1,6	0,6	-0,4	0,4	0,6
Produtividade aparente do trabalho	1,6	1,3	0,6	0,7	1,0	0,9
Intensidade do capital	0,1	1,9	3,0	-1,6	-0,2	0,8

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 uma elasticidade do capital igual a 0,35. A soma dos contributos poderá não coincidir com o valor do crescimento do PIB real devido a arredondamentos.

No primeiro período, entre a segunda metade da década de 1990 e inícios do século XXI (até à crise económica de 2002), a economia portuguesa atravessou um período de forte expansão, tendo crescido, em média, 3,7% por ano. O desempenho particularmente robusto da economia resultou da conjugação de diversas dinâmicas favoráveis, que se traduziram em contributos relevantes dos três principais fatores produtivos: trabalho, capital e PTF. Relativamente ao fator trabalho, o seu contributo, 1,3 p.p. em termos médios, resultou não apenas dos fluxos migratórios que contribuíram para um aumento da população ativa, mas também da manutenção da taxa de desemprego em níveis baixos, dinâmicas que se traduziram num aumento médio do emprego de 2,1%. Assistiu-se igualmente a um contributo significativo do capital (0,8 p.p., em média), favorecido pelo significativo influxo de fundos comunitários que conduziu a um forte aumento do investimento (para valores em torno de 23,7% do PIB real), em particular no sector da construção, e consequentemente a um aumento do *stock* de capital da economia, de 2,3% ao ano, em termos médios. Já o contributo da PTF situou-se, em média, em 1,6 p.p., encontrando-se associado a um aumento da produtividade aparente do trabalho de 1,6%.

No período seguinte, compreendido entre a crise económica de 2002 e o início da crise financeira global de 2008, alguns dos fatores positivos que impulsionaram o crescimento da economia nos anos anteriores desvaneceram-se, levando a uma redução do crescimento médio da economia para 1,1% por ano. Para esta desaceleração concorreu, em larga medida, um contributo negativo do fator trabalho (-0,1 p.p. em média), assim como contributos menos positivos do fator capital e da PTF (0,6 p.p. em ambos os casos). A redução significativa no contributo do fator trabalho reflete, sobretudo, um aumento na taxa de desemprego, uma vez que a população ativa manteve uma trajetória positiva. A conjugação destes dois fatores traduziu-se numa redução média do emprego de 0,2% por ano. Já a diminuição no contributo do fator capital reflete uma redução nos fluxos de investimento na economia (com o rácio de investimento no PIB a diminuir 2,0 p.p. para 21,7%, em média) e que levaram a uma desaceleração no ritmo de crescimento do *stock* de capital para 1,6%.

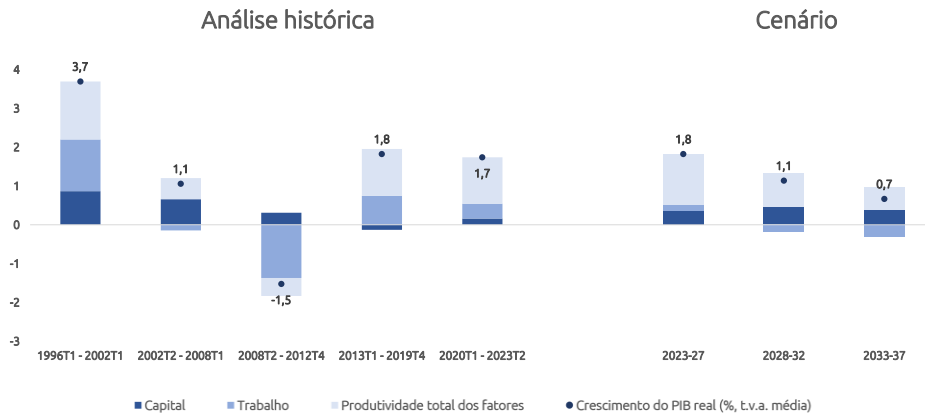
No período subsequente, compreendido entre o início de 2008 e o final de 2012, e que corresponde ao período entre a crise financeira global e a crise de dívida soberana, a economia portuguesa contraiu, em média, 1,5% por ano. Tanto o fator trabalho como a PTF contribuíram negativamente para o crescimento económico (-1,4 p.p. e -0,4 p.p., respetivamente), enquanto o fator capital contribuiu positivamente (0,3 p.p.), ainda que com menor intensidade. Importa salientar, contudo, que os contributos do fator trabalho e fator capital não incluem os efeitos de uma eventual subutilização dos respetivos fatores⁸, pelo que estes efeitos poderão estar a ser captados pelo contributo da PTF, refletindo-se num menor contributo desta. Neste período, o emprego contraiu, em média, 2,1% por ano, enquanto as horas médias trabalhadas reduziram-se, em média, 0,7%. Os fluxos de investimento mantiveram uma trajetória descendente, com o rácio do investimento no PIB a reduzir-se para 18,6%, em média e o crescimento do *stock* de capital a desacelerar novamente para 0,6%.

Após o término da crise de dívida soberana e até ao final de 2019, a economia portuguesa entrou num período de recuperação, registando um crescimento médio do PIB real de 1,8% por ano. A taxa de desemprego diminuiu de forma substancial, levando a um incremento médio do emprego de 1,1%, ao ano e a uma recuperação no contributo deste fator produtivo para 0,7 p.p.. Por seu turno, o contributo do fator capital diminuiu face ao período anterior, tornando-se negativo (-0,2 p.p.). Esta redução decorre de uma nova redução nos rácios de investimento da economia (para 16,0% do PIB, em média), refletindo, entre outros, o aumento de restrições no acesso ao crédito concedido pelas instituições bancárias, em particular às empresas. Neste período, o contributo da PTF recuperou para 1,2 p.p., enquanto o ritmo de crescimento médio da produtividade aparente do trabalho acelerou ligeiramente, para 0,7%, por ano.

Por último, o período mais recente, compreendido entre o início da pandemia de COVID-19 e a atualidade (2.º trimestre de 2023), engloba um período de contração sem precedentes da atividade económica concentrada num curto espaço de tempo (entre o 1.º trimestre de 2020 e o 1.º trimestre de 2021), seguido de um período de forte recuperação. No global, o crescimento médio da economia portuguesa situou-se em 1,7%, um valor semelhante ao observado entre 2013 e 2019, mas que apresenta uma composição diferenciada. O contributo do fator trabalho diminuiu para 0,4 p.p., em resultado de uma desaceleração no ritmo de crescimento médio do emprego para 0,6% por ano. Já o contributo do capital recuperou para 0,1 p.p., fruto de uma inversão na trajetória dos rácios de investimento (que aumentaram para 18,8% do PIB em média), refletindo parcialmente a execução do PRR, o que se traduziu num aumento médio do *stock* de capital da economia de 0,4% por ano. No mesmo período, o contributo da PTF permaneceu inalterado em 1,2 p.p.. Contudo, importa novamente salientar que este período foi caracterizado por alterações significativas nos graus de utilização dos diferentes fatores produtivos, o que poderá influenciar o cálculo dos contributos do capital e do trabalho e, deste modo, afetar a estimativa da PTF. Com efeito, observa-se que na atualidade (em 2023), a utilização da capacidade produtiva na indústria encontra-se já a um nível superior ao observado no pré-pandemia, enquanto as horas médias trabalhadas por trabalhador encontram-se ainda a um nível inferior.

⁸ Para efeitos deste exercício foram considerados como fatores produtivos o emprego medido em número de indivíduos e o *stock* de capital não ajustado pelo grau de utilização.

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



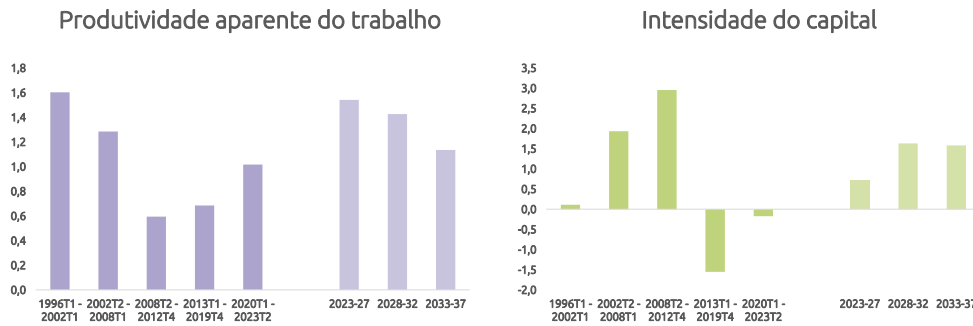
Fontes: CFP e INE. | Nota: decomposição do crescimento elaborada com recurso a uma função de produção do tipo *Cobb-Douglas* assumindo a elasticidade do capital igual a 0,35. Ver nota do Quadro 2 para mais informação sobre os períodos selecionados.

O primeiro dos subperíodos em análise corresponde ao intervalo compreendido entre 2023 e 2027, para o qual o CFP antecipa um crescimento médio da economia portuguesa de 1,8%, em linha com o cenário macroeconómico apresentado no [Perspetivas Económicas e Orçamentais 2023-2027 \(atualização\)](#) de setembro. Este período encontra-se condicionado por fatores favoráveis e desfavoráveis. A contribuir positivamente, importa salientar o impacto do PRR (cuja execução deverá terminar em 2026), e que deverá promover um crescimento mais intenso do investimento e da atividade económica. Em sentido inverso, as tensões geopolíticas associadas aos atuais conflitos militares (na Ucrânia e na Faixa de Gaza), assim como a expectativa de uma persistência das taxas de juro em níveis mais elevados (ainda que com um perfil descendente), e a gradual desaceleração da inflação para valores em torno de 2%, deverão, em termos líquidos, penalizar a procura global e, conseqüentemente, a atividade económica e o mercado de trabalho. Assim, o crescimento económico neste período deverá ser suportado por um contributo significativo da PTF (de aproximadamente 1,3 p.p. em média) e em contributos mais reduzidos do fator capital e trabalho (em torno de 0,3 p.p. e 0,2 p.p., respetivamente).

O maior dinamismo do crescimento deverá igualmente traduzir-se numa intensidade do capital superior⁹, sendo esperado um aumento deste indicador de 0,7%, em média, até 2027 (Gráfico 2). Esta dinâmica, quando conjugada com um contributo da PTF de 1,3 p.p., próximo do observado no período entre 2013 e 2019, deverá conduzir a um aumento da produtividade aparente do trabalho em 1,5%, em termos médios, até 2027, superior ao observado no período 2013-2019 (0,7%).

⁹ O aumento da intensidade do capital é designado como *capital deepening* na terminologia anglo-saxónica.

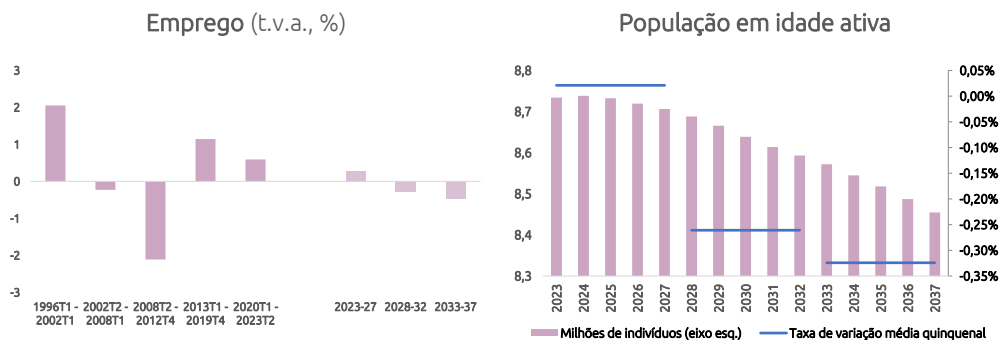
Gráfico 2 – Produtividade aparente do trabalho e intensidade do capital (t.v.a., %)



Fonte: CFP e INE.

No que concerne ao contributo do fator trabalho, este deverá refletir, em larga medida, as dinâmicas do mercado de trabalho projetadas para este intervalo. Mais concretamente, perspectiva-se que a taxa de desemprego aumente ligeiramente (para 6,2% da população ativa, em média), enquanto o ritmo de crescimento do emprego deverá abrandar para 0,3%, refletindo uma evolução desfavorável da demografia, que aponta para uma estagnação da população em idade ativa (Gráfico 3), assim como uma subida mais ligeira da taxa de participação, que deverá atingir valores historicamente elevados (em torno de 60,9%), semelhantes aos observados nos períodos mais recentes.

Gráfico 3 – Projeções para o emprego e para a população em idade ativa (15-89 anos)



Fontes: CFP, INE e Eurostat.

Já o contributo do fator capital deverá recuperar para um valor médio em torno de 0,3 p.p. no quinquênio terminado em 2027, o que contrasta com um contributo médio negativo no período entre 2013 e 2019 (-0,2 p.p.). A dinâmica do contributo do capital reflete, sobretudo, o impacto da execução do PRR ao longo deste período, que deverá impulsionar o investimento e, conseqüentemente, o *stock* de capital. Assim, o rácio de investimento da economia deverá atingir um valor médio de 19,2%, superior aos 16,0%, em média, observados no período 2013-2019, enquanto o *stock* de capital deverá crescer, em média, 1% ao ano, recuperando face à redução média de 0,4% por ano observado no mesmo intervalo. (Gráfico 1 e Quadro 2).

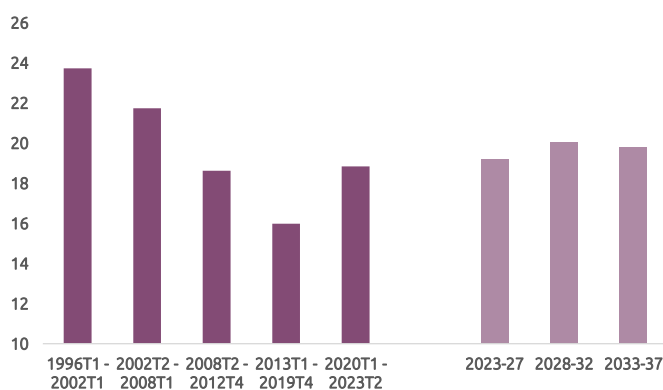
No que concerne aos preços, o atual cenário projeta que o IHPC apresente um crescimento médio de 3%, até 2027, enquanto o deflator implícito do PIB deverá aumentar 3,4% a cada ano. Importa assinalar, contudo, que ambos os indicadores

apresentam uma trajetória de desaceleração, devendo atingir valores em torno de 2% em 2027. Em igual período, as remunerações médias por trabalhador deverão apresentar um crescimento médio de 5,2%, o que se deverá traduzir num crescimento das remunerações médias reais de aproximadamente de 2,2%.

No intervalo de tempo que se segue, o atual cenário antecipa o fecho do hiato do produto, o que deverá encerrar o atual ciclo económico e iniciar o processo de convergência da economia portuguesa para o seu crescimento potencial ou de longo prazo. Assim, no período 2028-2032, projeta-se um ritmo de crescimento médio da economia portuguesa de 1,1% ao ano, inferior em 0,7 p.p. comparativamente ao valor projetado para o intervalo precedente. Esta dinâmica deverá ser suportada, sobretudo, pela redução no contributo da PTF para 0,9 p.p., mas também pelo contributo negativo (-0,2 p.p.) do fator trabalho, uma vez que o contributo do fator capital deverá aumentar para 0,5 p.p..

Neste período, o aumento esperado no contributo do fator capital deverá traduzir a persistência, até ao fecho do hiato do produto, de um ritmo de crescimento dos fluxos de investimento superior ao ritmo de crescimento da atividade económica, mesmo após a conclusão do PRR. Esta evolução deverá refletir-se num aumento do rácio do investimento sobre o produto para cerca de 20%, um valor superior aos 16% registados entre 2013 e 2019, mas ainda assim inferior ao valor observado no final da década de 1990 e início do século XXI (Gráfico 4). Já o *stock* de capital da economia deverá crescer, em média, 1,3% ao ano, um aumento de 0,3 p.p. face ao projetado para o período 2023-2027 (1%).

Gráfico 4 – Rácio do investimento em % do PIB



Fonte: CFP e INE.

O contributo negativo do fator trabalho é determinado, sobretudo, pelas projeções demográficas, que dependem não só das perspetivas para a evolução das taxas de natalidade e de mortalidade, mas também em relação à dinâmica dos fluxos migratórios líquidos. Assim, estas projeções antecipam uma redução no contributo do fator trabalho neste período, que ficará a dever-se a uma contração da população portuguesa em idade ativa (-0,3%, em média), uma vez que se projeta uma redução da taxa média de desemprego para 5,9% da população ativa (face a 6,2% projetado no período anterior) e a manutenção da taxa de participação em torno de 60,9%. Consequentemente, antecipa-se uma redução do emprego de aproximadamente 0,3% ao ano, neste período.

Neste intervalo, o contributo da PTF deverá permanecer como o principal motor do crescimento da economia, não obstante a antecipação de uma redução assinalável face ao período anterior. Este perfil descendente resulta sobretudo da expectativa de um decréscimo marginal (-0,1 p.p. face ao período anterior) no ritmo de crescimento da produtividade aparente do trabalho para 1,4%, decorrente, quer da antecipação de um abrandamento expressivo do PIB real (-0,7 p.p. para 1,1% ao ano, em média), quer da contração esperada do emprego. Contudo, este contributo da PTF ainda deverá beneficiar de um reforço na intensidade de capital possibilitado quer pela antecipação de um *stock* de capital mais elevado, quer pela expectativa de contração do emprego.

Relativamente aos preços, o atual cenário projeta que o ritmo de crescimento, quer do IHPC, quer do deflator do PIB, deverá desacelerar para 2%, em média, mantendo-se em linha com o objetivo de longo prazo definido pela autoridade monetária incumbente, o BCE. Em paralelo, antecipa-se um crescimento das remunerações médias nominais por trabalhador de 3,5%, em linha com o crescimento da produtividade aparente do trabalho e da inflação, e que deverá resultar num aumento das remunerações médias reais por trabalhador em torno de 1,4%.

No longo prazo (período 2033-2037), o atual cenário antecipa que a economia portuguesa deverá convergir para o seu crescimento potencial, em torno de 0,7% ao ano, em média, um valor próximo do ritmo de crescimento médio registado entre 2002, o ano em que o euro entrou em circulação na economia portuguesa, e 2019, o último ano antes do início da pandemia de COVID-19.

O contributo da PTF deverá permanecer como o principal responsável pela dinâmica projetada para a atividade económica neste período, apesar da expectativa de uma redução para 0,6 p.p. neste contributo, um valor coincidente com a média histórica observada para esta variável no período 2002-2019. Este comportamento da PTF, juntamente com a expectativa de estabilização do crescimento da intensidade do capital em torno de 1,6% ao ano, deverá contribuir para o perfil descendente projetado para a produtividade aparente do trabalho, que deverá crescer em média 1,1% ao ano (em linha com o crescimento médio de 0,9% observado no período 2002-2019).

Neste período, o cenário projeta uma redução marginal do contributo do fator capital para 0,4 p.p., fixando-se ainda assim num valor ligeiramente superior à média histórica registada entre 2002 e 2019 (0,2 p.p.), ao qual está associada a expectativa de uma redução no rácio médio do investimento bruto no PIB para valores em torno de 19,8%.

Antecipa-se que, no longo prazo, o contributo do fator trabalho se deteriore marginalmente para -0,3 p.p., traduzindo, sobretudo, a expectativa de contínua redução da população em idade ativa de 0,3% ao ano, em média, determinada pelas projeções demográficas, mas também pela expectativa de um aumento na taxa de desemprego para 6,6%, convergente com a taxa de desemprego natural da economia. A taxa de participação no mercado de trabalho deverá manter-se em 60,9%, por hipótese.

Neste período, os ritmos de crescimento do IHPC e do deflator do PIB deverão manter-se alinhados com o objetivo de longo prazo estabelecido pelo BCE (2%), e antecipa-se que as remunerações médias reais por trabalhador deverão crescer em torno de 1,1%, um valor idêntico ao ritmo de crescimento da produtividade aparente do trabalho.

Ao comparar as estimativas deste exercício com projeções de longo prazo realizadas por outras instituições, conclui-se que as perspetivas do CFP para o crescimento médio do PIB real português no período 2023-2033 são 0,5 p.p. mais elevadas, em média, do que as da Comissão Europeia (CE), mas encontram-se em linha com as perspetivas da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) (Quadro 3). Já em relação ao produto potencial, a análise comparativa indica que as projeções do CFP são mais elevadas, em média, do que as das restantes instituições. Se, em alternativa, considerarmos o período mais alargado (2023-2037), para o qual não estão disponíveis dados relativos às projeções da CE, a comparação indica que as projeções do cenário do CFP são ligeiramente mais baixas do que as da OCDE relativamente ao ritmo de crescimento médio do PIB real, e ligeiramente mais altas no que diz respeito à taxa de variação anual média do produto potencial. Uma observação mais detalhada aos subperíodos em análise revela que estas disparidades são sobretudo mais evidentes entre 2023 e 2027, em que o CFP projeta um crescimento mais fraco para o PIB real e mais robusto para o produto potencial, face às estimativas da OCDE. Estas divergências podem estar parcialmente relacionadas, por um lado, com o facto de as duas instituições adotarem métodos alternativos para o cálculo do produto potencial e, consequentemente, para o hiato do produto, e por outro lado, pelas diferentes hipóteses relativamente ao grau de execução do PRR incorporadas nos diferentes cenários.

No longo prazo, o CFP antecipa um crescimento médio ligeiramente inferior, quer para o PIB real, quer para o produto potencial, em relação às perspetivas da OCDE. No entanto, é necessário ressaltar que esta análise comparativa entre cenários de diferentes instituições tem de ser conduzida de forma prudente, uma vez que as projeções aqui apresentadas foram elaboradas em diferentes momentos no tempo, assentam em diferentes métodos de cálculo e hipóteses técnicas, e incorporam diferentes medidas de política, pelo que a sua comparabilidade tem carácter limitado.

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

	2023-2027	2028-2032	2033-2037	2025-2033*	2023-2037
PIB real					
CFP	1,8	1,1	0,7	1,3	1,2
CE	-	-	-	0,8	-
OCDE	2,2	1,1	0,8	1,3	1,4
Produto potencial					
CFP	2,0	1,2	0,7	1,4	1,3
CE	-	-	-	0,9	-
OCDE	1,5	1,1	0,8	1,2	1,1

Fontes: CFP, CE: *Debt Sustainability Monitor 2022*, OCDE: *Economic Outlook No. 109 - October 2021 - Long-term baseline projections*. | Nota: *: intervalo utilizado no *Debt Sustainability Monitor* de 2022 da Comissão Europeia (*Institutional Paper 199 / April 2023*).

Os ciclos económicos e o hiato do produto

Os ciclos económicos consistem em flutuações na atividade económica em torno da sua tendência de longo prazo ou do seu nível potencial, sendo caracterizadas por períodos de expansão ou recessão. Durante as expansões, a economia cresce em termos reais, enquanto durante as recessões esta contrai. Estas flutuações da atividade económica resultam em impactos sobre a receita e a despesa pública, gerando riscos orçamentais independentes da política orçamental discricionária. As finanças públicas reagem 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. O estudo destes ciclos reveste-se, portanto, de uma importância acrescida para compreender a evolução da atividade económica ao longo do tempo, num determinado território.

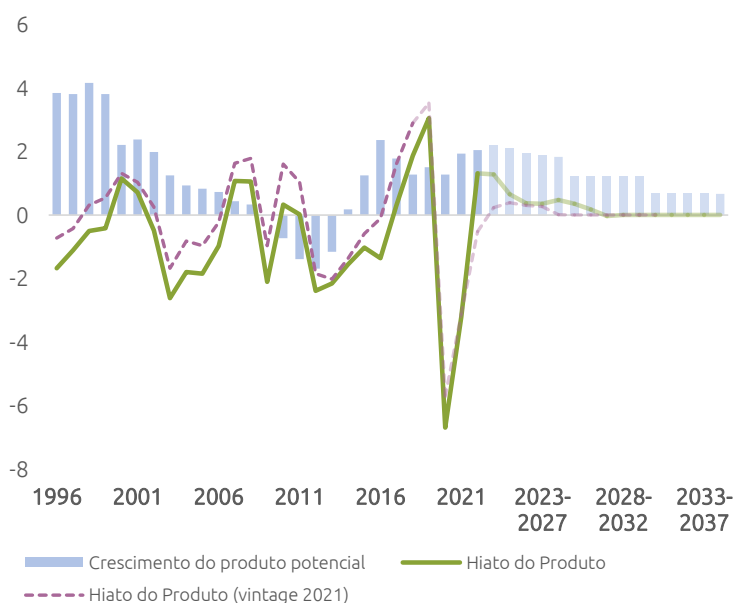
Utilizando uma série histórica longa trimestral do PIB real português, entre o 1.º trimestre de 1977 e o 2.º trimestre de 2023, e assumindo que a probabilidade de recessão é independente em cada ano, estimou-se que a probabilidade da economia se encontrar em recessão técnica¹⁰ num dado ponto em qualquer período de cinco anos é de aproximadamente 66,7%.¹¹ Este cálculo já incorpora a recessão decorrente do choque pandémico associado ao vírus COVID-19, que ocorreu nos dois primeiros trimestres de 2020, e interrompeu um ciclo de 23 trimestres consecutivos de crescimento económico (entre 2014T2 a 2019T4). Nesta análise concluiu-se também que, em Portugal, desde 1977, o tempo médio entre recessões é de aproximadamente 23,3 trimestres ou de 5,8 anos.

Para ajudar a compreender melhor estas flutuações económicas, o Gráfico 5 ilustra a estimativa mais recente para o hiato do produto da economia portuguesa, onde é possível observar a rápida recuperação da atividade económica no período pós-pandémico e antecipação do fecho do hiato em torno de 2030.

¹⁰ Entende-se por recessão técnica uma taxa de variação em cadeia do PIB real negativa em dois trimestres consecutivos.

¹¹ Para o cálculo da probabilidade de recessão num dado ponto em qualquer período de 5 anos a amostra trimestral total (1.º trimestre de 1977 ao 2.º trimestre de 2023) foi subdividida em 184 subamostras sequenciais com a duração de 20 trimestres (5 anos) cada. A probabilidade foi então calculada como o rácio entre o número de subamostras com recessão técnica sobre o número total de subamostras. Ao refazer o cálculo dessa probabilidade para subamostras de 4 trimestres (1 ano cada), a probabilidade da economia se encontrar em recessão técnica em cada ano é de aproximadamente 18,5%.

Gráfico 5 – Crescimento potencial e hiato do produto: 1996-2037 (%)



Fonte: CFP e [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas](#) (CFP, 2021). |
 Nota: o hiato do produto é representado em percentagem do produto potencial.

Dada a magnitude e persistência do choque provocado pela crise pandémica, assim como pela subsequente escalada nos preços (sobretudo dos bens energéticos) que se veio a observar desde 2021 e de forma mais acentuada em 2022, associados a elevados níveis de incerteza na natureza dos seus efeitos (cíclicos ou estruturais) no produto potencial, a estimativa para o hiato do produto deve ser analisada com prudência adicional (ver, por exemplo, Bodnár *et al.*, 2020, no contexto da Área do Euro).

Estes fatores de origem conjuntural adensam os níveis de incerteza já normalmente associados ao cálculo do produto potencial e do hiato do produto, uma vez que ambos são conceitos teóricos, não sendo diretamente observáveis, podendo apenas ser inferidos a partir de dados disponíveis e utilizando métodos econométricos e estatísticos adequados, os quais estão sempre sujeitos a consideráveis níveis de incerteza. O OBR (2014, 2019) identifica e alerta para três fontes de incerteza na estimação do hiato do produto que é preciso ter em conta: (i) incerteza de final de amostra, que não indica precisamente em que ponto do ciclo a economia se encontra no momento; (ii) incerteza nos dados, pelas sucessivas revisões a que estes são sujeitos e pela 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 pela pressão inflacionista, associada ao conseqüente endurecimento da política monetária, produziram efeitos ainda incertos, que colocam riscos a pender de forma sobretudo descendente nas perspetivas de curto, médio e longo prazo para as dinâmicas da economia portuguesa e das suas finanças públicas.

3.2 Riscos para o crescimento económico no longo prazo

Existem inúmeras evidências, quer teóricas, quer empíricas, de que o progresso tecnológico e institucional, medido pela PTF, é o principal determinante do crescimento económico no longo prazo. De acordo com a lei da produtividade marginal decrescente, o montante de produto obtido com qualquer unidade adicional de fator capital ou fator trabalho irá eventualmente diminuir, mantendo tudo o resto constante, o que implica que uma economia não pode sustentar um crescimento de longo prazo simplesmente por acumular mais fator trabalho ou fator capital, sendo sempre necessário progresso tecnológico para aumentar a eficiência com que esses fatores produtivos combinados conseguem gerar maiores níveis de produção. Assim, o atual cenário macroeconómico do CFP segue uma abordagem prudente projetando, para o longo prazo, um ritmo de crescimento da PTF em linha com a média histórica observada no período 2002-2019, em torno de 0,6% (Quadro 2).

Em paralelo, o cenário de longo prazo do CFP antecipa que a intensidade do capital, que mede o investimento produtivo em equipamento e tecnologia por trabalhador, cresça 1,6% ao ano, em média, no longo prazo, acima da média observada no período 2002-2019 (0,8%). Esta evolução reflete a estabilização esperada no rácio bruto do investimento em torno de 19,8% no longo prazo, que beneficia, sobretudo, da expectativa de um impacto positivo do PRR sobre os níveis de investimento no curto e no médio prazo (2023-2027).

Desta forma, a produtividade aparente do trabalho, que resulta da dinâmica de crescimento quer da PTF, quer do contributo da intensidade do capital, deverá crescer para valores próximos de 1,1% no longo prazo, um valor superior ao da média do período 2002-2019 (0,9%).

Historicamente, a taxa de crescimento da produtividade aparente do trabalho apresenta uma volatilidade elevada e uma tendência descendente (Quadro 2): entre 1996 e 2019 o crescimento da produtividade do trabalho abrandou, em média, de 1,6% no período 1996-2001, para 0,7% no intervalo 2015-2019, refletindo o impacto das recessões de 2002 (motivada pelas conjunturas interna e externa desfavoráveis marcadas pela entrada da China na Organização Mundial do Comércio e pela participação na área do Euro com a consequente perda do instrumento cambial), de 2008 (crise financeira global) e de 2010-2012 (crise da dívida soberana). O impacto da pandemia refletiu-se numa redução de 6,6% da produtividade do trabalho, em 2020 (sendo, contudo, de salientar que este valor reflete sobretudo uma forte redução na intensidade de utilização do fator trabalho, medido pelas horas médias trabalhadas), mas que rapidamente recuperou para um crescimento médio de 4,5% no período 2021-2022, acompanhando a evolução da atividade económica, e a recuperação na intensidade de utilização do fator trabalho.

Dado este enquadramento histórico associado a uma volatilidade elevada, é necessário salientar que as projeções para a evolução da produtividade aparente do trabalho envolvem níveis elevados de incerteza. No atual cenário de longo prazo, antecipa-se que a produtividade do trabalho deverá desacelerar para 1,5% no período 2023-2027, para 1,4% no período 2028-2032, e convergir para 1,1% no longo prazo. Esta evolução depende, em grande medida, de uma dinâmica ascendente do contributo da intensidade do capital, que assenta na expectativa de uma execução eficiente do PRR e na absorção dos fundos na economia, o que não se observou no passado mais recente

(o crescimento médio da intensidade do capital foi de -1,4% entre 2014 e 2022). Desta forma, uma execução do PRR abaixo do esperado poderá levar a rácios do investimento mais reduzidos, prejudicando a intensidade do capital e consequentemente a produtividade do trabalho, o crescimento de longo prazo da economia e a sustentabilidade das finanças públicas.

Assim, abstraindo da volatilidade estocástica e dos ciclos económicos, alterações na tendência de crescimento de longo prazo aqui apresentada poderão advir da intensidade do capital e sobretudo da produtividade total dos fatores. Só com um crescimento da produtividade total dos fatores superior à sua média histórica poderá a economia portuguesa apresentar um crescimento superior ao aqui considerado, justificando-se a adoção de reformas estruturais que promovam o crescimento da PTF. Desta forma, conclui-se que o crescimento da produtividade total dos fatores é o principal fator de crescimento económico no longo-prazo, constituindo assim o principal risco macroeconómico, ou seja, a principal causa de desvios face à projeção, à semelhança do que foi identificado nos relatórios dos [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas](#) de 2018 e dos [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas](#) de 2021.

4. RISCOS ORÇAMENTAIS

Neste capítulo são analisados os riscos económicos resultantes das alterações demográficas, em particular do envelhecimento da população, das alterações climáticas e dos eventos catastróficos. De seguida, é elaborada uma análise sobre potenciais necessidades de aumento da despesa associada a programas orçamentais, sendo dado o destaque à despesa com defesa nacional nesta edição e identificados os principais riscos relacionados com as responsabilidades contingentes. Por último, referem-se os riscos relacionados com a situação financeira do Estado, onde se analisa a evolução recente da dívida pública, bem como as vulnerabilidades de curto prazo e os riscos de medio e longo prazo. A análise é prejudicada pela ausência de um balanço do Estado, que não permite a identificação dos ativos das administrações públicas, isto oito anos após a publicação da lei de enquadramento orçamental e do decreto-lei que cria o sistema de normalização contabilística da administração pública (SNC-AP). Assim apenas se dispõe informação relativa a uma parte do passivo (dívida pública).

A abordagem adotada neste capítulo consiste em identificar essencialmente 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 as perspetivas para os desenvolvimentos económicos e, conseqüentemente, a posição das finanças públicas.

4.1 Riscos Económicos

4.1.1 Riscos resultantes das alterações demográficas

As alterações demográficas, em particular o envelhecimento da população, constituem um risco descendente para o crescimento da economia e para a sustentabilidade das finanças públicas. O envelhecimento da população afeta o crescimento económico, diretamente pelo impacto no emprego decorrente da diminuição esperada da população ativa e também através da alteração dos padrões de poupança e investimento, com impacto nas decisões de consumo e no *stock* de capital. Em termos orçamentais, a diminuição da população em idade ativa, poderá, por um lado, influenciar a geração de receitas fiscais e contributivas, em resultado de um menor potencial de crescimento económico e da evolução das bases de incidência contributiva e, por outro lado, colocar pressões ascendentes na despesa pública, em particular nos cuidados de saúde e despesa com pensões. Neste sentido, a CE tem vindo a advertir para a relevância da produtividade como motor único do crescimento económico, uma vez que é esperado um declínio acentuado da população em idade ativa.¹²

¹² [The 2021 Ageing Report](#) e [The 2018 Ageing Report](#).

Evolução demográfica

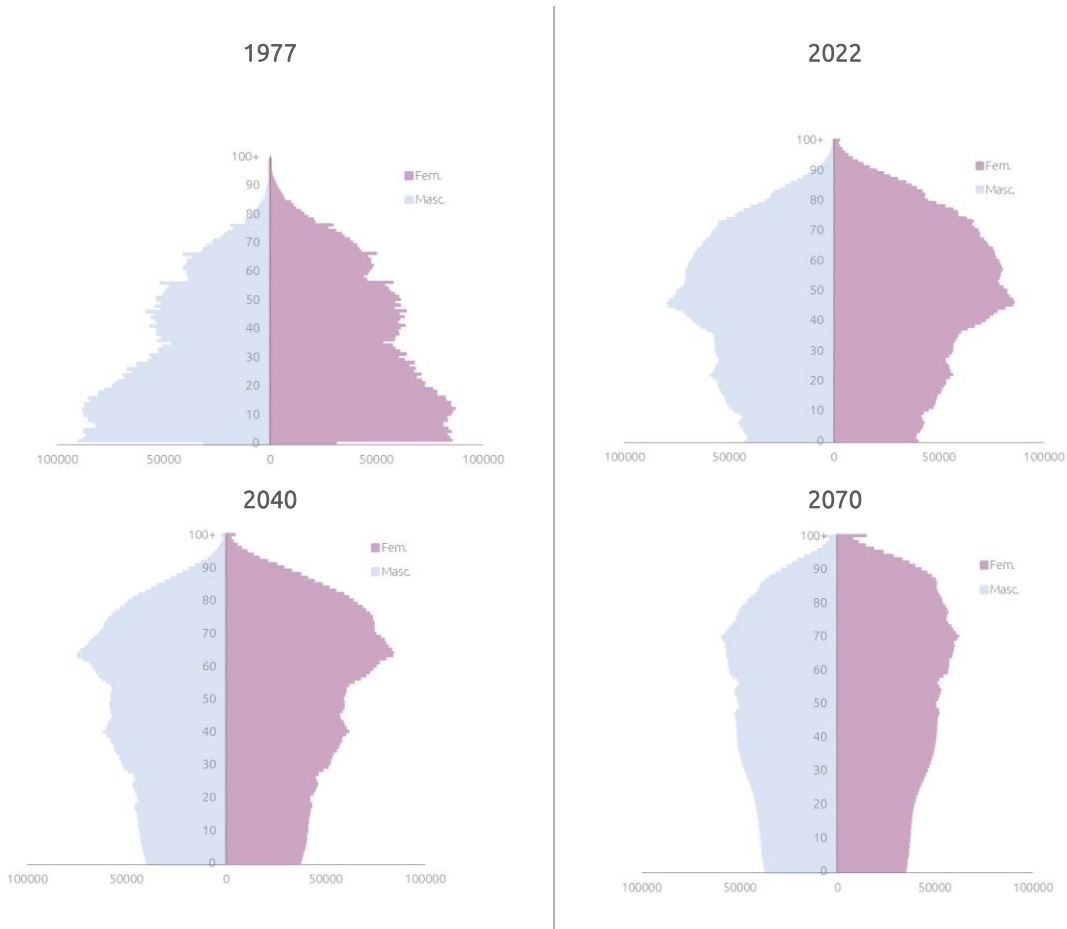
De acordo com a mais recente projeção demográfica elaborada pelo Eurostat,¹³ a população total da UE deverá não só continuar a diminuir, como também a apresentar uma alteração significativa na sua estrutura etária nas próximas décadas. De forma a manter a comparabilidade com os exercícios de sensibilidade apresentados nas secções seguintes a análise das projeções demográficas do Eurostat será dividida em dois períodos distintos, o primeiro entre 2022 e 2037, e o segundo entre 2038 e 2070. Em linha com o projetado para a população da UE, a população portuguesa deverá diminuir 3% entre 2022 e 2037, o que representa um decréscimo de 0,3 milhões de pessoas. Para o restante horizonte, entre 2038 e 2070, a transformação demográfica é mais acentuada sendo expectável uma redução de 10,7%, ou seja, menos 1,1 milhões de pessoas (Gráfico 6).¹⁴ Esta trajetória resulta da conjugação do incremento da esperança de vida com as baixas taxas de natalidade e um reduzido fluxo líquido de migração, agudizando a tendência de envelhecimento da população. Face às projeções anteriores, as atuais projeções demográficas apresentam uma redução da população total menos acentuada, refletindo uma revisão em alta tanto para o influxo de migrantes como para a taxa de fecundidade.

No que respeita à população em idade ativa (20-64 anos), esta deverá diminuir de forma mais acentuada que a população total. Entre 2022 e 2037, o Eurostat perspetiva uma redução de 11,1% (menos 0,7 milhões de pessoas) da população em idade ativa, passando este decréscimo para 16,6% (ou menos 0,9 milhões de pessoas) para o horizonte de 2038 até 2070. A evolução da população com idade superior a 65 anos deverá denotar comportamentos distintos para os dois períodos de análise considerados. Entre 2022 e 2037, as projeções apontam para um aumento de 21,7% (+0,5 milhões de pessoas), em contrapartida para o período 2038 a 2070 é antecipado uma redução de 1%. Face às projeções anteriores, as revisões dos dados demográficos revelam um aumento do número de pessoas compreendidas entre os 20 e os 64 anos (mais 0,23 milhões de pessoas) entre 2022 e 2070, essencialmente justificado pela maior imigração de países como a Ucrânia, entre outros. No mesmo sentido, mas em menor grau, a população com idade superior a 65 anos também deverá ser superior (em mais 0,11 milhões de pessoas).

¹³ [EUROPOP2023](#) consistem nas projeções demográficas de longo prazo elaboradas pelo Eurostat, são elaboradas a cada três anos, tendo sido a última atualização publicada em maio de 2023.

¹⁴ De acordo com o EUROPOP2023, entre 2022 e 2070, a população portuguesa deverá registar uma diminuição de 13,7%, menos 1,4 milhões de pessoas (diminuindo de 10,4 para 9 milhões). Comparativamente, o EUROPOP2021 projetava uma diminuição de 17,6% da população total (menos 1,8 milhões de pessoas) entre 2022 e 2070.

Gráfico 6 - Pirâmides populacionais (Portugal)



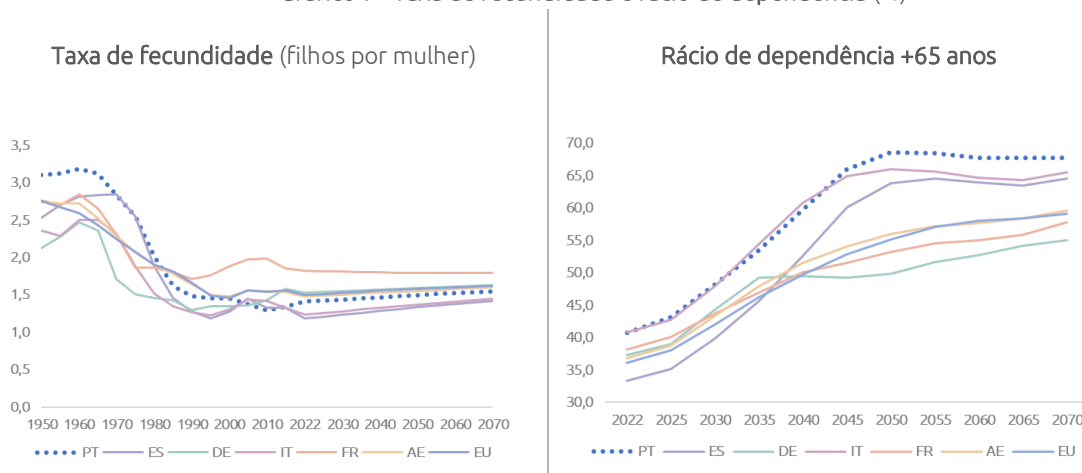
Fontes: INE, Eurostat. Cálculos do CFP.

Esta alteração da estrutura demográfica em Portugal deverá traduzir-se no aumento do rácio de dependência¹⁵ de 40,7% para 67,8% no período entre 2022 e 2070 (55,8% em 2037) (Gráfico 7, painel da direita). Este indicador é superior à média da área do euro e da UE, devendo atingir o segundo rácio de dependência mais elevado, apenas ultrapassado pela Lituânia (72,4%), no final do horizonte de projeção. O aumento do rácio de indivíduos com idade superior a 65 anos decorre da persistência de baixas taxas de fecundidade juntamente com o aumento da esperança de vida. Concretamente, em Portugal, entre 1960 e 2021 as mulheres e os homens aumentaram a sua esperança de vida em 17,7 e 17,4 anos, respetivamente. Em sentido oposto a taxa de fecundidade diminuiu de 3,16 para 1,35 filhos por mulher entre 1960 e 2021. Desde 1982 que esta última taxa se encontra baixo do limite da substituição de gerações de 2,1 filhos por mulher (Gráfico 7, painel da esquerda). De acordo com as projeções do Eurostat, Portugal deverá aumentar dos 1,41 filhos por mulher em 2022 para 1,55 em 2070

¹⁵ Rácio entre a população com mais de 65 anos em percentagem da população com idade compreendida entre os 20 e 64 anos. Os dados do EUROPOP2019 indicavam um aumento do rácio de dependência de 37,3% para 67,3% entre 2019 e 2070.

(sendo de 1,46 em 2037).¹⁶ Apesar deste aumento esperado, a persistência deste indicador abaixo do limite de substituição coloca em causa a recuperação das gerações no futuro, levando à diminuição da população.

Gráfico 7 - Taxa de fecundidade e rácio de dependência (%)



Fonte: Eurostat e Nações Unidas. Cálculos do CFP.

Não obstante a esperada diminuição da população portuguesa no longo prazo, as mais recentes projeções apontam para uma menor diminuição da população em idade ativa (20 a 64 anos)¹⁷ e da taxa de participação, esta última positivamente afetada pelas reformas legislativas das pensões e pelo aumento das taxas de participação das mulheres. Para fazer face a esta tendência de diminuição demográfica, é necessário que haja aumentos de produtividade, dado ser esta a principal impulsionadora para o potencial de crescimento económico. Assim, salienta-se a importância de implementação de políticas orientadas para o apoio à produtividade do trabalho, em especial para os trabalhadores mais velhos. Refere-se ainda que este efeito de alteração demográfica não é totalmente claro, não sendo linear a determinação do seu impacto i) na produtividade, pois é expectável que haja uma maior percentagem de profissões que possam ser exercidas numa idade mais avançada, podendo ampliar o número de pessoas na população ativa; e, assim como referido por Bodnár e Nerlich (2022), ii) na acumulação de capital; iii) no padrão de consumo; e iv) no alcance sobre a condução da política monetária, através do seu impacto sobre a taxa de juro natural e inflação.

¹⁶ De acordo com o [2024 Ageing Report](#), a evolução da taxa de fecundidade baseia-se em duas componentes: (i) uma extrapolação da tendência específica de cada país; e (ii) uma convergência para um valor final. A componente de extrapolação da tendência é o único fator determinante até 2024, altura em que a componente de convergência começa a ganhar peso.

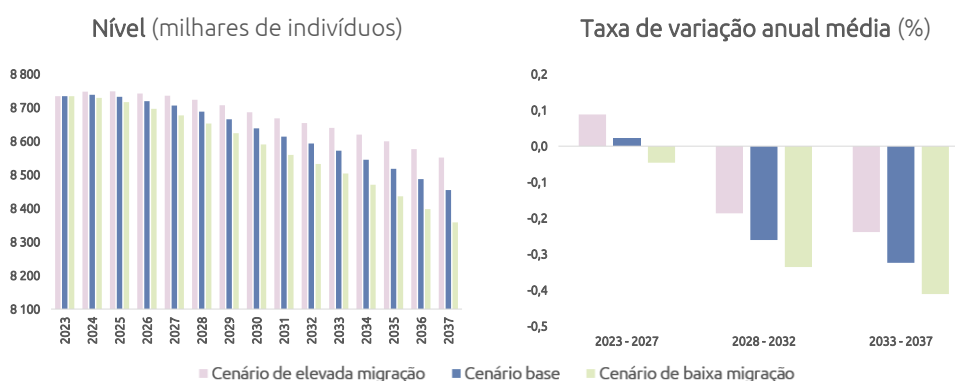
¹⁷ De acordo com o [2021 Ageing Report](#) e o [2024 Ageing Report](#), a população em idade ativa é definida como o grupo com idades compreendidas entre os 20 e os 64 anos. Já o INE utiliza um intervalo mais abrangente (15-89 anos) para a população empregada no âmbito do Inquérito ao Emprego.

Impactos macroeconómicos – análise de sensibilidade

De forma a melhor avaliar o impacto das projeções demográficas no cenário macroeconómico apresentado anteriormente, optou-se pela realização de uma análise de sensibilidade, considerando dois perfis alternativos para a evolução da população portuguesa.

Mais concretamente, foram considerados os cenários alternativos de elevada migração e de baixa migração,¹⁸ incluídos no exercício de projeção demográfica realizado pelo Eurostat. No caso da economia portuguesa, um aumento dos fluxos migratórios (quer de emigração, quer de imigração), tenderá a compensar, ainda que parcialmente, a evolução natural da população (resultante da diferença entre natalidade e mortalidade), levando a uma redução inferior da população em idade ativa, comparativamente ao cenário base. Assim, neste cenário, projeta-se que a população em idade ativa (15-89 anos) atinja 8,551 milhões de indivíduos em 2037, mais 96,5 mil (+1,1%) do que no cenário base (Gráfico 8). Observa-se igualmente que, mesmo considerando este cenário mais otimista, não será possível evitar o declínio da população em idade ativa ao longo do horizonte de projeção. Já no cenário alternativo que considera um menor volume de fluxos migratórios, o impacto negativo na população ativa deverá levar a que esta possa atingir, em 2037, os 8,358 milhões de indivíduos, menos 96,5 mil (-1,1%) do que no cenário base e menos 193,1 mil do que no cenário alternativo com fluxos migratórios mais elevados.

Gráfico 8 – Projeções para a população em idade ativa nos cenários alternativos



Fontes: Eurostat. | Nota: para efeitos do cenário macroeconómico, considera-se população em idade ativa a população com idade compreendida entre os 15 e os 89 anos.

No que respeita ao cenário macroeconómico, o principal impacto ocorrerá ao nível do mercado de trabalho. Mais concretamente, o cenário com maior intensidade de fluxos migratórios levará a um maior dinamismo da população ativa, o que se deverá repercutir, para o segundo e terceiro quinquénios, numa redução menos expressiva do

¹⁸ Mais concretamente, o Eurostat considera que os fluxos migratórios líquidos serão 33% superiores comparativamente ao cenário base, no caso do cenário de elevada migração, e 33% inferiores, no caso do cenário de baixa migração, ao longo de todo o horizonte de projeção.

emprego quando comparado com o cenário base (diferença de 0,1 p.p. em ambos os casos) (Quadro 4). Ainda assim, não será expectável que a totalidade dos indivíduos adicionais na população ativa sejam absorvidos pelo mercado de trabalho, antecipando-se que o aumento dos fluxos migratórios leve igualmente a uma taxa de desemprego ligeiramente mais elevada (+0,1 p.p. em cada um dos três períodos).

O maior nível de emprego deverá, por seu turno, traduzir-se num contributo do fator trabalho mais elevado (+0,1 p.p. em termos médios), em particular no período entre 2028 e 2037. Será expectável que o aumento do emprego se traduza igualmente num aumento do contributo da PTF.¹⁹ No global, estes impactos deverão traduzir-se num crescimento do PIB mais acentuado (+0,1 p.p. em termos médios ao longo de todo o cenário). No final do horizonte de projeção, a consideração de fluxos migratórios mais intensos deverá traduzir-se num PIB real 1,9% superior ao projetado no cenário base (Gráfico 9).

A produtividade aparente do trabalho deverá, neste caso, ser ligeiramente superior, ao longo dos três períodos, refletindo o maior dinamismo- quer do PIB real, quer do emprego, quando comparado com o cenário base, o que poderá também levar a um aumento marginal no ritmo de crescimento das remunerações médias por trabalhador. Ao nível da inflação, não são esperados impactos significativos (Quadro 4).

Quadro 4 – Impactos da análise de sensibilidade no cenário macroeconómico

	2023 - 2027			2028 - 2032			2033 - 2037			2023 - 2037		
	CEM	CB	CBM	CEM	CB	CBM	CEM	CB	CBM	CEM	CB	CBM
Indicadores macroeconómicos												
PIB real	1,9	1,8	1,7	1,3	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	1,3	1,2	1,1
Produtividade total dos fatores (p.p.)	1,4	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	1,0	0,9	0,8
Capital (p.p.)	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Trabalho (p.p.)	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
IHPC	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3
Mercado de trabalho												
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,3	6,2	6,2	6,0	5,9	5,9	6,7	6,6	6,6	6,3	6,3	6,2
Emprego	0,3	0,3	0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2
Produtividade aparente do trabalho	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,2	1,1	1,1	1,4	1,4	1,3
Remuneração média por trabalhador	5,3	5,2	5,2	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,0	4,0	3,9	3,9
Demografia												
População em idade ativa (15-89 anos)	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3

Fontes: projeções CFP e projeções do Eurostat (população com idade entre 15-89). | Nota: CEM – cenário de elevada migração; CB – cenário base; CBM – cenário de baixa migração; variáveis expressas em taxa de variação anual média, % (exceto onde indicado). A decomposição do crescimento foi elaborada com recurso a uma função de produção do tipo *Cobb-Douglas* assumindo uma elasticidade do capital igual a 0,35. A soma dos contributos poderá não coincidir com o valor do crescimento do PIB real devido a arredondamentos.

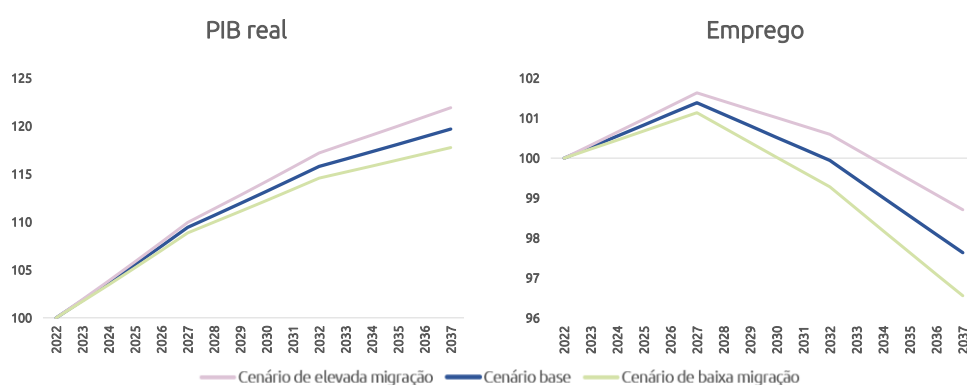
Por seu turno, a consideração do cenário alternativo com menores fluxos migratórios tenderá a ter um efeito simétrico ao anterior. Neste cenário, será esperado um crescimento ligeiramente inferior do emprego no primeiro período (2023-2027) e uma contração ligeiramente mais intensa nos restantes, enquanto a taxa de desemprego deverá ser ligeiramente inferior em termos médios. Ao nível da atividade económica, o menor crescimento / maior contração do emprego deverá levar a uma redução do

¹⁹ Esta conclusão encontra-se de acordo com o estudo realizado por Peri (2012), que conclui que um aumento da imigração tende a ter um efeito positivo na produtividade total dos fatores.

contributo do fator trabalho ao longo de todo o horizonte de projeção e a um contributo ligeiramente inferior da PTF (Quadro 4). Em resultado, o crescimento do PIB deverá também ser menor, o que se deverá traduzir, em 2037, num PIB real 1,6% inferior ao projetado no cenário base (Gráfico 9).

Neste cenário, a produtividade aparente do trabalho deverá ser ligeiramente inferior, o que deverá igualmente levar a uma ligeira redução no ritmo de crescimento das remunerações médias por trabalhador. À semelhança do observado no cenário alternativo com migração mais elevada, não são esperados impactos significativos ao nível da inflação (Quadro 4).

Gráfico 9 – Impacto dos cenários de sensibilidade para o PIB real e emprego (2022=100)



Fontes: Projeções CFP (2023-2037) e INE (2022).

Impactos na evolução da receita fiscal e contributiva

No seguimento da análise de sensibilidade acima realizada, e uma vez que a receita fiscal e contributiva depende diretamente da evolução das suas bases macroeconómicas, avalia-se, em baixo, a resposta do cenário base projetado para este agregado orçamental²⁰ às alterações introduzidas com os dois cenários macroeconómicos alternativos (baixa e elevada migração).

²⁰ Projeção realizada tendo por base o enquadramento macroeconómico do CFP descrito na secção 3.1 para o período 2023-2037, num cenário de políticas invariantes.

Quadro 5 – Evolução da receita fiscal e contributiva: 2023-2037 (cenário base e alternativos, em % do PIB)

	2023-27			2028-32			2033-37			2023-2037		
	CBM	CB	CEM	CBM	CB	CEM	CBM	CB	CEM	CBM	CB	CEM
RFC	37,7	37,7	37,7	38,0	38,1	38,1	38,2	38,3	38,4	38,0	38,0	38,1
RF	25,3	25,3	25,3	25,6	25,6	25,7	25,9	25,9	26,0	25,6	25,6	25,7
Impostos Diretos	10,7	10,7	10,7	10,9	10,9	10,9	11,0	11,0	11,0	10,9	10,9	10,9
dos quais, IRS	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	7,1
IRC	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
Impostos Indiretos	14,6	14,6	14,6	14,7	14,7	14,8	14,9	14,9	15,0	14,7	14,8	14,8
dos quais, IVA	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,1	9,1	9,1	9,2	9,0	9,0	9,1
CSS	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4

Fontes: Projeções CFP e Eurostat (população com idade entre 15-89). | Notas: “CBM” significa Cenário de Baixa Migração, “CB” Cenário Base, “CEM” Cenário de Elevada Migração, “RFC” receita fiscal e contributiva, “RF” receita fiscal e “CSS” contribuições para a segurança social. Variáveis expressas em percentagem do PIB no intervalo identificado (média).

Da observação do Quadro 5 verifica-se que o peso da receita fiscal no PIB, no cenário base, aumentaria em todos os intervalos temporais considerados, perspetivando-se que o seu peso, no último quinquénio, se situasse em 25,9% do PIB (+1,0 p.p. face ao intervalo 2020-22). Para esta evolução concorreria, tanto o comportamento dos impostos diretos como dos impostos indiretos. No que respeita à tributação direta, o aumento previsto traduziria, por um lado, i) um crescimento da receita de IRS ligeiramente acima do desempenho esperado para a sua base macroeconómica mais relevante (remunerações) devido à natureza progressiva do imposto e, por outro, ii) o desempenho do IRC, que deverá refletir o crescimento do excedente bruto de exploração acima do esperado para o produto nominal na maioria dos anos em análise. Relativamente aos impostos indiretos, o ligeiro aumento do seu peso no produto dever-se-ia, essencialmente, à evolução esperada para o consumo privado que, após 2027, deveria apresentar um crescimento superior ao projetado para o PIB nominal no cenário macroeconómico base do CFP. Já o peso das contribuições para a segurança social deveria apresentar uma estabilização ao longo do horizonte de projeção (12,4% do PIB), em resultado de uma evolução das remunerações genericamente em linha com os desenvolvimentos projetados para o produto nominal e do facto de as contribuições sociais serem proporcionais às remunerações auferidas pelos trabalhadores, independentemente do seu nível salarial.

Nos cenários alternativos e comparando com o enquadramento base atrás descrito, verifica-se que as rubricas que compõem a receita fiscal e contributiva apresentariam valores muito semelhantes nos três enquadramentos considerados. Com efeito, o peso da receita fiscal e contributiva continuaria a crescer nos três cenários, com o enquadramento de migração elevada a apresentar um peso sobre o produto nominal residualmente superior ao do cenário base nos dois quinquénios mais distantes temporalmente (2028-32 e 2033-37). Verifica-se, assim, que a diferença do cenário de migração elevada face ao enquadramento base e ao de baixa migração é reduzida, situando-se em apenas +0,1 p.p. do PIB e +0,2 p.p. do PIB, respetivamente, no último quinquénio projetado (2033-37). As ligeiras diferenças deveriam resultar, ainda que marginalmente, do maior peso das contribuições sociais e dos impostos indiretos sobre o PIB no cenário de elevada migração, traduzindo a expectativa de um maior nível de remunerações e de consumo privado neste cenário alternativo.

Salientam-se como riscos de natureza descendente sobre a trajetória da receita fiscal e contributiva a erosão das bases fiscais, em função de um menor nível de remunerações resultante de um decréscimo populacional mais acentuado do que o previsto ou de um fluxo migratório assente, predominantemente, em empregos pouco especializados e com salários legalmente isentos de IRS. Adicionalmente, um maior nível de subscrição de seguros de saúde e de planos de pensões implica algum crescimento da despesa fiscal, não obstante esse comportamento individual reduzir as pressões orçamentais sobre a despesa pública.

Impactos na despesa pública

A evolução da despesa, em particular da despesa social, onde se pode incluir a despesa com prestações sociais e com cuidados de saúde, é influenciada por fatores como os ciclos económicos, a demografia, o ambiente ou as alterações tecnológicas, cujo impacto se faz sentir a médio e longo prazo.

A conjugação entre as alterações da estrutura demográfica, com a evolução projetada para a produtividade e o crescimento económico, referidos na secção 3.1, são determinantes tanto para os sistemas de pensões, financiados numa ótica de repartição intergeracional, assim como para a capacidade de manutenção de um sistema público de cuidados de saúde. As despesas associadas ao envelhecimento da população, em particular as referentes a pensões e saúde, pressionam fortemente o equilíbrio orçamental e o seu financiamento colocará desafios consideráveis aos decisores políticos. Esta questão pode ser solucionada através de mais crescimento económico, induzido por reformas estruturais que promovam o aumento da produtividade ou através de fontes de financiamento alternativas, o que pode significar futuros aumentos de impostos e/ou de contribuições para a Segurança Social.

As projeções macroeconómicas subjacentes ao *2024 Ageing Report* indicam um crescimento da produtividade do trabalho para Portugal superior ao esperado para a área do euro, convergindo no final do horizonte (2070). Entre 2022 e 2037, a produtividade média inerente a esta atualização do *Ageing Report* situa-se nos 1,5% (1% para a área do euro), um valor muito próximo da projeção a quinze anos apresentada no cenário macroeconómico neste relatório, cujo valor médio se situa nos 1,4%. Para o restante horizonte, 2038 a 2070, o relatório publicado pela Comissão Europeia assume uma variação média de 1,7% (1,4% para a área do euro). Refere-se que a trajetória do pressuposto relativo à produtividade pode conter algum otimismo para ambos os períodos, dado que tanto para o cenário macroeconómico deste relatório, quanto para o do *2024 Ageing Report*, a evolução esperada para a produtividade situa-se acima da média histórica de 0,9% observada entre 1996 e 2021. A não concretização da evolução prevista poderá colocar em causa não só o trajeto esperado das pensões em percentagem do PIB, mas sobretudo o valor esperado para as contribuições sociais e, conseqüentemente, o saldo do sistema contributivo.

Relativamente aos custos do envelhecimento, as projeções referentes ao *2024 Ageing Report* só deverão ser publicadas no próximo ano, não sendo, no entanto, esperadas alterações significativas das conclusões relativamente à trajetória das projeções

inscritas no relatório anterior, porque i) as tendências demográficas mais recentes apontam para menor diminuição da população total; ii) a evolução esperada para o crescimento económico ao longo do horizonte de projeção não apresenta diferenças significativas face ao exercício anterior;²¹ e (iii) não se verificaram alterações legislativas relevantes.

Caixa 2 – 2021 Ageing Report

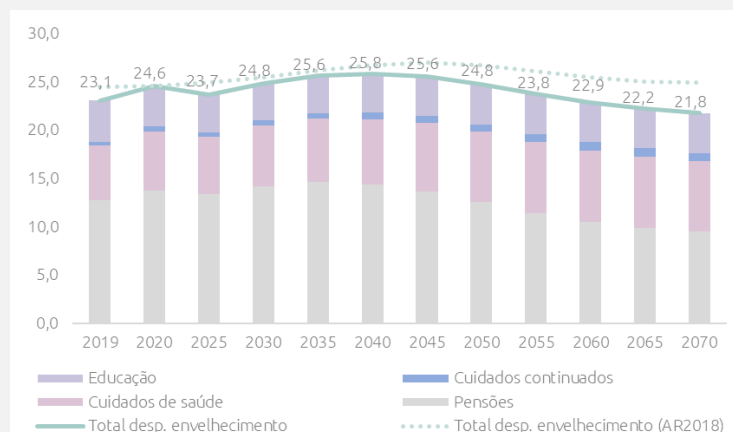
Do *2021 Ageing Report* analisado em detalhe no relatório sobre Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas de 2021, conclui-se que a variação da despesa relacionada com o envelhecimento da população até 2070 é sobretudo impulsionada pela diminuição da despesa com pensões (Gráfico 10) – em resultado da reforma estrutural do sistema de pensões em 2007 de onde resultou a implementação de um conjunto de reformas paramétricas, que procuraram reforçar a sustentabilidade de longo prazo do sistema de Segurança Social portugueses. De acordo com o referido relatório, com tudo o resto constante, o reforço da sustentabilidade financeira do sistema de pensões levou a uma diminuição da despesa com pensões, ou seja, a uma redução dos valores das pensões a atribuir comparativamente aos valores que se obtinham antes da aprovação desta reforma.²² A redução destes valores pode representar um risco de sustentabilidade social para o sistema, caso este não assegure reformas adequadas, podendo implicar um aumento de despesa no denominado regime não contributivo, através do pagamento de prestações complementares que possam atenuar os baixos níveis das pensões de velhice. Assim, é fundamental haver uma avaliação da adequação dos benefícios futuros atribuídos pelos sistemas de pensões, incluindo os efeitos das reformas adotadas, de forma que o sistema procure 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, ou seja, equidade intergeracional.

Em sentido contrário, antecipa-se o aumento das despesas com cuidados de saúde e cuidados continuados, uma vez que esta despesa depende não só da dimensão e composição da população, como também do seu estado de saúde, estando ambas intrinsecamente ligadas à expectativa de aumento do número de pessoas idosas na população total (medida pelo rácio de dependência). Refere-se, ainda, a pressão adicional proveniente do aumento dos custos da própria prestação de cuidados, decorrente da necessidade de reforço de recursos humanos e pela inovação tecnológica.

²¹ Os valores apresentados no *2024 Ageing Report* para a evolução do PIB real são ligeiramente superiores aos constantes no *2021 Ageing Report*. Em termos acumulados, entre 2023 e 2070, a diferença é de +0,1p.p..

²² A taxa de substituição bruta (rácio entre a pensão média dos novos pensionistas e o salário médio da economia no momento da reforma) e o rácio de benefício (rácio entre a pensão média e o salário médio) são dois indicadores que permitem aferir a generosidade de um sistema de pensões. De acordo com os dados subjacentes ao *2021 Ageing Report* a taxa de substituição bruta deverá diminuir de 74%, em 2020, para 41,4%, em 2070, e o rácio de benefício deverá apresentar um comportamento semelhante, passando de 58,9% para 32,5%, no mesmo período. Estas reduções dos rácios colocam Portugal no grupo de países onde as diminuições são mais expressivas (superiores a 20 p.p.).

Gráfico 10 – Projeções para a despesa pública associada ao envelhecimento para Portugal
2021 Ageing Report (cenário base, em % do PIB)



Fonte: 2018 e 2021 Ageing Report.

Tendo em consideração as perspetivas anteriormente descritas no que concerne as alterações da estrutura demográfica da população, em particular o seu envelhecimento, Portugal exhibe um enquadramento desafiante no que respeita o seu sistema de proteção social. Refere-se, em particular, o efeito sobre o sistema de pensões dado que: (i) possui ainda 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 fundamental ter em consideração os impactos causados pelas possíveis alterações do mercado de trabalho, associadas ao progresso tecnológico (processos produtivos mais automatizados) e à globalização (deslocalização das empresas para países com custos de produção inferiores), com fortes implicações económicas e sociais. Desta forma, 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.

De forma a enfrentar as crescentes pressões orçamentais que podem advir do envelhecimento da população, assim como das crescentes necessidades de investimento, é necessária a implementação de um efetivo sistema de gestão da despesa pública. Este sistema deve ser estruturado de acordo com os objetivos que se pretende atingir, definidos num quadro plurianual, que hierarquize as prioridades e promova a eficiência nos gastos públicos, destacando-se, por exemplo, a área dos cuidados de saúde e as crescentes necessidades de investimento em defesa nacional,²³ permitindo programar e acompanhar a sua efetiva execução, tal como mencionado no

²³ Em 2006, os Ministros da Defesa dos países pertencentes à Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN ou NATO pela sigla em inglês), denominados como Aliados, acordaram em afetar 2% do PIB às despesas com defesa. Portugal tem apresentado um valor abaixo deste limiar desde 1982. Esta temática é abordada com maior detalhe na secção 4.2.

anterior relatório sobre [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas](#) publicado em 2021. No que respeita ao investimento e, em particular, à formação bruta de capital fixo (FBCF), de acordo com o relatório [Evolução Orçamental das Administrações Públicas em 2022](#) publicado pelo CFP, constata-se que o nível desta componente tem-se situado abaixo do necessário para compensar o desgaste do *stock* de capital das Administrações Públicas. O esforço necessário para repor este *stock* poderá implicar um aumento da despesa no curto e/ou médio prazo, que poderá não beneficiar de um ciclo económico favorável como observado nos anos mais recentes. A erosão do *stock* de capital penaliza a qualidade e operacionalidade das infraestruturas públicas na provisão de serviços públicos, prejudicando o potencial de crescimento económico.

Neste sentido, reitera-se ainda a elevada importância que uma gestão eficiente das rubricas da despesa tem para um país que, apesar da acentuada redução do rácio da dívida pública nos últimos dois anos, continua a registar um nível elevado deste indicador. A demonstração de rigor e disciplina na gestão orçamental aumenta a credibilidade externa, percebida pelos mercados financeiros, contribuindo para menores prémios de risco, traduzindo-se consequentemente na diminuição dos custos de financiamento da dívida pública.²⁴

4.1.2 Riscos associados às alterações climáticas

As alterações climáticas permanecem como um dos maiores riscos macroeconómicos e orçamentais que nos ameaçam atualmente, tendo o potencial de comprometer não só a atividade económica e as finanças públicas à escala global, mas toda a estrutura social e ecológica em que assentam as sociedades atuais.

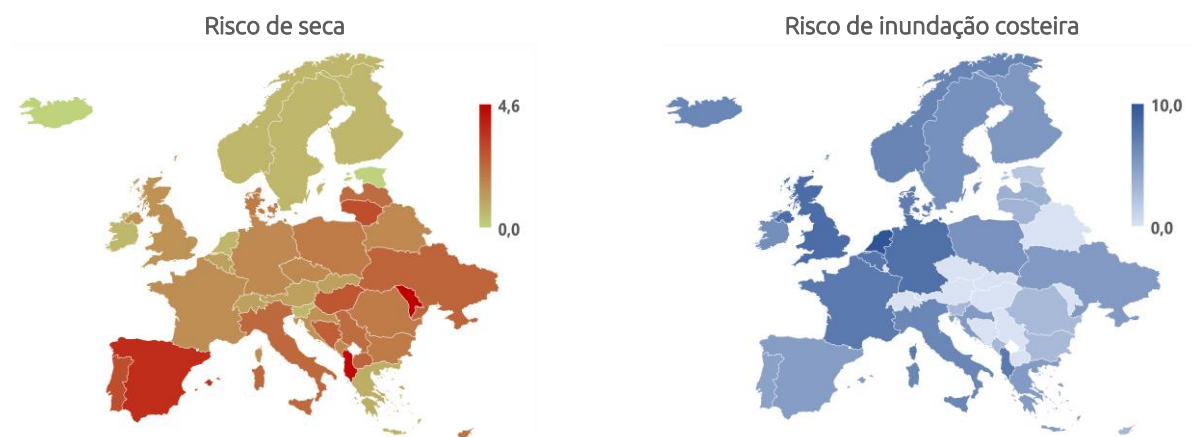
O Painel Intergovernamental para as Alterações Climáticas das Nações Unidas (IPCC)²⁵ estima que a atividade humana conduziu ao aumento da temperatura em cerca de 1°C relativamente aos níveis pré-industriais (também designado por “aquecimento antropogénico”), devido, sobretudo, aos efeitos dos gases com efeito de estufa (GEE) emitidos para a atmosfera terrestre. Mas a comunidade científica salienta que esta pesada atividade industrial do passado provavelmente não irá gerar um aumento significativo do aquecimento global no futuro, uma vez que é o *stock* de GEE já presente na atmosfera, e não tanto o fluxo anual de novas emissões, que determina o aumento da temperatura média. Uma vez que a vida útil da maioria dos GEE é muito longa, isso implica que a emissão líquida de novas emissões terá de ser eliminada para que o nível de temperatura se mantenha estável. Assim, serão as atuais e as futuras atividades humanas e emissões de GEE que irão determinar, em larga medida, qual será o aumento da temperatura média à escala global. Este constitui o principal motivo pelo qual o objetivo de limitar até 2050 o aumento da temperatura média global entre os 1,5° C a 2,0° C, comparativamente aos níveis pré-industriais, definido pelo [Acordo de Paris](#), adotado em 2015, exige a redução das emissões de GEE para valores líquidos de zero, que possibilitam a estabilização do *stock* de emissões e do nível das temperaturas globais.

²⁴ 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 na secção 4.4.

²⁵ *Intergovernmental Panel on Climate Change* (IPCC), na terminologia anglo-saxónica.

Portugal, devido à sua posição geográfica, morfologia e clima, afigura-se como um dos países europeus mais vulneráveis face a determinados fenómenos meteorológicos extremos, como seca, inundação das áreas costeiras, cheias e ondas de calor, bem como a diversos riscos de transição que exigem uma resposta tempestiva sob a forma de diversas políticas de mitigação e de adaptação²⁶.

Gráfico 11 – Índice de avaliação sobre os riscos físicos das alterações climáticas (2023)



Fonte: Comissão Europeia, [INFORM Risk Index 2024](#). O projeto INFORM é uma colaboração entre o *Inter-Agency Standing Committee Reference Group on Risk, Early Warning and Preparedness* e a Comissão Europeia. O *European Commission Joint Research Centre* é o líder científico do INFORM.

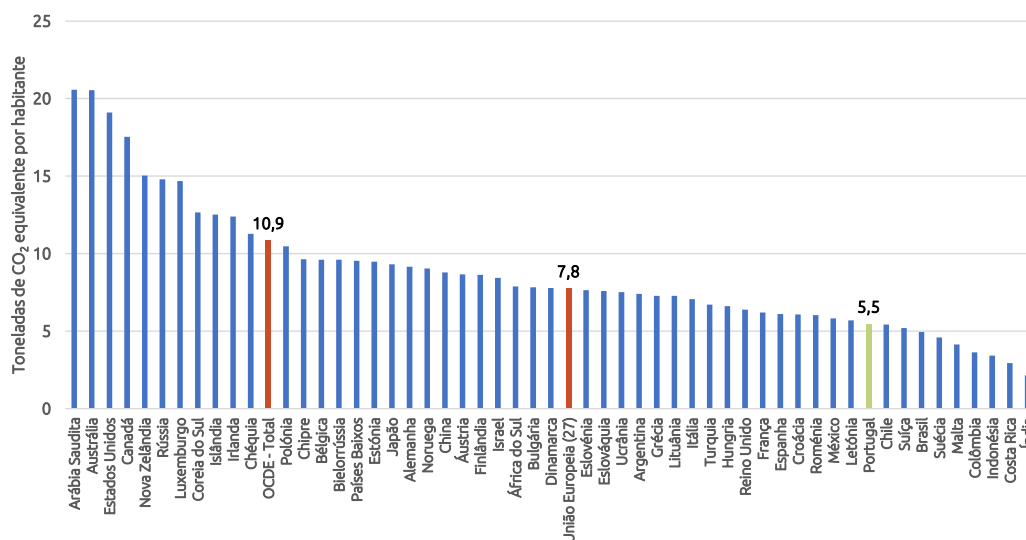
No contexto europeu, o Gráfico 11 apresenta duas subcomponentes do indicador [INFORM Risk 2024](#) que ilustram a heterogeneidade entre países quanto a dois riscos físicos distintos: risco de seca e risco de inundação costeira. Este indicador, desenvolvido pelo *European Commission Joint Research Centre* da Comissão Europeia, reflete a probabilidade de exposição física a determinadas ameaças/riscos climáticos físicos específicos, que incluem riscos naturais (inundações, incêndios, tremores de terra, *tsunamis*, ciclones e tempestades tropicais, secas e epidemias), e riscos humanos (intensidade de conflitos atuais e projeção de possíveis riscos de conflitos futuros). Este indicador pode também ser interpretado como o custo suportado por uma determinada comunidade quando é exposta a uma ameaça diretamente causada pelo clima. Neste caso, é apresentado no mapa da esquerda a subcomponente do índice *INFORM Risk* que mede apenas a probabilidade de exposição física de um país a secas severas, enquanto o mapa da direita ilustra a distribuição dos valores da subcomponente do índice *INFORM Risk* que mede apenas a probabilidade de exposição física de um país a inundações costeiras. Assim, face ao risco de seca, verifica-se que a exposição tende a ser menos elevada nos países do norte da Europa, e observa-se que Portugal, assim como Espanha, é um dos países europeus mais expostos a este risco, com um índice de 2,9, um valor consideravelmente superior à média de 1,4 da UE-27.

²⁶ 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 o minimizar os danos e estragos associados. Estes e outros conceitos relacionados com os riscos associados às alterações climáticas e às respetivas medidas de combate podem ser consultados com maior detalhe no relatório [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas](#) de 2021 e na publicação ocasional elaborada por Marujo *et al.* (2022).

Relativamente ao risco de inundações costeiras, Portugal, registando um índice de 4,6, está relativamente menos exposto a este risco do que os países costeiros da Europa central e do Norte, como a França (com um índice de 7,4), ou os Países Baixos (com um índice de 10,0), mas com um valor ainda assim superior à média de 4,0 para os países da UE-27.

Portugal é já atualmente um dos países europeus com menores emissões de CO₂ por habitante, com cerca de 5,5 toneladas por habitante (ver Gráfico 12). Foi de resto o primeiro país do mundo a assumir o compromisso de atingir a neutralidade carbónica da economia até 2050 estabelecido pelo Acordo de Paris, tendo já adotado e apresentado diversos planos de ação que reconhecem a emergência climática atual, tais como: i) o [Roteiro para a Neutralidade Carbónica 2050](#) (RNC2050); ii) o [Plano Nacional de Energia e Clima 2030](#); iii) a [Estratégia Nacional de Adaptação às Alterações Climáticas](#) (ENAAC 2020, cuja vigência foi entretanto prorrogada até final de 2025 pelo diploma que aprovou o PNEC2030); iv) o [Programa de Ação para a Adaptação às Alterações Climáticas](#) (P-3AC); v) a [Estratégia Nacional para o Hidrogénio e a](#); vi) [Lei de Bases do Clima](#) - LBC (Lei n.º 98/2021 de 31 de dezembro). Não obstante a adoção de todos estes planos, Portugal tarda em implementar e executar as ações e medidas neles incorporadas, e apresenta também, em vários casos, uma fraca articulação entre os diversos instrumentos para alcançar com sucesso as metas exigentes de descarbonização e minimizar os custos de transição. Persiste ainda a falta de clarificação das necessidades de investimento público e privado ainda por realizar para atingir a descarbonização da economia portuguesa até 2050, assim como as estratégias de implementação e respetivas fontes de financiamento.

Gráfico 12 – Emissões totais de GEE em toneladas de CO₂ equivalente por habitante (2021)



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 2020 para 2018 para Chile, Coreia do Sul, Israel e África do Sul, a 2019 para o México, a 2018 para a Argentina e a Colômbia, a 2017 para a Costa Rica, a 2016 para a Arábia Saudita, Brasil, Índia e Indonésia, a 2014 para a China, e a 2021 para os restantes países.

A LBC, na qual consta o compromisso de alcançar a neutralidade climática até 2050 (n.º 1 do art.º 18.º) e a adoção explícita de metas nacionais de mitigação (art.º 19.º), visando a redução, em relação aos valores de 2005, de emissões GEE, não considerando o uso do solo e florestas, de pelo menos 55% até 2030, de entre 65% a 75% até 2040, e

de 90% até 2050, contempla ainda a possibilidade de antecipar a meta quanto à neutralidade climática pelo menos em cinco anos (até 2045). No entanto, volvidos dois anos desde a sua entrada em vigor, muitas das medidas que dela constam ainda estão por implementar, e nem é conhecida nenhuma calendarização para a sua implementação. A operacionalização do Conselho para Ação Climática (CAC)²⁷ ainda não se verificou, apesar de no passado dia 3 de agosto ter sido promulgada a [Lei n.º 43/2023](#), de 14 de agosto que estabelece a respetiva composição, organização e funcionamento, estando previsto que entre em atividade a 1 de janeiro de 2024. No entanto, não são conhecidos, até à data, quais os prazos e procedimentos inerentes à sua operacionalização, incluindo o seu orçamento e funcionamento dos serviços técnicos e critérios para a nomeação dos membros. Este atraso constitui um entrave na execução da LBC, uma vez que muitas das disposições contidas na lei dependem de parecer e recomendações deste conselho para serem implementadas.

Importa também salientar que o Orçamento do Estado inclui ainda uma dotação orçamental destinada às políticas climáticas cujo peso em percentagem da dotação orçamental total sugere ser insuficiente para refletir de forma adequada as medidas que implicam a adequação do processo orçamental aos novos princípios e normas em matérias climáticas previstas na LBC. Apesar da Proposta de Orçamento do Estado para 2024 (POE/24) identificar 898 medidas relacionadas com matérias de política climática, estas constituem uma despesa bruta de 3014,3 milhões de euros que representa apenas 2,5% da despesa consolidada total. Este montante de despesa bruta em medidas climáticas constitui um aumento de 19,6% face aos 2519,5 milhões de euros atribuídos na POE/23, que, todavia, representavam apenas 2,2% da despesa consolidada total. Deste montante de despesa bruta em ação climática previsto na POE/24, a maior dotação (cerca de 52%) está destinada ao programa orçamental “P015 - Ambiente e Ação Climática”, com um valor de cerca de 1572,3 milhões de euros. As medidas relacionadas com o Fundo Ambiental²⁸, que continua a ser o considerado o principal instrumento financeiro nacional para a transição climática, representam cerca de 34,9% da despesa total bruta orçamentada para a ação climática, ou seja, cerca de 1051,6 milhões de euros.

Contudo, tal como foi assinalado no relatório do CFP [Análise da Proposta de Orçamento do Estado para 2024](#), o exercício efetuado na POE/24, tal como na POE/23, também apresenta outras limitações na implementação das medidas climáticas previstas na LBC, das quais se destacam: a não identificação das medidas climáticas de forma detalhada

²⁷ Segundo a lei, o Conselho de Ação Climática (CAC) terá como missão zelar pelo cumprimento da Lei de Bases do Clima, competindo pronunciar-se sobre o planeamento, a execução e a eficácia da política climática, emitindo pareceres e apreciações sobre o Orçamento do Estado e a Conta Geral do Estado em matéria de ação climática, entre outras funções. O CAC terá também como competências colaborar com o parlamento e com o Governo em matéria de estudos, avaliações e pareceres sobre ação climática, pronunciar-se sobre política climática e sobre cenários de descarbonização da economia, emitir parecer sobre a evolução da estratégia climática, e apresentar bianualmente recomendações sobre o desenvolvimento das infraestruturas de energia e transportes.

²⁸ Em termos de financiamento para as políticas climáticas, importa referir que a dimensão de Transição Climática do PRR representa 20% do montante de investimentos previstos (incluindo a verba relativa ao *RePower EU*). O PRR especifica e quantifica nove ações de reforma e dezasseis 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. Acrescem ainda seis reformas e dezasseis investimentos específicos do *RePower EU* (dotação de 835 milhões de euros) em áreas similares.

na POE/24, sendo apenas apresentada a dotação orçamental correspondente à totalidade das medidas previstas em cada programa orçamental, o que torna este exercício excessivamente focado nas dotações e pouco transparente relativamente aos resultados que se pretende obter com essas medidas; e o facto de não ser apresentada uma estimativa do contributo das medidas inscritas para o cumprimento das metas previstas na presente lei, apesar dessa informação ter sido solicitada aos serviços.²⁹

Adicionalmente, ainda não foi criado e incorporado na POE/24 o designado IRS Verde, previsto no artigo 30.º da referida LBC, que constitui uma categoria de deduções fiscais em sede de código do IRS que serve para beneficiar os contribuintes que adquiram, consumam ou utilizem bens e serviços ambientalmente sustentáveis.

Está ainda em atraso a criação dos Orçamentos de Carbono que estabelecem os limites de emissões de GEE para o país, por cada sector, e que podem ser emitidos num total de cinco anos, assim como a apresentação dos planos sectoriais de mitigação e de adaptação às alterações climáticas para os sectores considerados prioritários, que de acordo com o artigo 74.º terão de ser aprovados até ao final de 2023. Já os municípios e as Comissões de Coordenação e Desenvolvimento Regionais (CCDR) devem apresentar os seus planos de ação climática (de acordo com o estipulado no artigo 14.º) até ao dia 1 de fevereiro de 2024.

Tarda ainda a criação do Portal da Ação Climática, uma ferramenta digital pública e gratuita que deveria estar acessível desde 1 de fevereiro de 2023, assim como um relatório de avaliação do impacto climático da legislação vigente, uma análise sobre o património público e sobre o risco climático dos ativos financeiros ou a revisão do regime jurídico dos hidrocarbonetos.

Riscos para as finanças públicas

De uma forma geral, o impacto nas finanças públicas diretamente relacionado com as alterações climáticas ocorridas nos primeiros anos deste século têm-se revelado cada vez mais frequentes, mais severos e mais dispendiosos do que na última metade do século XX, forçando os governos a realizarem inúmeras intervenções de vários milhões de euros a uma escala sem precedentes, quer sob a forma de despesa pública para colmatar os danos físicos de fenómenos meteorológicos extremos, quer sob a forma de políticas de mitigação e adaptação para combater os efeitos das alterações climáticas, reduzir a emissão de GEE, acelerar o processo de descarbonização das economias e aumentar a resiliência dos países ao impacto desses choques.

²⁹ De acordo com a [Análise da Proposta de Orçamento do Estado para 2024](#), esse pedido de informação, requisitado através do Anexo IX-C da Circular da DGO n.º1408, de 28 de julho de 2023, requeria que os serviços identificassem o alinhamento das medidas com a política climática e com o objetivo de neutralidade carbónica, indicando se o respetivo contributo é “verde” (no caso de existir alinhamento), “amarelo” (aspetos alinhados e aspetos que carecem de aperfeiçoamento) ou “vermelho” (carece de aperfeiçoamento). Contudo, no relatório da POE/2024 voltou a não ser divulgada uma estimativa do contributo das medidas climáticas, apesar dessa informação ser obrigatória nos termos da alínea c) do n.º 3 da LBC. Não existe, portanto, uma distinção entre as medidas que têm um contributo favorável, desfavorável ou misto para o cumprimento das metas previstas na LBC.

De acordo com o OBR (2021), algumas das medidas de mitigação e de adaptação mais utilizadas pelos governos no esforço de descarbonização das economias, são: i) a aplicação de impostos sobre o carbono ou ETSs³⁰; ii) outros tributos 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, incluindo despesas em I&D (diretas ou através de subsídios ao sector privado), ou a subsídição da 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.³¹

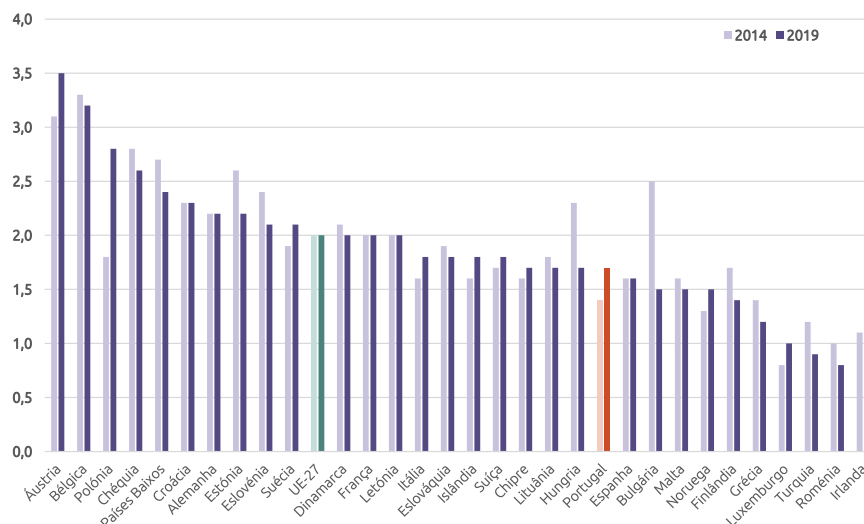
De acordo com a AEA (2019), a possível competição entre o aumento necessário das despesas em proteção ambiental e as pressões orçamentais decorrentes de uma população a envelhecer, que pode implicar maiores despesas com saúde e proteção social, em simultâneo com a incerteza criada por novas tecnologias disruptivas, constituem também um risco sobre as finanças públicas decorrente das alterações climáticas. Do lado da receita, os impostos e taxas com relevância ambiental, apesar de poderem constituir uma oportunidade de financiamento de políticas nesta área no médio prazo, tenderão a decrescer na medida em que atinjam o seu próprio objetivo na redução dos custos ambientais que visam internalizar (e.g., as receitas decorrentes das licenças CELE e de impostos sobre os combustíveis fósseis tenderão para zero à medida em que se caminhe para a neutralidade carbónica).

Em Portugal, para o total da economia, as despesas nacionais em proteção ambiental representaram, em 2019, 3595,8 milhões de euros, ou seja, cerca de 1,7% do PIB desse ano, um aumento de 0,3 p.p. face a uma despesa que representava 1,4% do PIB em 2014, de acordo com o Eurostat. Este valor é inferior ao da média da União Europeia a 27 países que se fixou em 2,0% do PIB em 2019 (Gráfico 13).

³⁰ *Emission Trading Schemes* (ETS), ou em português Comércio Europeu de Licenças de Emissão (CELE) refere-se ao sistema de comercialização de impostos sobre o carbono, ou os designados sistemas “*cap-and-trade*”.

³¹ A este propósito, importa referir a Nova Estratégia Nacional para as Compras Públicas Ecológicas 2030 (ECO360), aprovada pela [Resolução do Conselho de Ministros n.º 13/2023](#), de 10 de fevereiro, que constitui “um instrumento orientador relevante, com impacte significativo no sistema nacional de compras públicas (SNCP), na integração de critérios ambientais em acordos-quadro para categorias de bens e serviços transversais e, conseqüentemente, nos processos de contratação desencadeados pelas entidades públicas.”

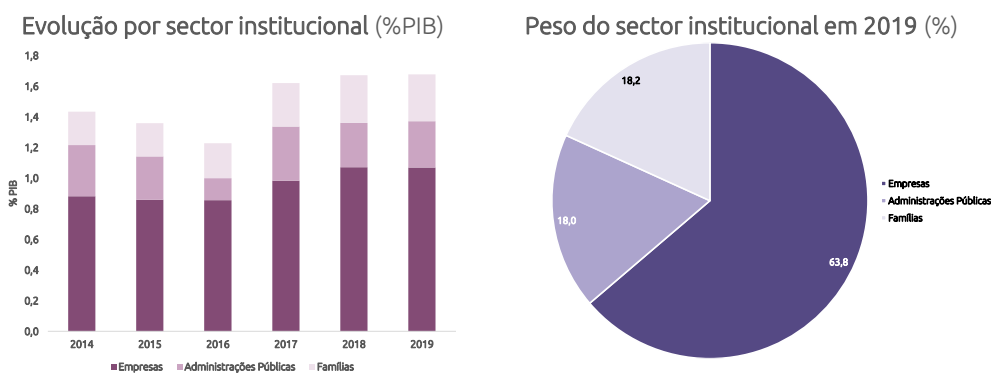
Gráfico 13 – Despesa nacional total em proteção ambiental (% do PIB)



Fonte: Eurostat.

De acordo com o Eurostat, em 2019, a despesa em proteção ambiental realizada por empresas representou 1,1% do PIB, enquanto a das famílias ascendeu a 0,3% do PIB, assim como a despesa realizada pelas administrações públicas, contributos que têm vindo gradualmente a aumentar desde 2014 (Gráfico 14).

Gráfico 14 – Despesa nacional em proteção ambiental em Portugal



Fonte: Eurostat.

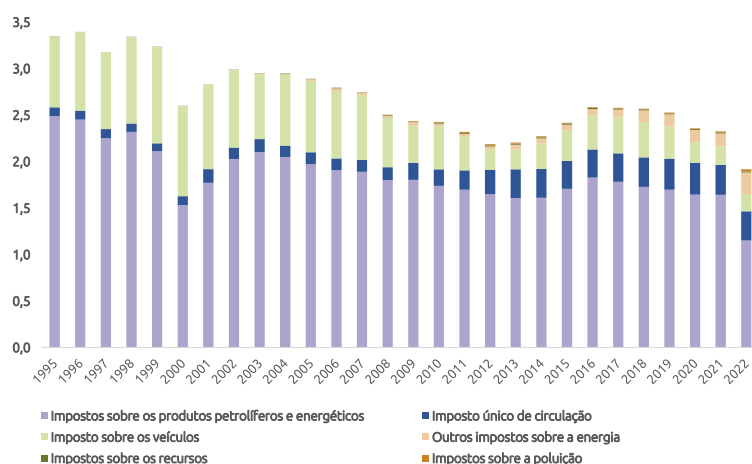
Em 2019, as empresas continuam a dar o maior contributo para a despesa em proteção ambiental em Portugal, representando 63,8% do total dessa despesa, seguindo-se os agregados familiares (18,2%) e as administrações públicas (18,0%).

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 \(2023b\)](#), em 2022, o valor dos impostos com relevância ambiental ascendeu a cerca de 4,65 mil milhões de euros, o que corresponde a 5,4% do total das receitas de impostos e contribuições sociais coletadas (6,6% em 2021),

correspondendo a 1,9% do PIB (2,3% em 2021) (Gráfico 15). Estes constituem os menores pesos desta categoria de impostos desde o início da amostra, em 1995. De salientar que esta contração abrupta de 7,5% observada na receita total dos impostos com relevância ambiental deveu-se sobretudo ao mecanismo de redução do Imposto sobre Produtos Petrolíferos e Energéticos (ISP), que foi adotado em consequência da política de mitigação do aumento dos preços dos combustíveis, e que representou uma contração de 21,3% no total das receitas de ISP de 2021 para 2022. Segundo o INE, entre as medidas dessa política “destacam-se a introdução do mecanismo de revisão dos valores das taxas unitárias do ISP aplicáveis, no continente, à gasolina sem chumbo e ao gasóleo rodoviário e o mecanismo de redução da carga fiscal equivalente ao que resultaria da redução da taxa do IVA de 23% para 13%, nas taxas unitárias do ISP.”

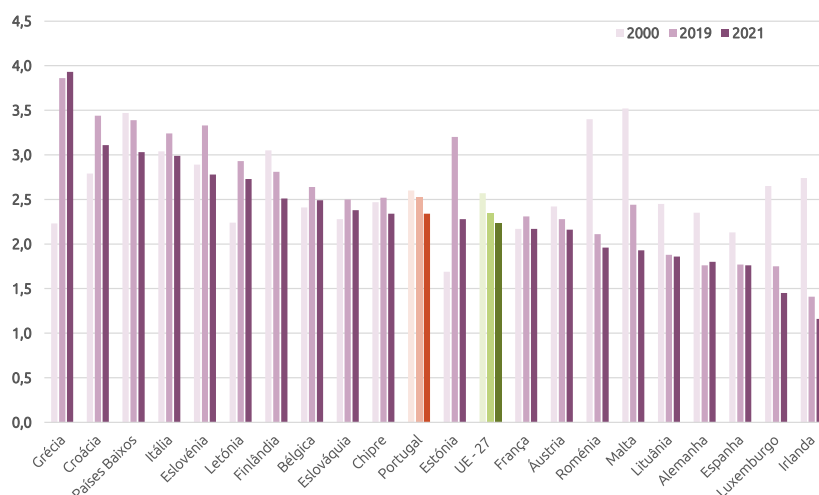
Gráfico 15 – Evolução dos impostos com relevância ambiental em Portugal, em % do PIB (1995-2022)



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, entre 2021 e 2022, o ISP perdeu importância relativa na receita total dos impostos com relevância ambiental, passando de 70,7% para 60,1%. Esta redução substancial da receita do ISP em 2022 afetou positivamente a importância relativa dos restantes impostos com relevância ambiental. Assim, o peso dos outros impostos sobre a energia, que incluem as licenças de emissão de gases com efeito de estufa, passou de 5,9% para 12,0%, ao passo que o peso dos impostos sobre os transportes passou de 22,4% para 26,1% no mesmo período. Já o peso dos impostos sobre a poluição, que possui uma expressão insignificante na estrutura dos impostos com relevância ambiental, passou, no entanto, de 0,5% em 2021 para 1,3% em 2022. A receita relativa às licenças de emissão de GEE continua a ganhar peso relativo no total da receita dos impostos com relevância ambiental, observando-se um aumento da receita destas licenças para 11,1% do total dos impostos com relevância ambiental em 2022, face ao ano anterior (5,1%).

Gráfico 16 – Peso dos impostos com relevância ambiental na Europa (% PIB)



Fonte: Eurostat

Em 2021, o peso dos impostos com relevância ambiental no PIB em Portugal (2,3%) foi ligeiramente superior ao da média da União Europeia com 27 Estados-Membros (2,2%), de acordo com o Eurostat (Gráfico 16). O peso dos impostos com relevância ambiental no total da receita fiscal e contributiva em Portugal (6,6%) também foi superior à média da União Europeia (5,5%) no mesmo período.

4.1.3 Riscos catastróficos

Os impactos associados a eventos extremos ou catastróficos constituem também riscos orçamentais relevantes que levam a que os valores observados para as variáveis macroeconómicas e orçamentais se desviem substancialmente das projeções e ameacem a sustentabilidade orçamental no médio e no longo prazo. Tendencialmente, os choques inesperados de grande magnitude atingem a economia de forma negativa, pelo que estes riscos são de natureza predominantemente descendente sobre as finanças públicas. Cabe, assim, aos governos, a função central de gerir e congregar recursos que permitam a gestão eficiente desses riscos e minimizar os seus potenciais impactos negativos, que de outra forma não poderiam ser suportados por indivíduos ou empresas. Em épocas normais, os governos são responsáveis por providenciar diferentes graus de proteção social aos desempregados, aos doentes, aos incapacitados e aos idosos. Em períodos de crise, em que múltiplos riscos tendem a cristalizar-se em simultâneo, os governos podem suportar um conjunto muito mais vasto de custos, ao assumirem o seu papel de “segurador de último recurso”.

O facto de a economia mundial ter sido atingida em apenas duas décadas por dois choques económicos sem precedentes – a crise financeira de 2008 e a crise pandémica COVID-19 em 2020 – fornece argumentos para sugerir que as economias avançadas estão mais expostas a riscos de grande magnitude, potencialmente catastróficos. Desde o início do século tem-se assistido a um aumento na frequência, severidade e custo dos eventos catastróficos que atingem as economias, que variam desde surtos de doenças contagiosas a ataques cibernéticos. Apesar da ameaça de guerras entre Estados

(especialmente entre potências nucleares) se ter, aparentemente, atenuado no início deste século, parece ter recrudescido com os conflitos armados entre a Ucrânia e a Federação Russa, e, mais recentemente, entre o grupo armado Hamas e o Estado de Israel, na Faixa de Gaza, aumentando os riscos geopolíticos à escala global.

Neste capítulo excluimos destes riscos catastróficos aqueles associados às alterações climáticas, já extensivamente referidos no capítulo 4.1.2. Contudo, existem outros riscos catastróficos antropogénicos (como os ataques cibernéticos) que também requerem vigilância, cujas origens podem estar relacionadas com a interligação global crescente entre indivíduos e empresas, graças à globalização (que facilitou as viagens e permitiu a expansão das redes comerciais e financeiras), ao acesso generalizado e crescente às novas tecnologias (internet e redes *wi-fi*) e às redes sociais. Existem também os riscos catastróficos naturais (como a atividade sísmica e a ocorrência de *tsunamis*), que também ameaçam as sociedades e cujo nível de perigo não depende diretamente da ação humana.

Quanto maior for a exposição dos países a estes riscos potencialmente catastróficos, de grande magnitude, maior serão também os riscos a ameaçar a sustentabilidade das suas finanças públicas. Tal deve-se ao facto destes riscos serem mais disruptivos, não só para a capacidade de as economias gerarem receitas fiscais, mas também porque é mais provável que sobrecarreguem os mecanismos privados de gestão de riscos e de seguros, levando os governos a intervir como segurador de último recurso. Isto torna-se ainda mais premente numa era em que os choques económicos são mais severos, as instituições financeiras e as empresas estão mais alavancadas e a política monetária é mais restrita. Portanto, conhecer a localização desses riscos e entender qual o mecanismo de contágio dos mesmos para as economias é fulcral para perceber a evolução das finanças públicas ao longo das últimas duas décadas e as potenciais ameaças à sua sustentabilidade até ao final deste século.

Ataques cibernéticos

Relativamente aos riscos antropogénicos, a exposição e a incidência de ataques cibernéticos tornou-se um risco particularmente relevante em especial durante e após a pandemia de COVID-19, que levou a uma aceleração da digitalização das economias e das empresas, seja através de uma maior prevalência de trabalho remoto ou através de um maior acesso e disponibilização de bens e serviços por via eletrónica. Estes ataques podem ter um impacto particularmente nefasto sobre a atividade de organismos públicos e privados, forçando a paralisação do seu funcionamento, o que pode acarretar custos avultados para repor a sua atividade normal. [Segundo a Reuters](#), estima-se que um ataque cibernético de grande envergadura a um sistema de pagamentos à escala global poderá custar 3,5 biliões de dólares à economia mundial, o que poderá causar a disrupção na atividade de organismos privados e públicos. Contudo, uma vez que a cibersegurança constitui um bem comum que transcende fronteiras físicas e digitais, os ataques cibernéticos implicam custos não só para as entidades afetadas diretamente, mas também para a atividade económica como um todo através de externalidades negativas.

Os ataques cibernéticos podem assumir diversas formas, sendo os mais usuais os ataques de *software* malicioso (que permite, entre outros, o acesso por parte dos atacantes aos dispositivos infetados), ataques de *ransomware* (em que os ficheiros pessoais das vítimas são encriptados, sendo exigido o pagamento de um resgate para a libertação dos mesmos), ataques de negação de serviços (DoS, que são ataques que procuram sobrecarregar um determinado sistema com pedidos de acesso, levando-o a falhar) e os ataques de *phishing* (ataques que procuram a obtenção de informação pessoal ou bancária das vítimas através de mensagens de e-mail ou páginas *Web* falsas, mas que aparentam ser legítimas).

Independentemente da origem e do tipo de ataque, estes podem causar, para além dos danos financeiros, danos informáticos avultados, potencialmente mais gravosos, tais como a perda de dados confidenciais, quer ao nível individual ou das empresas. Refiram-se, por exemplo, o ataque ao Serviço Regional de Saúde do arquipélago da Madeira, em agosto de 2023, o ataque à Vodafone em 2022, que levou a uma interrupção do serviço prestado aos clientes, os ataques aos grupos Cofina e Impresa, à Segurança Social e ao Parlamento português, também em 2022, o ataque ao Hospital de Ponta Delgada em 2021, ou os ataques à EDP e à Altice em 2020, apenas para referir alguns dos ataques de maior dimensão que afetaram Portugal nos últimos anos.

Dada a variedade de ataques existentes, é essencial que cada país promova a preparação e implementação de mecanismos que permitam a proteção ou mitigação dos mesmos. Os mecanismos mais indicados dependerão do tipo de ataque concreto que se enfrente, mas poderão incluir, entre outros, a preparação de infraestruturas ou tecnologias de proteção dos sistemas, ou a sensibilização e preparação de empresas e cidadãos para os perigos e formas de proteção contra estes tipos de ataque.

Neste sentido, e com o intuito de reforçar a cibersegurança a nível europeu, tem havido um esforço na criação de legislação comunitária com vista a uniformizar os padrões de cibersegurança a nível comunitário. Um dos primeiros passos mais relevantes neste sentido foi dado em 2013, com a aprovação de uma [Estratégia de Cibersegurança](#), que tinha como objetivo o desenvolvimento de uma legislação comunitária comum no que respeita a padrões de cibersegurança. Esta legislação surgiu em 2016, sob a forma da [Diretiva Network and Infrastructure Security](#) (NIS), e traçou os primeiros padrões de cibersegurança comuns que deveriam ser observados pelas infraestruturas críticas a nível Europeu. Em resultado desta legislação, surgiram diversos organismos que coordenam e articulam a resposta e a troca de informação relevante a nível europeu relativamente à cibersegurança, tais como o *NIS Cooperation Group* e a rede de equipas nacionais de resposta a ataques a incidentes de segurança informática. Portugal transpôs esta diretiva para legislação nacional sob a forma da [Lei n.º 46/2018 de 13 de agosto](#).

Em 2017, a Comissão Europeia propôs um novo pacote legislativo que culminou com a adoção do [Cybersecurity Act](#), transposto para legislação nacional em 2021, sob a forma do [Decreto-Lei n.º 65/2021 de 13 de julho](#). Este procurou melhorar a resiliência e a resposta a incidentes de cibersegurança de organismos públicos e privados e melhorou o papel da Agência de Cibersegurança Europeia (criada em 2004).

Com o advento de novas tecnologias, como o 5G, e um aumento da digitalização das economias, em especial após a pandemia de COVID-19, tornou-se necessário um reforço da legislação comunitária relativa à cibersegurança. Neste sentido, o

Parlamento Europeu adotou a [Diretiva NIS2](#), que apresenta as seguintes características gerais: i) torna mais uniforme a legislação existente, aumentando o número de setores abrangido pela legislação existente de cibersegurança e remove a possibilidade de os Estados-Membros adotarem requisitos de implementação diferentes; ii) estabelece regras que devem ser observadas por todas as empresas abrangidas pela legislação no que toca à resposta a incidentes e ataques e reduz as inconsistências na aplicabilidade da legislação existente;³² e iii) melhora da coordenação e troca de informação a nível europeu, através do estabelecimento de procedimentos e regras a serem seguidas no seguimento de um ataque de grande escala e através da obrigatoriedade de cada Estado-Membro adotar um plano e designar as autoridades nacionais competentes que deverão participar no esforço de resposta a incidentes e crises de cibersegurança a nível europeu. Atualmente, esta legislação encontra-se em fase de transposição, dispondo os Estados-Membros até 17 de outubro de 2024 para concluírem a sua transposição para legislação nacional.

Quadro 6 – Número de países por nível de exposição a ataques cibernéticos

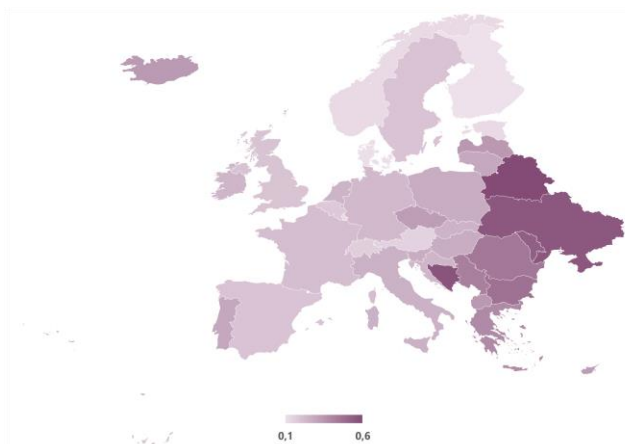
	Muito elevado	Elevado	Moderado	Reduzido	Muito reduzido
Europa	0	2	10	21	8
América do Norte	0	3	4	1	1
América do Sul	1	3	5	1	0
Ásia-Pacífico	3	11	8	7	3
África	1	11	3	1	0
Total global	5	30	30	31	12

Fonte: [PasswordManagers.co - Cybersecurity Exposure Index 2020](#).

No contexto mundial, a Europa apresenta uma boa preparação, sendo o continente com menor exposição a ataques cibernéticos, segundo o [Cybersecurity Exposure Index](#) de 2020 (Quadro 6). Segundo esta publicação, a maioria dos países (29) são considerados de risco reduzido ou muito reduzido, com os restantes 12 a serem considerados de risco moderado (10) ou elevado (2).

³² Entre outros, estabelece a obrigatoriedade de todas as empresas abrangidas reportarem, através de um relatório, os incidentes e ataques que tenham sofrido num prazo de 24 horas a contar do seu conhecimento, e a elaboração de um relatório mais detalhado no espaço de um mês. Foram igualmente estabelecidas sanções para o não cumprimento destas regras.

Gráfico 17 – Exposição a ataques cibernéticos na Europa



Fonte: [PasswordManagers.co - Cybersecurity Exposure Index 2020](https://www.passwordmanagers.co/cybersecurity-exposure-index-2020). | Nota: valores compreendidos entre 0 e 1, onde 0 representa a mais reduzida exposição a ataque cibernético e 1 a mais elevada exposição a ataque cibernético.

Ainda assim, observa-se uma diferença significativa no desempenho dos diversos países europeus a este nível (Gráfico 17), constatando-se uma relativa concentração dos países com maior risco de exposição na Europa de leste (em especial Bielorrússia, Bósnia e Herzegovina e Ucrânia). Neste contexto, Portugal é considerado um país de risco reduzido (com uma pontuação de 0,30), sendo considerado o 25.º país com menor exposição a ataques cibernéticos à escala mundial (à frente da Chéquia e do Chipre e atrás da Lituânia e Israel). Contudo, à escala europeia, Portugal ocupa a segunda metade da tabela, situando-se na 18.ª posição, e apresentando um valor superior ao da média dos países da UE (0,26) e ao dos seus principais parceiros (Espanha, França e Alemanha).

Risco sísmico e de tsunamis

Os sismos, ou terremotos, são fenómenos naturais que ocorrem quando há uma libertação repentina de energia na crosta terrestre, causando vibrações e movimentos no solo. Essas perturbações sísmicas podem variar em intensidade, desde tremores leves e impercetíveis até terremotos devastadores que podem causar danos significativos em edifícios e infraestruturas, perdas de vidas humanas, e custos económicos e orçamentais avultados. A perda total ou parcial da capacidade produtiva da economia, quer do fator trabalho quer do fator capital, constitui a principal consequência de um sismo para a atividade económica, que inevitavelmente se propaga para as finanças públicas. Ao Estado, caberá ainda, no seu papel de segurador de última instância, assumir parcialmente o ónus da reconstrução das infraestruturas afetadas, o que penalizará ainda mais a sustentabilidade das finanças públicas.

O risco sísmico refere-se à probabilidade de ocorrência de sismos em determinada região e aos possíveis impactos que esses eventos podem causar. Este tipo de risco é determinado por diversos fatores, salientando-se i) a perigosidade sísmica, definida pela probabilidade de ocorrência de um sismo com um determinado nível de intensidade e severidade superior a um determinado valor de referência num local e período de

tempo de exposição especificados; ii) a vulnerabilidade das construções e das infraestruturas, associada à qualidade da construção; e iii) a exposição, associada à densidade populacional, uma vez que uma maior densidade populacional implica um maior número de vidas e propriedades em risco durante um sismo. Destes três fatores apenas se consegue controlar e alterar, através de medidas e políticas de prevenção, a vulnerabilidade e a exposição, mas não o nível de perigosidade sísmica, que é inerente à localização geográfica.

Devido à sua localização geográfica, junto à fronteira das placas Euro-Asiática, delimitada a sul pela falha ativa Africana (Núbia), também designada por fratura Açores-Gibraltar, e a oeste do continente, delimitada pela falha dorsal do Oceano Atlântico, o território de Portugal continental e insular é caracterizado por uma zona de sismicidade assinalável. A maioria dos sismos registados em Portugal deve-se às várias falhas ativas na região, mas existem outras falhas, mais ou menos conhecidas, capazes também de gerar sismos destrutivos em terra. Este contexto geomorfológico em que Portugal está inserido tem uma particularidade: a deformação das placas é muito lenta, correspondente a uma deslocação de apenas poucos milímetros por ano, pelo que os sismos podem acontecer com grandes intervalos de tempo, acumulando grandes quantidades de energia que um dia, inevitavelmente, será libertada.³³

Historicamente, Portugal tem sido afetado por alguns sismos que causaram vítimas mortais e avultados danos materiais. O episódio mais marcante refere-se ao terramoto de 1 de novembro de 1755 e ao maremoto (ou *tsunami*) que se seguiu, em Lisboa, e que destruiu praticamente toda a Baixa Pombalina e provocou milhares de vítimas mortais.³⁴ Mais recentemente, no século XX, o país foi sujeito a vários eventos sísmicos que causaram perdas humanas e danos materiais avultados. O último, e mais significativo, ocorreu na madrugada de 28 de fevereiro de 1969, e foi sentido em todo o território continental, tendo provocado danos significativos no sul de Portugal e em Marrocos, e originou um pequeno *tsunami*. Contudo, este evento sísmico serviu de catalisador para a melhoria significativa da rede sísmica nacional e veio reforçar a importância da necessidade de aumentar a resistência sísmica dos edifícios, de uma proteção civil capaz de responder a tais fenómenos e de educar a população para ser mais resiliente face a tais eventos naturais.

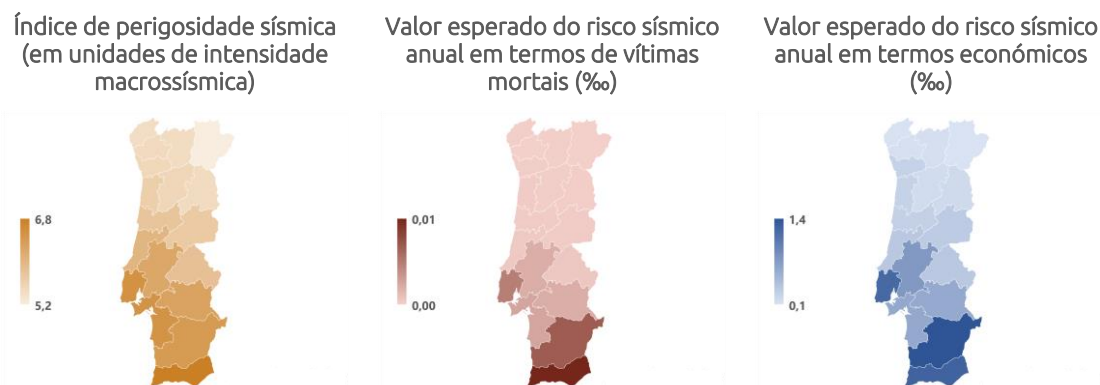
Um estudo conduzido por Sotto-Mayor (2006), que quantifica e avalia os riscos sísmicos em Portugal, apresenta diversos indicadores que permitem medir os níveis de perigosidade, vulnerabilidade e exposição de Portugal face à ocorrência de sismos no território. O Gráfico 18 exhibe a distribuição geográfica, por distrito, das variáveis que explicam os valores esperados anuais do risco sísmico. O mapa apresentado no painel esquerdo apresenta o índice de perigosidade sísmica de cada distrito, medido em termos de intensidade macrossísmica, e utilizando o valor esperado desta variável aleatória, calculado a partir da sua distribuição de probabilidade para um período de exposição de 50 anos. O painel central exhibe um mapa com a distribuição geográfica,

³³ Para uma pesquisa mais aprofundada sobre este tema, consultar, *inter alia*, Bezzeghoud *et al.* (2012), e Neves *et al.* (2014).

³⁴ Existem vários estudos que estimam o custo direto total deste terramoto. Entre estes, destacam-se Pereira (2009), que estima que esse custo tenha ficado compreendido entre 32% a 48% do PIB português da época, e Cardoso (2007), cujos cálculos apontam para um custo correspondente a aproximadamente 75% do PIB.

por distrito, dos valores esperados anuais de perdas humanas normalizadas pela população residente na região, decorrentes de sismos, em permilagem, e o painel da direita mostra a distribuição geográfica dos valores esperados anuais das perdas económicas normalizadas pelo valor de reposição do parque habitacional de cada região, em permilagem.

Gráfico 18 – Índice de avaliação sobre o risco sísmico (2006)



Fonte: Adaptado de Sotto-Mayor (2006).

A evidência apresentada nestes mapas sugere que as regiões que apresentam os níveis mais elevados nos diferentes tipos de risco localizam-se aproximadamente nas mesmas áreas geográficas: nas regiões do Alentejo e Algarve, em particular no sul do Alentejo Litoral, no Baixo Alentejo e no Barlavento Algarvio, mas também na Área Metropolitana de Lisboa e no sul do Alentejo Litoral (concelho de Odemira) e no centro do Algarve (concelhos de Silves e Loulé). A observação dos mapas confirma também a relevância do concelho de Lisboa e de toda a área da região do Algarve e Alentejo como as áreas do país com maior exposição em termos dos valores esperados das perdas económicas absolutas anuais em consequência de sismos. Só a perda económica absoluta anual estimada para Lisboa é cerca de quatro vezes superior à perda estimada para o segundo concelho da lista, o de Santarém. Contudo, a aferição do impacto económico e orçamental total de um sismo em Portugal é difícil de antecipar com precisão, uma vez que depende de inúmeros fatores, como a localização, magnitude, período da ocorrência, duração, morfologia, a qualidade das infraestruturas e o nível de prevenção associado, entre outros, pelo que as conclusões acima elencadas deverão ser interpretadas com especial prudência.

Sendo Portugal um país costeiro, é necessário não esquecer que, associado a eventos sísmicos, o risco de *tsunamis*, ou maremotos, está sempre presente, pelo que também é importante analisar o impacto dos potenciais danos materiais, humanos e orçamentais decorrentes deste fenómeno natural. Um *tsunami* é uma série de ondas causadas pelo deslocamento súbito de um grande volume de água, que podem chegar à costa em minutos, mas podem continuar por várias horas. Os *tsunamis* podem ser gerados por um grande sismo de origem costeira ou submarina longe da costa, por deslizamentos de terras, por erupções vulcânicas, por perturbações da pressão atmosférica ou por impactos de grandes meteoritos. Existem diversas fontes submarinas quer junto à costa, quer no Atlântico que podem originar *tsunamis* em Portugal continental, no arquipélago dos Açores ou no arquipélago da Madeira. Segundo um estudo desenvolvido por Mendes, J. M., e Freiria, S. (2012), os *tsunamis* em Portugal “são, na

sua maioria, causados por sismos submarinos gerados na complexa fronteira de placas tectónicas que vai desde as ilhas do Açores até ao estreito de Gibraltar. A velocidade de convergência entre as placas Eurasiática e Núbia (África) é de 4mm/ano junto da Península Ibérica”, o que constitui um “valor compatível com períodos de retorno elevados de fortes sismos submarinos”. Além disso, os autores referem que atualmente as falhas submarinas que podem gerar grandes *tsunamis* em Portugal e no Atlântico Noroeste estão bem identificadas: a falha do Marquês de Pombal (FMP), a falha da Ferradura (FF), as falhas do Banco de Portimão (FBP), a falha do Banco do Goringe (FBG) e a falha da Planície Abissal do Tejo (FPAT).

Em termos históricos, o catálogo nacional inclui um total de 11 *tsunamis* originados por sismos no oceano Atlântico nos últimos 2000 anos. Só no século XX, Madeira, Açores e Portugal continental sofreram o impacto de três *tsunamis* causados por sismos de magnitude superior a 7, que felizmente foram sentidos apenas nos portos, tendo sido, contudo, registados pelos marégrafos. Estima-se que o terramoto de 1755 e o *tsunami* que se seguiu tenham causado um número de vítimas na ordem dos milhares de pessoas, e sabendo que atualmente toda a região costeira portuguesa possui uma densidade populacional muito superior à desse período, particularmente no verão, conclui-se que o número de potenciais perdas humanas perante um evento sísmico da mesma magnitude seria muito superior.

No contexto europeu, Portugal tem um risco de ocorrência de *tsunami*, medido pela subcomponente do indicador *INFORM Risk 2024* que mede a probabilidade de exposição física de cada país aos *tsunamis* (Gráfico 19), de 4,3, muito superior ao da média da UE-27, de 1,7, encontrando-se, portanto, numa posição mais vulnerável, juntamente com outros países mediterrânicos como a Espanha, a Itália e a Grécia, do que os seus restantes congéneres europeus que também possuem uma faixa costeira, face a este tipo de evento natural.

Gráfico 19 – Índice de avaliação sobre o risco de *tsunamis* (2023)



Fonte: Comissão Europeia, [INFORM Risk Index 2024](#). O projeto INFORM é uma colaboração entre o *Inter-Agency Standing Committee Reference Group on Risk, Early Warning and Preparedness* e a Comissão Europeia. O *European Commission Joint Research Centre* é o líder científico do INFORM.

Em Portugal, a concentração da população em zonas em que a atividade sísmica se caracteriza por uma frequência reduzida de acontecimentos de grande impacto, aliada à existência de construções vulneráveis aos fenómenos sísmicos, revelam a importância de não se subestimar a ameaça sísmica e de se adotarem medidas efetivas de prevenção, mitigação e preparação para a redução do risco sísmico. De acordo com o [INE](#), aproximadamente 66,8% dos edifícios existentes em Portugal Continental à data dos Censos de 2021 é de construção anterior a 1990, e que destes sensivelmente 43,2% têm necessidade de algum tipo de reparações, podendo ser considerados, na sua maioria, como edifícios ineficientes do ponto de vista energético e desadequados do ponto de vista de prevenção sísmica. Assim, a modernização e reconversão do parque habitacional português, assegurada por uma legislação e regulamentação adequadas, é fulcral para a prevenção sísmica e para a minimização dos impactos dos sismos sobre a economia e sobre as finanças públicas.

Em Portugal essa regulamentação existe há muitos anos, mas existem algumas lacunas que potencialmente constituem obstáculos à sua efetiva implementação e fiscalização em todo o parque habitacional português. De facto, de acordo com um estudo da Direção da Sociedade Portuguesa de Engenharia Sísmica (SPES), elaborado por Oliveira *et al.* (2012), “desde 1958 há legislação técnica que obriga ao cálculo sísmico de edifícios novos, mas não há mecanismos eficazes de fiscalização sistemática da sua aplicação no projeto e construção de edifícios correntes. No que diz respeito às obras de reabilitação de edifícios existentes, não há legislação técnica. Logo, até obras que reduzem a resistência sísmica dos edifícios são legais.”³⁵ O primeiro “regulamento de segurança das construções contra os sismos” foi aprovado em 1958 ([Decreto n.º 41 658](#)), tendo havido mais tarde, em 1983, o [Decreto-Lei n.º 235/83](#), de 31 de maio, que atualizou essa regulamentação. No entanto, apenas a partir de 1990 é que efetivamente começaram a surgir os primeiros edifícios construídos tendo em conta a legislação de 1983, uma vez que o “tempo que demora entre a saída da regulamentação e o aparecimento dos novos edifícios é de alguns anos”, de acordo com [Carlos Sousa Oliveira](#), professor catedrático jubilado do Instituto Superior Técnico (IST), na área da Mecânica Estrutural e Engenharia Sísmica, em entrevista ao jornal Público, a 7 de fevereiro de 2023.

No que diz respeito à reabilitação urbana, até 2019, aplicava-se a [Lei n.º 32/2012](#), de 14 de agosto. Contudo, esta Lei apresentava problemas na sua implementação, uma vez que “diz muito claramente que numa obra de reabilitação urbana não é preciso respeitar a legislação posterior à construção original. Para qualquer edifício cuja construção original seja anterior a 1958, como a legislação tinha grau zero de exigência de proteção sísmica, pode continuar a ser zero.”, de acordo com [Mário Lopes](#), investigador no Instituto Superior Técnico (IST) e criador do projecto *KnowRisk*³⁶, em entrevista à RTP, a 3 de março de 2017. Essa falta de obrigatoriedade deixava em aberto uma lacuna que é explorada pelo mercado imobiliário, porque a incorporação de métodos antissísmicos na construção acarreta maiores custos, quer para os promotores, quer para os compradores finais. Ou seja, a incorporação de reforço antissísmico dos

³⁵ Atente-se que esta afirmação é de 2012.

³⁶ O projeto *KnowRisk* (*Know your city, Reduce seismic risk through non-structural elements*) é um projeto financiado pela Comissão Europeia, que tem como objetivo aproximar as populações do conhecimento científico sobre a proteção contra o risco sísmico não estrutural. O projeto alerta e sensibiliza o público através de iniciativas com as escolas e os cidadãos.

edifícios aumenta a sua segurança, mas aumenta o custo de construção, o que constitui um motivo adicional para que existam ainda muitos edifícios (não estando contabilizados) sem o devido reforço estrutural. Nesta época estava também em vigor a norma comunitária NP EN1998-3:2017, também conhecida como [Eurocódigo 8](#),³⁷ que define a ação sísmica e os aspetos para o dimensionamento e pormenorização dos elementos para estruturas resistentes aos sismos.

Para responder a estas limitações, entrou em vigor, em 2019, o [Decreto-lei n.º 95/2019](#), de 18 de julho, que estabelece o regime aplicável à reabilitação de edifícios ou frações autónomas, e dos diplomas legais que o decreto enquadra, e explicita as situações em que se torna obrigatória a avaliação da segurança estrutural na reabilitação de edifícios, tal como definido na [Portaria n.º 302/2019](#), de 12 de setembro. Esta Portaria define os termos em que obras de ampliação, alteração ou reconstrução estão sujeitas à elaboração de um relatório de avaliação de vulnerabilidade sísmica, bem como as situações em que é exigível a elaboração de projeto de reforço sísmico. Assim, é obrigatória a realização de um relatório de avaliação de vulnerabilidade sísmica para obras de ampliação, alteração ou reconstrução, sempre que se verifique uma das seguintes condições: i) existência de sinais evidentes de degradação da estrutura do edifício; ii) as obras procedam ou tenham por efeito uma alteração do comportamento estrutural do edifício; iii) a área intervencionada, incluindo demolições e ampliações, exceda os 25% da área bruta de construção do edifício; e iv) o custo de construção exceda em pelo menos 25% do custo de construção nova de edifício equivalente.

4.2 Riscos relacionados com programas orçamentais: o caso da defesa nacional

A Europa uniu-se para criar um espaço de liberdade, segurança e justiça sem fronteiras internas, decorrente da assinatura do Tratado de Funcionamento da União Europeia (artigos 67.º a 89.º), sendo este espaço um fator fundamental para garantir a elevada qualidade de vida na sociedade europeia e para proteger as infraestruturas críticas através da prevenção e do combate contra as ameaças comuns. No entanto, o mundo tem vindo a assistir a uma alteração significativa do ambiente geopolítico, de defesa, de segurança e a uma célere transformação tecnológica.

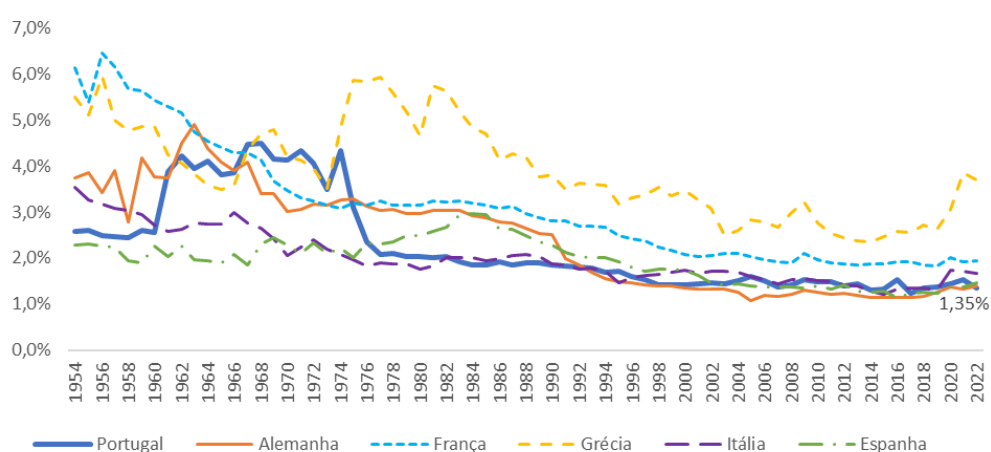
Em particular, a Europa tem registado uma profunda degradação do ambiente de segurança desde a anexação ilegal da Crimeia pela Federação Russa em 2014. Mais recentemente, com a invasão da Ucrânia pela Rússia, esta degradação acentuou-se, tendo desencadeado uma guerra em solo europeu, alterando novamente o paradigma de segurança da Europa. Neste seguimento, o Conselho da UE aprovou uma Bússola

³⁷ Para além da legislação nacional existem normas europeias que visam unificar os critérios e normativas de cálculo e dimensionamento de estruturas, os Eurocódigos. Existem dez Eurocódigos que cobrem os aspetos relacionados com a segurança, definição das ações em infraestruturas, questões geotécnicas, dimensionamento e pormenorização de estruturas de acordo com os materiais utilizados (betão, aço, mistas aço-betão, madeira, alvenaria e alumínio). Cada Eurocódigo é acompanhado de um Anexo Nacional que contém os Parâmetros de Determinação Nacional (*NDPs – Nationally Determined Parameters*; no original em inglês), permitindo às autoridades nacionais adaptar os documentos à realidade de cada país. Os Eurocódigos – incluindo o Eurocódigo 8 - reservam uma secção em aberto para que cada país possa definir os parâmetros correspondentes a cada região, uma vez nem todas as regiões dos Estados-membros da União Europeia possuem as mesmas características.

Estratégica³⁸ que possibilita à União Europeia um plano de ação ambicioso com o objetivo de reforçar a política de segurança e de defesa até 2030. Neste âmbito, os Estados-Membros comprometeram-se a aumentar as suas despesas com a defesa para colmatar lacunas críticas em termos de capacidades militares e civis, bem como a reforçar a Base Industrial e Tecnológica Europeia de Defesa. Este reforço do plano de segurança e de defesa visa também contribuir para um aumento da segurança mundial e transatlântica e complementa a Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN).

Desde 1954 que se observava uma tendência decrescente na despesa militar³⁹ (Gráfico 20). Nos anos mais recentes constata-se uma alteração desta trajetória em muitos Estados-Membros. Esta inversão é justificada não só pela invasão da Ucrânia em 2022, como também devido ao compromisso europeu anteriormente referido e ao "Compromisso de Investimento na Defesa" assumido pelos Aliados da OTAN em 2014, na primeira cimeira⁴⁰ que ocorreu após a anexação ilegal da Crimeia. Este compromisso político assumido pelos Aliados estabeleceu como objetivo o valor de pelo menos 2% do PIB em despesas gerais em defesa numa década (ou seja até 2024), com vista a cumprir as prioridades em matéria de capacidades da OTAN. No mesmo sentido, a OTAN (em 2014) e o [Conselho Europeu](#) (em 2017) determinaram como objetivo um "aumento a médio prazo das despesas de investimento na defesa para 20% das despesas totais com a defesa", que inclui equipamentos diferenciadores e investigação e desenvolvimento conexos.

Gráfico 20 – Evolução da despesa militar (em % do PIB)



Fonte: Sipri. Nota: Em Portugal a queda acentuada da despesa militar, entre 1974 e 1976, prende-se com a Revolução do 25 de abril de 1974 e a consequente independência das antigas colónias, dado que até então uma

³⁸ [Bússola Estratégica para a Segurança e a Defesa – Por uma União Europeia que protege os seus cidadãos, os seus valores e os seus interesses e contribui para a paz e a segurança internacionais.](#)

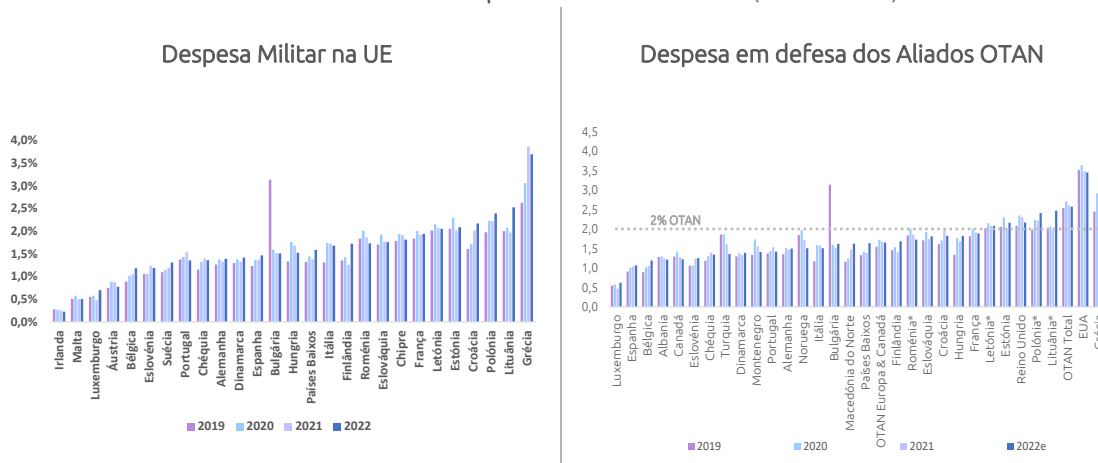
³⁹ A inexistência de dados suficientemente pormenorizados dificulta a aplicação de uma definição comum de despesas militares a nível mundial. Os dados extraídos da base de dados da *Stockholm International Peace Research Institute* (Sipri) assentam numa metodologia que inclui todas as despesas correntes e de capital relativas a: (i) forças armadas, incluindo as forças de manutenção da paz; (ii) Ministérios da defesa e outras agências governamentais envolvidas em projetos de defesa; (iii) forças paramilitares, quando consideradas treinadas e equipadas para operações militares; e (iv) atividades espaciais militares.

⁴⁰ A cimeira ocorreu entre 4 e 5 de setembro de 2014 no País de Gales podendo as conclusões serem consultadas [aqui](#) e [aqui](#).

parte significativa do Orçamento do Estado era afeta à Administração Colonial e às despesas militares resultantes da guerra colonial em África que teve início em 1961.

Os países europeus revelam padrões muito distintos no que respeita a afetação dos seus recursos à despesa em defesa (Gráfico 21, painel esquerdo). Em 2022, a Grécia apresentou o rácio de despesa em defesa em percentagem do PIB mais elevado (3,7%), dada a tensão geopolítica entre este país e a Turquia, seguem-se países como a Lituânia (2,5%), Polónia (2,4%), a Croácia (2,2%), a Estónia e a Letónia (ambos com 2,1%) situados na zona fronteiriça a leste. Portugal, registou em 2022 aproximadamente 1,4% do PIB de despesa em defesa, sendo este também o valor médio registado no período desde 2014, ano do compromisso firmado entre os Aliados da OTAN. De acordo com a *Stockholm International Peace Research Institute* (Sipri), apenas seis países da UE gastaram no mínimo 2% do seu PIB em defesa em 2022. No que respeita aos aliados da OTAN, entre 2015 e 2022 o número de países que cumprem a meta de 2% passou de apenas três para sete, e os que estão acima da meta de investimento de 20% passaram de 7 para 26. Em 2021, Portugal encontrava-se ainda abaixo desta meta, com o investimento em percentagem da despesa total em defesa a atingir os 16,2%, de acordo com os dados mais recentes publicados pela Agência de Defesa Europeia (EDA). No entanto, coletivamente, a UE atingiu o objetivo de 20% em 2021.

Gráfico 21 – Despesa militar e em defesa (em % do PIB)



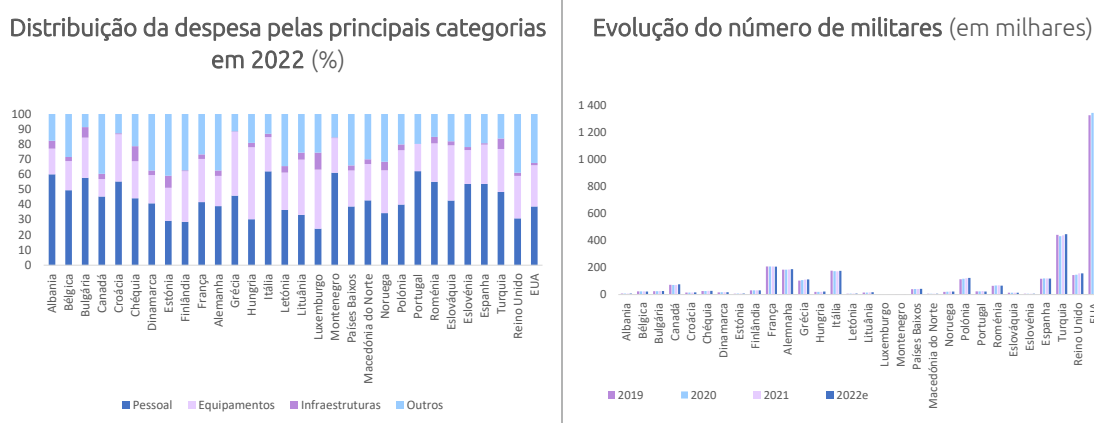
Fonte: Sipri e OTAN. Cálculos do CFP. Nota: (i) e – estimativa; (ii) * Os Aliados assinalados têm leis nacionais ou acordos políticos que exigem que 2% do PIB seja gasto anualmente em defesa; e (iii) As despesas com a defesa dos Aliados basearam-se nos dados do PIB disponíveis no ano para o qual o planeamento da despesa foi elaborado e, por conseguinte, os Aliados podem ter cumprido a orientação de 2% quando utilizaram esses valores. Por exemplo, em 2018 e 2021, a Lituânia cumpriu 2% utilizando os dados da OCDE de novembro de 2018 e junho de 2021, respetivamente.

Analisando a composição da despesa em defesa, as despesas com pessoal⁴¹ destacam-se como sendo a categoria que mais recursos absorve, representando quase metade da despesa de defesa, apesar de se denotar uma tendência de redução desde 2014. Existe uma variação significativa entre os países, sendo Portugal (62,1%) e Itália (62%) os que mais recursos afetam à despesa com pessoal; já a Finlândia (28,6%) e o Luxemburgo (24,1%) são os que menos gastam com pessoal em termos relativos (Gráfico 22, painel da esquerda). No que respeita ao número de militares, o país com maior contingente é

⁴¹ As despesas com pessoal incluem as despesas militares e civis, assim como as pensões.

destacadamente dos Estados Unidos da América (EUA), seguido da Turquia, França, Alemanha e Itália (Gráfico 22, painel da direita). Os equipamentos⁴² e outras despesas de funcionamento⁴³ absorvem aproximadamente um quarto do total dos recursos consagrados ao sector da defesa. A média europeia do montante dedicado ao equipamento tem aumentado desde 2014 até 2022 (de 12,9% para 27,1%), um sinal de reforço do investimento. Em 2022 Portugal aproximou-se do objetivo dos 20% de investimento, com esta rubrica a atingir 18% da despesa em defesa. Por último, as despesas com infraestruturas⁴⁴ apresentam o menor peso no orçamento da defesa (Portugal apresenta o valor mais baixo dos países OTAN, representando 0,1% da despesa total em defesa).

Gráfico 22 – Principais categorias da despesa em defesa



Fonte: OTAN. Cálculos do CFP.

Numa perspetiva de futuro existe um caminho a percorrer no que respeita à reconstrução e a recuperação das capacidades militares dos países pertencentes à OTAN. Com efeito, o esforço feito pelos países nos anos mais recentes não é ainda suficiente para repor a capacidade instalada perdida na sequência do declínio dos orçamentos da defesa e muitos países ainda não atingiram a meta dos 2% do PIB da despesa em defesa. Portugal não é exceção, desde 1995 até 2022 que regista uma média de despesa em defesa de 1,5% do PIB, diminuindo este valor se consideramos apenas o horizonte decorrente entre 2014 e 2022 (1,4% do PIB).⁴⁵ De modo a recuperar

⁴² As despesas com equipamentos incluem as despesas com os principais equipamentos e a I&D dedicada aos principais equipamentos.

⁴³ As despesas com infraestruturas incluem as infraestruturas comuns da NATO e a construção militar nacional.

⁴⁴ Outras despesas incluem despesas de funcionamento e manutenção, outras despesas de I&D e despesas não afetadas às categorias acima mencionadas.

⁴⁵ O Programa Orçamental da Defesa na Proposta de Orçamento do Estado para 2024 (POE/24) descreve sucintamente as principais orientações de segurança e defesa para Portugal e inclui uma previsão de aumento da despesa em 13,7%. Assim, a Conta do Programa Orçamental da Defesa registaria um aumento de 2506,7 milhões de euros em 2023 para 2850,1 milhões de euros em 2024 (mais 343,4 milhões de euros). Relativamente às dotações específicas, a POE/24 tem subjacente um aumento de 2,7% (aumentando de 21,4 para 22 milhões de euros entre 2023 e 2024) para a Lei das Infraestruturas Militares e de 22,7% (mais 98,8 milhões de euros) para a Lei de Programação Militar.

e incorporar o esforço sustentado e necessário para reconstruir a sua Defesa Nacional seria preciso um aumento anual desta despesa em torno dos 0,6 p.p. do PIB.

Num exercício simplista, para o horizonte de projeção deste relatório (2023 – 2037), usando os valores projetados para o PIB descritos no capítulo 3, considerando que o montante afeto à defesa nacional se mantinha na média observada entre 2014 e 2022, atingir o objetivo de 2% do PIB implicaria que a despesa em defesa teria de aumentar em média por ano aproximadamente 2000 milhões de euros. Este incremento poderia ter ou não ter implicações para o saldo orçamental das administrações públicas consoante as opções políticas adotadas. Concretamente, o impacto nulo no saldo, adviria do seu financiamento através do aumento da receita fiscal e/ou através de diminuição de outras rubricas da despesa, permitindo acomodar o aumento do orçamento da defesa. Tudo o resto constante, incluindo crucialmente a trajetória de crescimento económico, caso este acréscimo de despesa não fosse acomodado teria implicações para a trajetória da dívida pública (que no final do horizonte de projeção seria aproximadamente 9,1% do PIB mais elevada). De forma a tornar este esforço compreensível para os cidadãos seria necessário reiterar e explicar a importância do fortalecimento da segurança, do seu papel e importância para a liberdade hoje tomada como garantida, assim como também garantir a sustentabilidade orçamental e os benefícios económicos para a indústria e para o desenvolvimento tecnológico nacional.

Recentemente a [Comissão Europeia](#) referiu a existência de três vias pelas quais a despesa em defesa poderá ter implicações para as finanças públicas: i) efeito no crescimento económico; ii) efeito sobre a dívida; e iii) efeito de "crowding-out" noutras despesas públicas.

Para o efeito sobre o crescimento não existem conclusões empíricas unânimes tanto quanto ao sinal e magnitude do impacto, como quanto à existência de uma ligação direta entre os dois. O estudo elaborado por Kollias *et al.* (2004), baseado em estimativas de painel para os países da UE-15 para os anos de 1961 e 2000, indica que as despesas militares induzem o crescimento económico no curto e longo prazo. Para Moretti *et al.* (2019), há evidências de efeitos de "crowding-in" do investimento público em investigação e desenvolvimento (I&D) relacionado com a defesa sobre a I&D privada, com efeitos positivos no crescimento global da produtividade, verificando que, em termos médios, um incremento de 10% em I&D financiado pelo sector público gera um aumento adicional entre 5% a 6% em I&D financiado pelo sector privado. Adicionalmente, também inferem que os aumentos em I&D financiado pelo sector privado direcionados para o sector da defesa resultam em ganhos de produtividade para toda a economia. Por sua vez, a análise de literatura elaborada por Churchill e Yew (2018), consegue retirar duas conclusões opostas: refere que os efeitos positivos da despesa militar no crescimento são mais acentuados nos países desenvolvidos e que devido à variabilidade dos estudos analisados os autores afirmam também que pode existir uma relação negativa entre despesas militares e crescimento, cuja razão pode ser atribuível ao aumento dos custos de defesa e à corrupção governamental. No mesmo sentido desta última conclusão, os resultados empíricos apresentados por Mylonidis (2008), indicam que as despesas militares têm uma influência líquida globalmente negativa no crescimento económico e que a magnitude deste impacto negativo tende a aumentar ao longo do tempo. Becker e Dunne (2021), usando dados disponíveis para 34 países e para 49 anos, investigaram através de modelos de crescimento padrão se a composição dos orçamentos militares afeta o crescimento económico, concluindo que existe uma heterogeneidade considerável nos efeitos das diferentes componentes, no

entanto a correlação negativa entre as despesas militares e o crescimento, verificada em estudos recentes, é principalmente impulsionada pelas despesas de pessoal, afetando mais os países onde esta proporção é superior.

O efeito das despesas em defesa sobre a dívida pública tem sido menos estudado. Não é líquido que um incremento da despesa em defesa tenha implicações sobre a dívida pública. Tal ocorrerá caso não seja possível a sua acomodação via ajustamentos noutras rubricas da despesa ou através de afetação de receita de impostos (seja esta gerada por crescimento económico ou alterações na tributação, sendo esta politicamente mais difícil de implementar) poderá optar-se pelo financiamento, com impacto na dívida pública. Também aqui se encontram diferentes conclusões: para Paleologou (2011) existe uma relação positiva entre as despesas militares e a dívida pública, centrada nas economias avançadas, uma vez que o aumento de 1% nas despesas em defesa origina um aumento de 1,4% na dívida pública. Um resultado semelhante é apresentado por Nikolaidou (2016), delimitando este efeito ao curto prazo. E para Dimitraki e Kartsaklas (2017) esta relação positiva é mais evidente para países cujo nível de dívida se situe acima dos 90% do PIB. Em sentido oposto, Kollias *et al.* (2021) conclui que, para a Grécia, não existe um efeito estatisticamente detetável das despesas com a defesa na acumulação da dívida pública, uma vez que os resultados a que chegaram indicam que o incremento de dívida pública foi em grande medida determinado pela dinâmica da dívida e pela necessidade de financiamento para pagar a despesa com juros existente. O estudo conduzido por Ahmed *et al.* (2022), chega a conclusões mais amplas confirmando que o rácio da dívida pública é um determinante importante das despesas de defesa e não defesa, especialmente nos anos mais recentes, uma vez que ambas as categorias tendem a diminuir em resposta a um choque no rácio da dívida pública em relação ao PIB. Desta forma os decisores políticos devem concentrar-se principalmente na redução da dívida pública e, conseqüentemente na diminuição do serviço da dívida, de modo a disporem de uma maior flexibilidade na despesa em diferentes categorias.

Por último, para o estudo do efeito de "*crowding-out*" noutras despesa públicas, diversos autores usam o modelo "*Guns vs Butter*"⁴⁶ para demonstrar a escolha que os governos enfrentam quando optam por afetar recursos à defesa nacional ou a outros programas internos. O objetivo do modelo é realçar as restrições de despesa que os governos enfrentam. Em Carter, *et al.* (2021), conclui-se primeiramente que o aumento das despesas em defesa tem um efeito não linear no crescimento económico (em linha com outros autores referidos anteriormente) e, em segundo lugar, que a existência de um *trade-off* "*Guns vs Butter*" depende da importância relativa que os decisores de política atribuem à proteção do Estado Social, à capacidade para contração de empréstimos e à manutenção de impostos baixos quando aumentam as despesas em defesa. Por seu turno, Nikolidou (2008) e Douch e Solomon (2014) confirmam o *trade-off* entre as despesas militares e outras despesas públicas. Nos seus estudos, verificam um efeito de "*crowding-out*" das despesas com a defesa quando se consideram as restantes despesas públicas não relacionadas com defesa. De um modo geral, os resultados heterogêneos e a utilização de metodologias diversas nos estudos indicam a necessidade de prudência ao tentar antecipar as conseqüências do aumento observado nas despesas com a defesa para as finanças públicas.

⁴⁶ A origem do termo "*Guns vs Butter*" ou "*Armas ou Manteiga*" remonta à Primeira Guerra Mundial, quando os EUA tomaram a decisão de expandir as suas despesas militares antes da sua entrada nesta Guerra.

4.3 Riscos relacionados com as responsabilidades contingentes

4.3.1 Enquadramento e definição

Os riscos de créditos orçamentais incertos, também designados por responsabilidades (ou passivos) contingentes constituem um dos elementos presentes na avaliação do risco orçamental. Ao contrário do que acontece nos passivos não contingentes, que são incondicionais na sua verificação, e regra geral de mais fácil quantificação, nas responsabilidades contingentes a materialização do seu impacto depende da verificação de uma condição ou evento para poder ser registado. Por esta razão, os passivos contingentes são reconhecidos apenas como passivos potenciais e não reais como são os passivos que compõem a dívida pública. Ainda que não constituam dívida, um elevado nível de passivos contingentes pode, no entanto, indicar um elevado nível de risco orçamental. A avaliação das implicações destas responsabilidades potenciais na sustentabilidade das finanças públicas é complexa e prende-se com a dificuldade em estimar antecipadamente a probabilidade e dimensão da sua materialização sobre o défice e a dívida pública, como também antever o momento da sua eventual ocorrência.

Os passivos contingentes podem assumir uma natureza explícita ou implícita (Caixa 3). No primeiro caso, essa possibilidade está delimitada na lei ou contrato, sendo desta forma explícita a sua responsabilidade. No segundo caso, por essa possibilidade não estar previamente prevista, as responsabilidades assumem uma natureza implícita podendo resultar de uma certa obrigação moral do Estado associada a expectativas legítimas criadas por práticas passadas, como ainda de pressões políticas ou pressões movidas por grupos de interesse.

De uma forma geral, os passivos contingentes associados a responsabilidades explícitas são de menos difícil quantificação do que os passivos contingentes implícitos. Para estes, regra geral, o Estado não mantém um registo dos seus riscos implícitos. Este facto dificulta o seu acompanhamento, podendo levar a custos inesperados quando o Estado tiver de assegurar a cobertura dos custos de um acontecimento para o qual não estava previamente consciente de que poderia constituir um passivo potencial.

A divulgação de informação sobre passivos contingentes das Administrações Públicas (AP) tem, contudo, fornecido uma melhor e mais abrangente quantificação de responsabilidades contingentes explícitas, ao invés das de natureza implícita que continuam expostas a dificuldades de mensuração e quantificação.⁴⁷

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 contexto do reforço da governação económica da UE.⁴⁸ Esta preocupação

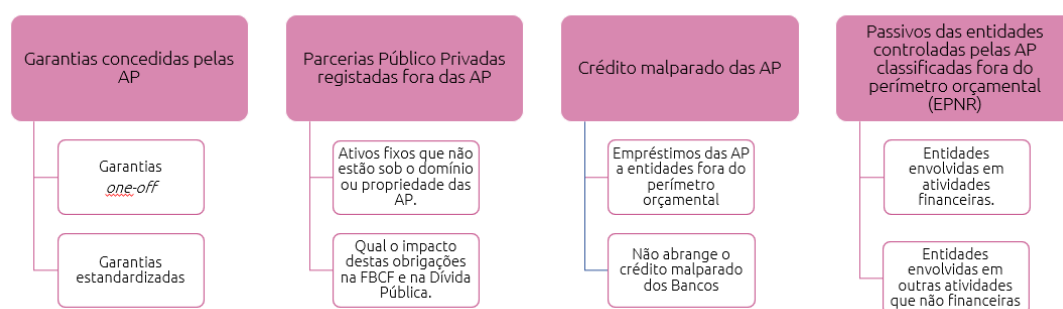
⁴⁷ A este respeito, um estudo da OCDE recomendou a conversão dos passivos implícitos em passivos explícitos (sempre que possível), a menos que o Estado pudesse comprometer-se previamente, de forma fiável, a não tomar medidas em resposta aos riscos decorrentes do passivo implícito. Esta orientação permitiria ao Estado salvaguardar-se de uma cobertura de custos de um acontecimento para o qual não estava previamente consciente, o que podendo constituir um passivo potencial evitaria encargos inesperados com impacto relevante na sustentabilidade das finanças públicas.

⁴⁸ Em particular, a Diretiva 2011/85/UE do Conselho, de 8 de novembro de 2011.

tem contribuído para melhorar a transparência orçamental e a compreensão dos riscos orçamentais associados a este tipo de passivos.⁴⁹

A informação estatística relativa a passivos contingentes das administrações públicas adotados no quadro de supervisão orçamental da UE segue a metodologia fixada pelo Eurostat, a qual assenta em quatro indicadores principais, sistematizados na figura seguinte.

Quadro 7 – Indicadores de Passivos Contingentes



Fonte: Eurostat.

Estes indicadores têm uma natureza heterogénea e representam diferentes tipos de impacto potencial nas finanças públicas. Nesse sentido, fornecem uma exposição máxima quantificada de risco das AP associada a cada um dos indicadores. Por serem independentes entre si, podem, no entanto, sobrepor-se. Significa isto, que em alguns casos, o mesmo risco orçamental pode ser refletido por dois ou mais indicadores, o que poderá levar à sobrestimação do seu impacto potencial.⁵⁰

⁴⁹Na vertente corretiva do PEC, os passivos contingentes são 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.

⁵⁰ Trata-se do caso da dívida de uma empresa pública que não integra o sector das AP, mas é controlada pelo Estado, os riscos potenciais são cobertos por dois indicadores: (i) Garantias concedidas pelas AP e (ii) passivos de empresas públicas classificadas fora das AP.

Caixa 3 – Passivos contingentes: responsabilidades explícitas ou implícitas

Os passivos contingentes assumem muitas das vezes a forma de responsabilidades públicas que, sob certas condições, exigem uma resposta do governo com implicações no saldo e na dívida pública. Nesta circunstância, estamos perante uma obrigação do Estado que depende da ocorrência de algum acontecimento futuro incerto, ou obrigações presentes em que o pagamento não é certo ou o montante não pode ser medido de forma fiável.

Os passivos contingentes explícitos são definidos por lei ou contrato e surgem apenas se um determinado evento ocorrer. São constituídos por acordos financeiros legais ou contratuais que estabelecem requisitos condicionais para efetuar pagamentos de valor económico. Estes requisitos só se tornam efetivos se uma ou mais das condições estipuladas se verificarem. As formas que os passivos contingentes explícitos podem assumir são várias, embora as garantias sejam as mais comuns. As responsabilidades explícitas associadas a estes passivos são as que resultam de:

- (i) Garantias do Estado concedidas a empresas públicas ou entidades privadas, ou garantias do Estado emitidas sobre dívidas ou outras obrigações com os governos subnacionais;
- (ii) Esquemas de seguro do Estado (seguro de depósitos, seguro de colheitas, seguro contra risco de guerras);
- (iii) Potenciais ações judiciais, decorrentes de processos judiciais pendentes;
- (iv) Indemnizações, que refletem compromissos para aceitar o risco de perda ou dano que outra parte possa incorrer; e
- (v) Capital social não realizado, a obrigação de fornecer capital adicional, a pedido, a uma entidade da qual o Estado é acionista.

Os passivos contingentes implícitos não resultam de uma fonte legal ou contratual, mas o seu reconhecimento verifica-se após a realização de uma condição ou acontecimento. Embora não exista um compromisso legal, há expectativas fundamentadas no comportamento do passado para que o Estado assegure a responsabilidade decorrente de um dado acontecimento ou circunstância, regra geral associada a uma obrigação moral, ou a pressões diversas. Exemplos deste tipo de responsabilidades são as que se prendem com:

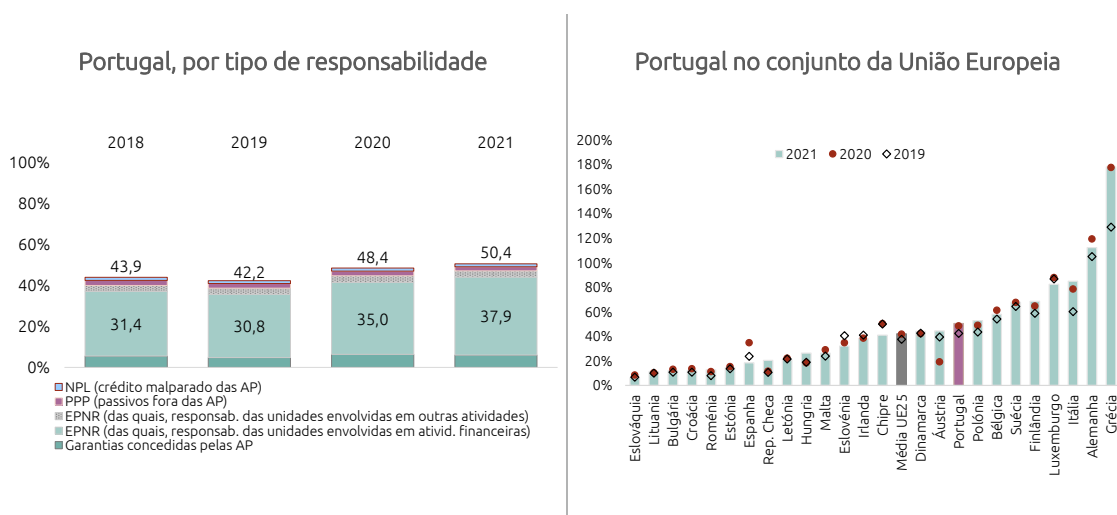
- (i) o resgate de entidades do sector público local ou regional, ou entidades públicas ou privadas;
- (ii) a garantia de solvência do sector bancário;
- (iii) a cobertura das obrigações das administrações subnacionais;
- (iv) a limpeza de passivos em entidades objeto privatização;
- (v) a falha de fundos de pensões não garantidos (incluindo proteção a pequenos investidores);
- (vi) a dívida não garantida de unidades do sector público;
- (vii) a reconstrução ambiental e o auxílio a catástrofes naturais, e
- (viii) o financiamento militar.

4.3.2 Riscos associados a passivos contingentes das Administrações Públicas

A informação atualizada sobre responsabilidades contingentes das AP publicada pelo Eurostat reflete já o impacto das medidas adotadas pela generalidade dos Estados-Membros da União da Europeia, no contexto da crise pandémica.⁵¹ Entre 2019 e 2021, Portugal foi o sexto do grupo de dezoito Estados-Membros que maior agravamento de responsabilidades contingentes registou em rácio do PIB.⁵² A comparabilidade internacional exige algum cuidado devido à inclusão neste indicador dos passivos contingentes de entidades financeiras controladas pelas AP, quando nem todos os países detêm participações no sector financeiro (ou bancos públicos) e o indicador apenas ter em conta os passivos dessas entidades, ignorando os respetivos ativos. Acresce, que a ausência de participação direta no sector financeiro não obsta à concessão de apoios financeiros públicos ao sector financeiro privado em situações muito adversas.

De acordo com o Eurostat, em 2021 as responsabilidades contingentes em Portugal representavam 50,4% do PIB, mais 8,2 p.p. do que o verificado no ano pré-pandemia (painel esquerdo do Gráfico 23). O aumento das responsabilidades com passivos de entidades controladas pelas AP classificadas fora do perímetro orçamental (7,1 p.p.) e em menor grau pelas garantias concedidas pelas AP (1 p.p.) foram determinantes para este agravamento. Não obstante o incremento da exposição de risco no total dos passivos contingentes, Portugal ocupava em 2021, o nono lugar (50,4% do PIB) de entre vinte e cinco Estados-Membros da UE com maior exposição a estes passivos, abaixo, entre outros, da Alemanha (112,2% do PIB), Finlândia (68,4% do PIB) e Suécia (67,7% do PIB).⁵³

Gráfico 23 – 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.

⁵¹ Publicada pela autoridade estatística europeia (Eurostat) em janeiro de 2021.

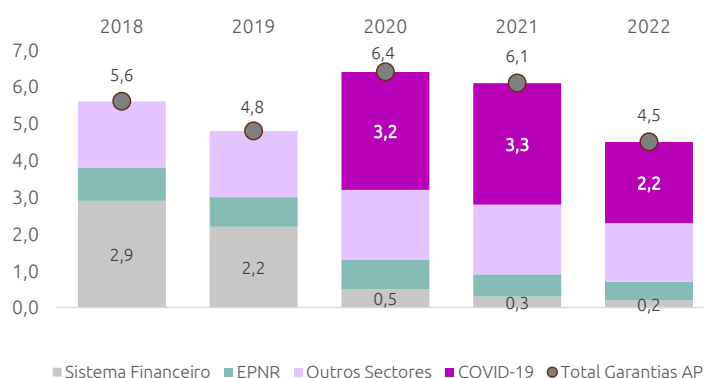
⁵² Ainda assim, inferior, aos aumentos verificados na Polónia (9,4 p.p. do PIB), República Checa (9,7 p.p. do PIB), Finlândia (9,8 p.p. do PIB), Itália (24,8 p.p. do PIB) e Grécia (49,1 p.p. do PIB).

Garantias concedidas pelas AP

As garantias concedidas pelas AP 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. Estas 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. As garantias estandardizadas ou normalizadas cobrem tipos de risco de crédito similares, são emitidas em grande número e segundo regras idênticas. Um exemplo recente deste tipo de garantias foi a concessão de garantias ao abrigo da linha de crédito COVID-19.

Os dados mais recentes publicados pelo Eurostat, relativos a Portugal para o ano 2021, indicam que as garantias concedidas totalizaram 6,1% do PIB, um resultado inferior ao verificado no ano de eclosão da crise pandémica quando esse indicador atingiu 6,4% do PIB (Gráfico 24). A diminuição das responsabilidades com garantias concedidas ao sector financeiro (0,2 p.p. do PIB) e às entidades publicas não reclassificadas (0,2 p.p. do PIB) contribuíram para esta evolução ainda que parcialmente compensado pelo aumento das responsabilidades com garantias públicas concedidas a linhas de crédito para responder aos efeitos da COVID-19. A exposição a garantias concedidas colocava Portugal na décima terceira posição, 1,3 p.p. do PIB abaixo da média da União Europeia (7,4% do PIB).

Gráfico 24 – Responsabilidades associadas a garantias concedidas (em % do PIB)



Fonte: Eurostat 2019-2021, DGO 2022. | Nota: EPNR significa Entidades Públicas Não Reclassificadas, ou seja, entidades fora do perímetro das AP.

No que se refere à natureza, as garantias estandardizadas ganharam uma forte expressão no contexto da crise pandémica. Em 2020, a concessão de garantias ao abrigo de linhas de crédito COVID-19 totalizou 3,2% do PIB representando 49,5% do total das garantias concedidas, quando em 2019 eram inexistentes. No ano de 2021, o

⁵³ No universo de análise não se incluiu Holanda e França por ausência de informação relativa a 2021. Em 2020, Holanda e França ocupavam o terceiro e quinto lugar dos países da União Europeia com maior exposição a passivos contingentes, respetivamente com 105,1% do PIB e 87,3% do PIB.

peso das garantias estandardizadas elevou-se para 3,3% do PIB, passando a representar, pela primeira vez, mais de metade (54%) do total das responsabilidades com garantias concedidas (Caixa 4). Esta evolução acompanhou a alteração verificada em Espanha e Itália em que as garantias estandardizadas registaram uma prevalência superior às garantias *one-off*.

Informação mais atual, entretanto, divulgada pela Direção Geral do Orçamento (DGO) relativa a garantias concedidas pelas AP indica que exposição de risco diminuiu para 4,5% do PIB em 2022, menos 1,6 p.p. do que no ano anterior. Mais de dois terços desta redução é explicada pelas menores responsabilidades com garantias relacionadas com COVID-19 (1,1 p.p. do PIB), devendo-se a restante parte ao sector financeiro (0,1 p.p. do PIB), às entidades públicas não reclassificadas (0,1 p.p. do PIB) e a outros sectores (0,3 p.p. do PIB). Em consequência desta redução, as garantias estandardizadas deixaram de ser predominantes face às de natureza *one-off*.

Caixa 4 – O Impacto da crise pandémica na exposição das garantias públicas

A resposta à crise económica, social e sanitária desencadeada pela COVID-19 obrigou à adoção pelo governo de medidas extraordinárias de apoio à economia. 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 de crédito criadas no âmbito das medidas COVID-19. As responsabilidades subjacentes a estes apoios implicaram um aumento dos passivos contingentes, constituindo um risco potencialmente elevado para a sustentabilidade de médio e longo prazo das finanças públicas.

Garantias públicas emitidas de apoio a linhas de crédito COVID-19

O Quadro Temporário de Apoio Estatal aprovado pela Comissão Europeia em março de 2020 autorizou a concessão de garantias públicas até ao montante máximo 13 mil M€. As garantias concedidas pelo Estado português ao abrigo da linha de crédito COVID-19 aplicaram-se no âmbito deste quadro, assegurando a banca comercial o financiamento daquelas linhas, as quais beneficiaram da garantia do Sistema Nacional de Garantia Mútua (SNGM). Estas garantias dispunham de cobertura do Fundo de Contragarantia Mútuo (FCGM), mecanismo dotado de fundos públicos integrado no sector das AP. Na eventualidade destas garantias serem acionadas, a responsabilidade potencial tornar-se-ia efetiva implicando 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.

Até 2022, segundo informação disponibilizada pelo Banco Português de Fomento (BPF), com referência a 31 de dezembro, desse ano, o montante de crédito contratado ao abrigo de linhas COVID-19 totalizou 9446 M€, dos quais três quartos (7046 M€) beneficiaram de garantias cobertas pelo FCGM, correspondendo a responsabilidades vivas em carteira de 5514 M€. No âmbito do crédito contratado encontravam-se em incumprimento (*default*) apenas 124 M€, sendo que 78% estavam assegurados com contragarantia do FCGM (97 M€). Os créditos em situação de acompanhamento (vigilância) somavam 213 M€, enquanto os classificados de risco alto ascendiam a 1870 M€ (Quadro 8). O montante de contragarantias assegurado pelo FCGM nestas três classes de maior risco totalizava assim 1750 M€ cobrindo, quase 80% da situação do crédito contratado nestas classes. A restante parte dos créditos contratados equivalente a mais de três quartos do total, superior a 7200 M€ concentrava-se no nível baixo e médio risco, cobertos em quase 5300 M€ (75%) pelo FCGM.

Quadro 8 – 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: 31.12.2022.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)=(4)/(1)	(7)
Classe de risco*	Crédito contratado (M€)	Garantias emitidas (M€)**	N.º de empresas apoiadas	Contragarantias FCGM (M€)**	Garantias Vivas (M€)***	Capital contragarantido (%)	Garantias emitidas (% do total)
Total	9 446	7 046	59 439	7 046	5 514	75%	100%
Baixo	2 488	1 673	9 763	1 673	1 147	67%	24%
Médio	4 713	3 624	31 118	3 624	2 735	77%	51%
Alto	1 870	1 485	15 457	1 485	1 197	79%	21%
Acompanhamento	213	168	1 708	168	135	79%	2%
<i>Default</i>	124	97	1 018	97	235	78%	1%
Indefinido	38	0	375	0	65	0%	0%

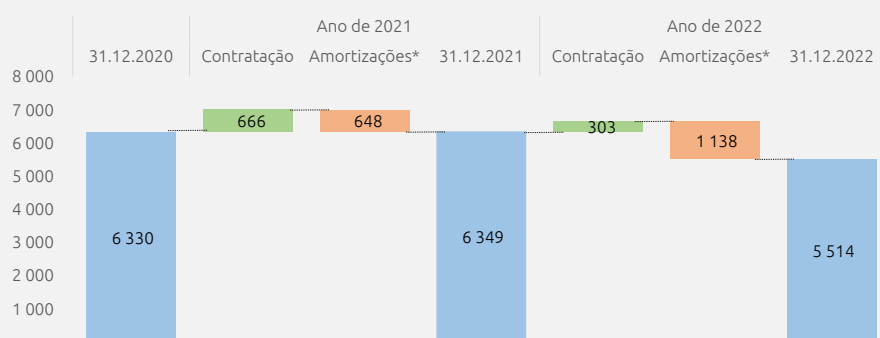
Fonte: Banco Português de Fomento. Elaboração e cálculos próprios. Notas: *Tendo em conta rating interno do SNGM (Sistema Nacional de Garantia Mútua). Marcação em vigor no final de junho de 2023. ** Não inclui 210 M€ relativos às linhas com garantias autónomas. *** A classe "Indefinido" corresponde à diferença entre o total de contragarantias e os montantes marcados para as classes de risco definidas. A classe "*Default*" inclui valores relativos às garantias autónomas não refletidas nas colunas (2) e (4).

Evolução das contragarantias vivas do FCGM ao abrigo de linhas de crédito COVID-19

À semelhança do verificado em 2020, a carteira viva de responsabilidades associadas a garantias cobertas pelo FCGM representava em 2021 90% da carteira inicial. Apesar do montante das novas contratações no ano de 2021 ter ascendido a 666 M€ foi compensado quase integralmente pelo valor de amortizações que totalizaram 648 M€ (Gráfico 25). Em 2022, a amortização de 1 138 M€ dos planos financeiros subjacentes às garantias justificou a redução da carteira viva de responsabilidades para 5 514 M€, num ano em que a contratação de novas garantias foi inferior em quase metade ao verificado no ano anterior. Estes desenvolvimentos contribuíram para que o peso das responsabilidades vivas da carteira diminuísse para 78% da carteira inicial.

Dados mais atualizados fornecidos pelo BPF indicam que no 1.º semestre de 2023 a carteira viva do FCGM prosseguiu uma trajetória descendente. Nesse semestre, a carteira viva de garantias reduziu-se para 4 485 M€ representando agora, menos de dois terços do valor inicial da carteira. Uma vez mais o volume de amortizações (1 031 M€), contribuiu para esta diminuição, que mais do que compensou o valor em quebra das novas contratações (2 M€).

Gráfico 25 – Evolução das contragarantias vivas do FCGM ao abrigo de linhas COVID-19 (M€)



Fonte: BPF. Elaboração e cálculos próprios. Notas: * Inclui anulações.

No universo das responsabilidades atuais do Estado associadas a garantias concedidas, através da Direção Geral do Tesouro e Finanças (DGTf), o valor deste passivo contingente totalizou 11 340 M€, em 2022, o equivalente a 4,7% do PIB (Quadro 9).

As garantias concedidas a entidades das administrações públicas, justificaram três quartos desse montante. Esta expressão é explicada pelo aumento, a partir de 2020, das garantias concedidas pelo Estado ao Fundo de Contragarantia Mútuo para cobertura das linhas de crédito criadas no âmbito da crise pandémica, como ainda em menor grau, pelas garantias do Estado para refinanciamento da dívida da Região Autónoma da Madeira (RAM).

As garantias concedidas para entidades fora do sector das AP ascendiam a 1 115 M€ (0,5% do PIB), na sua totalidade para sociedades não financeiras, com a Águas de Portugal (AdP) a concentrar 87% daquelas responsabilidades. A exposição de risco do Estado a garantias concedidas a Instituições Bancárias através da DGTf, permaneceu praticamente inexistente, sobretudo em resultado da extinção da Garantia de Carteira (2800 M€) no ano de 2020.⁵⁴

Quadro 9 – Garantias do Estado ativas (em M€)

	2018	2019	2020	2021	2022	2021/22
Entidades do sector das AP	11 395	8 327	8 971	8 597	8 526	-72
Sociedades Não Financeiras	9 077	7 612	7 316	6 918	6 625	-293
Metropolitano de Lisboa	2 302	1 821	1 546	1 347	1 210	-137
Infraestruturas de Portugal*	2 604	2 023	1 934	1 804	1 675	-129
CP-Caminhos de Ferro Portugueses	615	94	56	0	0	0
EDIA-Emp.Des.Infra-estrut.do Alqueva	198	160	150	117	110	-7
Metro do Porto	603	555	507	392	228	-165
Parpública, SGPS	0	0	0	0	0	0
Parque Escolar	884	854	842	804	747	-57
Região Autónoma da Madeira	1 792	2 031	2 214	2 393	2 592	199
Outras entidades	79	73	67	61	63	3
Sociedades Financeiras	2 318	716	1 655	1 679	1 901	221
Parvalorem	1 244	0	0	0	0	0
Fundo de Resolução	385	200	200	39	0	-39
FCGM-Fundo Contragarantia Mútuo	557	516	1 456	1 640	1 901	260
Parparticipadas (ex-BPN e Participadas)	20	0	0	0	0	0
PARUPS (ex-BPN e Participadas)	113	0	0	0	0	0
Entidades do Sector Público não incluído nas AP	1 602	1 506	1 409	1 215	1 115	-101
Sociedades Não Financeiras	1 602	1 506	1 409	1 215	1 115	-101
AdP - Águas de Portugal	1 224	1 169	1 111	1 048	979	-69
STCP - Soc. Transp. Colect. Porto	100	100	100	0	0	0
CARRIS	0	0	0	0	0	0
EPAL-Emp. Portug. das Águas Livres	118	102	89	79	68	-10
LIPOR	44	35	25	17	8	-9
Outras entidades	117	101	85	72	60	-12
Sociedades Financeiras	0	0	0	0	0	0
CGD-Caixa Geral de Depósitos	0	0	0	0	0	0
Sector Financeiro	2 961	2 886	10	11	12	0
Novo Banco (ex BES)	0	0	0	0	0	0
BCP	0	0	0	0	0	0
BANIF*	0	0	0	0	0	0
Garantia da carteira **	2 800	2 800	0	0	0	0
Outras instit. Financeiras	161	86	10	11	12	0
Outros ***	1 080	1 083	1 093	1 109	1 687	579
Total	17 039	13 802	11 483	10 933	11 340	407
em % do PIB	8,3	6,4	5,7	5,1	4,7	-0,4
Por memória, em % do PIB						
Entidades do sector das AP	5,6	3,9	4,5	4,0	3,5	-0,5
Entidades do Sector Público não incluído nas AP	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	-0,1
Sector Financeiro	1,4	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: DGTf. | Notas: * 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. ***

⁵⁴ 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.

Incorpora sobretudo “créditos de ajuda” a países de expressão oficial portuguesa entre outros países, entidades do sector das sociedades não financeiras (entidades privadas).

No âmbito das garantias concedidas ao sector financeiro, no contexto da crise financeira, o seu peso no conjunto das garantias públicas é atualmente diminuto (0,2% do PIB, em 2022) refletindo essencialmente a exposição ao Novo Banco ainda existente, decorrente do mecanismo de capital contingente. Esta exposição contrasta com a elevada expressão observada no passado, marcada pelas intervenções públicas de apoio a instituições financeiras, realizadas sobretudo durante o período do programa de assistência financeira. A exposição de risco das AP ao sector financeiro permanece assim residual em termos de responsabilidades explícitas, continuando, no entanto, a merecer atenção, no domínio das responsabilidades implícitas, o acompanhamento da evolução do crédito malparado e rácio de cobertura por imparidades nos bancos (Caixa 5).

Caixa 5 - Responsabilidades contingentes das AP em relação ao sector financeiro

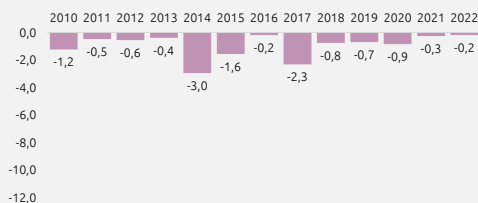
Os riscos para as finanças públicas resultantes de responsabilidades das AP sobre o sector financeiro atingiram a sua maior expressão com a eclosão da crise financeira internacional de 2007-2008. Esta crise obrigou a intervenções estatais no sentido de prevenir eventuais problemas sistémicos no seu sistema financeiro e de restaurar a confiança do sistema. Os apoios 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 indiretas prenderam-se sobretudo com as garantias concedidas pelas AP ao sector financeiro. A magnitude desses apoios explicou, em grande medida, a dimensão dos passivos contingentes, constituindo uma responsabilidade explícita das AP que elevava o risco de sustentabilidade das finanças públicas.

Em Portugal, as intervenções públicas diretas em resultado da crise financeira totalizaram 12,5% do PIB, entre 2010 e 2022, segundo a informação suplementar reportada no âmbito da 2.ª notificação do PDE de 2023 (painel esquerdo do Gráfico 26). Os casos de resolução do BPN (entre 2010 e 2014), BES (2014) e BANIF (2013 e 2015) são explicativos do forte impacto desta intervenção pública no saldo e dívida das AP, o mesmo sucedendo com a recapitalização da CGD (2012 e 2017) e do Novo Banco (2018 a 2021).

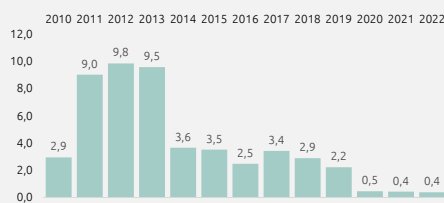
Em consequência de uma maior exigência regulamentar orientada para a proteção do sistema bancário e apoio à sua reestruturação verificou-se um aumento dos passivos contingentes das AP que tiveram a sua maior expressão nos anos de 2011 (9,0% do PIB), 2012 (9,8%) e 2013 (9,5%). A partir de 2014, as garantias do Estado à banca reduziram-se a quase um terço, passando a refletir sobretudo a Garantia ao BES e o instrumento Garantia de Carteira. 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 com o decréscimo das responsabilidades para com o Novo Banco decorrente do referido mecanismo de capitalização.

Gráfico 26 – Intervenções públicas de apoio ao sistema financeiro no período 2007-2022 (% do PIB)

Intervenção direta: impacto líquido no saldo das AP



Intervenção indireta: impacto nos passivos contingentes das AP



Fonte: Eurostat. Cálculos CFP.

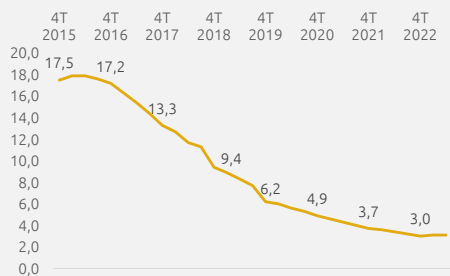
Em 2021 e 2022 as responsabilidades contingentes do Estado no âmbito de intervenções indiretas correspondiam a 0,4% do PIB, menos 1,8 p.p. do que em 2019. As responsabilidades com garantias prestadas ao sector financeiro naqueles dois anos justificaram na sua quase totalidade aquele valor, tendo decrescido de 0,3% do PIB em 2021 para 0,2% do PIB em 2022. Neste último ano, o montante ativo de garantias concedidas ao sector financeiro representava menos de um vigésimo do *stock* de garantias concedidas pelo Estado.

Além das responsabilidades originadas pelas intervenções públicas de apoio ao sistema financeiro acima descritas, subsistem responsabilidades contingentes de natureza implícita, que possam decorrer do crédito malparado (NPL, empréstimos não produtivos) registado pelos Bancos no exercício da sua atividade creditícia. Este tipo de crédito constitui uma ameaça à estabilidade do sistema bancário, no sentido em que reduz os ativos dos bancos, afetando a capacidade destes em cumprir os rácios de capital exigíveis, o que em algumas situações pode conduzir à necessidade de uma intervenção estatal. Os dados sobre o sistema bancário indicam que o rácio de NPL prosseguiu a trajetória descendente dos últimos anos, situando-se em 3% no final de 2022, evolução igualmente observada no rácio de NPL líquido de imparidades (painel esquerdo do Gráfico 27).

Gráfico 27 – Indicadores do sistema bancário português quanto à qualidade creditícia dos ativos

Rácio de NPL (%)

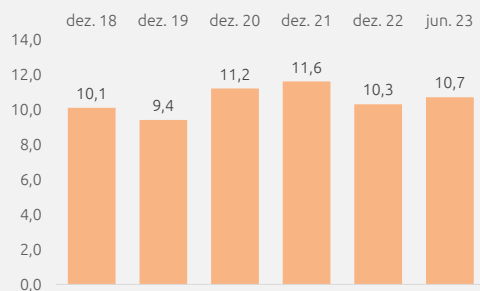
[rácio entre o valor bruto dos empréstimos não produtivos e o valor total bruto dos empréstimos]



Fonte: Banco de Portugal.

Rácio de empréstimos em stage 2 (%)

(rácio entre o valor bruto dos empréstimos em stage 2 e o valor total bruto dos empréstimos)



A proporção de empréstimos classificados em *stage 2* (ou seja, empréstimos para os quais se observou um aumento significativo do risco de crédito) registou igualmente uma diminuição ainda que permaneça acima do observado no final de 2019 (BdP, 2023a). Informação mais recente sobre o sistema bancário português, até ao final do 1.º semestre de 2023 (BdP, 2023b) indica que a qualidade dos ativos permaneceu estável, acompanhada por um aumento da rentabilidade e solvabilidade num contexto favorável de negócio. Ainda assim, subsiste alguma incerteza quanto aos impactos associados à evolução da inflação e das taxas de juro (BdP,

2023, p. 74). A título de exemplo, e apesar dos desenvolvimentos globalmente favoráveis, o rácio de empréstimos em *stage 2* nos particulares, no segmento de crédito à habitação aumentou de 7,5% para 9,1% no 1.º semestre de 2023.

Parcerias Público Privadas registadas fora das AP

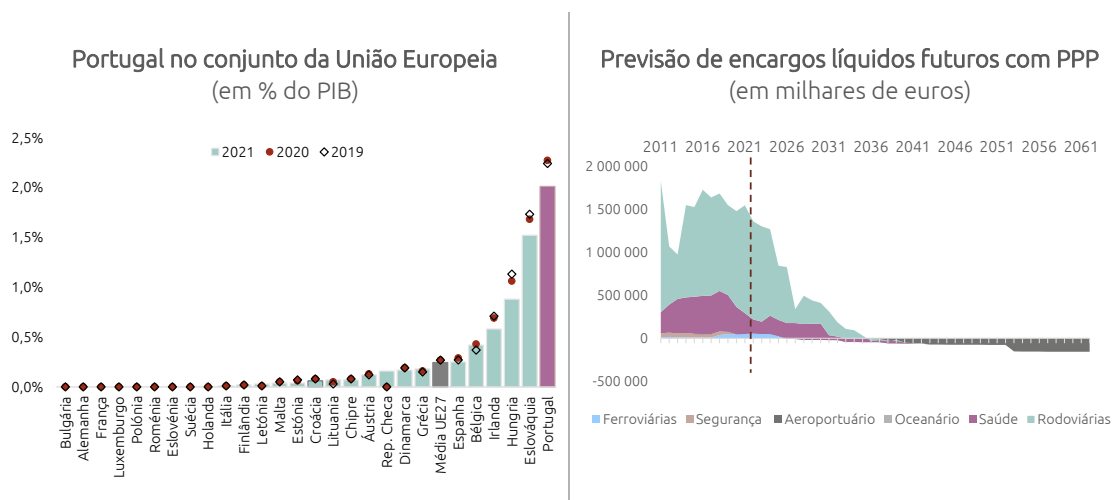
As responsabilidades contingentes relacionadas com PPP envolvem em regra um conjunto de ativos que, do ponto de vista económico, não estão sob o domínio ou propriedade das AP. Por não integrarem o perímetro orçamental, a sua despesa, quando realizada, não é contabilizada nas AP como investimento público, ou seja, Formação Bruta de Capital Fixo.⁵⁵

A disponibilização de informação sobre as responsabilidades de PPP que não são propriedade das AP tem por objetivo fornecer uma quantificação da estimativa da despesa em formação bruta de capital fixo e de impacto na dívida pública, na eventualidade de as AP terem de adquirir os ativos associados às PPP durante a vigência do contrato. As responsabilidades explícitas associadas a este passivo contingente são relevantes para avaliar o risco orçamental que possa recair sobre as finanças públicas.

Os dados mais recentes publicados pelo Eurostat (painel esquerdo do Gráfico 28) indicam que em 2021 Portugal permanecia como o país com maior peso deste tipo de responsabilidades no PIB, de entre os vinte e sete Estados-Membros da União Europeia. Estas responsabilidades ascendiam a 2% do PIB, relacionadas principalmente com a construção de infraestruturas rodoviárias. Apesar de Portugal registar uma redução acumulada destas responsabilidades em 0,5 p.p. do PIB, entre 2018 e 2021, situava-se ainda 1,7 p.p. do PIB acima da média da União Europeia (0,3% do PIB).

⁵⁵ De acordo com os critérios do SEC2010, as PPP consideradas neste âmbito abrangem os ativos registados nas contas do parceiro privado, na medida em que este suporta o risco de construção, e as AP asseguram 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. Neste caso, as AP serão o proprietário económico de um ativo associado a uma PPP, por suportarem a maior proporção dos riscos económicos e disporem da maior proporção de benefícios a receber relacionados com a utilização do ativo.

Gráfico 28 – Responsabilidades contingentes com PPP



Fonte: Eurostat, Comissão Europeia (painel esquerdo); Boletim Anual das PPP – 2012 a 2022; Relatório da proposta de Orçamento de Estado para 2024 (projeções para 2023 em diante, painel direito). Notas: valores em milhares de Euros; valores em preços correntes até 2023; valores em preços constantes (de 2024) para 2024 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.

Informação mais recente, entretanto, divulgada pela DGO, indica que o peso das responsabilidades contingentes com PPP decresceu para a 1,7% do PIB em 2022, uma redução de 0,3 p.p. do PIB face a 2021.

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 explícitas 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 (REF) previsto no respetivo contrato, dos quais podem resultar potenciais riscos orçamentais e/ou responsabilidades contingentes suscetíveis de gerar encargos futuros. De acordo com a informação publicada no relatório do OE/2024, “o valor global dos pedidos de Reposição do Equilíbrio Financeiro (REF) apresentados e dos pedidos formulados nos litígios em curso, submetidos por concessionárias e subconcessionárias rodoviárias, ronda os 528,6 milhões de euros, inferior em 3,1 M€ ao indicado no relatório do OE/2023.” No sector ferroviário, o montante global de litígios ascende a aproximadamente 200,1 M€. No sector da saúde, o impacto potencial das PPP ascende a 59,7 M€, enquanto no sector aeroportuário existe uma contingência associada ao pedido de REF submetido em 2021 pela ANA, no montante de 214 M€, relacionado com a alegada redução das receitas da concessão devido às medidas de restrição do tráfego aéreo adotadas pelo Estado durante a pandemia de COVID-19.

A previsão de evolução futura da totalidade dos encargos líquidos com as PPP apresentada no Relatório da proposta de OE/2024 com destaque para os sectores rodoviário, ferroviário, aeroportuário e da saúde, aponta para que a partir de 2022 se inicie uma trajetória globalmente decrescente destes encargos (painel direito do Gráfico 28). De acordo com aquele documento, a partir de 2036, 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 elevar a sua dimensão até 2062, ano em que

a preços constantes se antecipa que atinjam -156 M€, o que significa um impacto favorável para as contas públicas. 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

No conjunto dos passivos contingentes, o crédito malparado das AP continua a ser aquele que menor exposição de risco concentra para o sector das AP. Nesta categoria de passivos contingentes incluem-se sobretudo empréstimos para apoio financeiro concedido pelas AP a outros sectores institucionais da Economia. O incumprimento destes empréstimos pode conduzir à irrecuperabilidade total ou parcial de uma dívida implicando perdas para o sector das AP.⁵⁷ O crédito malparado resultante da atividade de crédito dos bancos, não faz parte deste domínio.

Em Portugal, os empréstimos concedidos pelas Administrações Públicas que se encontravam numa situação de crédito malparado (NPL, *non-performing loans*) representavam em 1,4% do PIB em 2021, menos 0,1 p.p. do que em 2018.⁵⁸ 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 (1,8%) e pelo Chipre (20,2%).

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

Fazem parte desta categoria de passivos contingentes, as entidades controladas pelas AP que detenham passivos superiores a 0,01% do PIB. Por não pertencerem ao sector das AP e integrarem outros sectores institucionais da economia, são de uma forma geral unidades mercantis, segundo os critérios de classificação sectorial do SEC 2010.

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 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. A anulação de dívidas após a liquidação da unidade devedora constitui um outro tipo de impacto que pode acontecer. 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.

⁵⁸ 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."

A responsabilidades associadas aos passivos destas entidades constituem a maior fatia de exposição ao risco que as AP registam no total dos seus passivos contingentes, ultrapassando os 80% em 2021. Os riscos orçamentais que se colocam aos passivos destas entidades residem na sua eventual incapacidade em assegurar integralmente os compromissos assumidos e na impossibilidade de não poderem assegurar o devido pagamento de rendimentos ao sector das AP, como seja a distribuição de dividendos.

A informação mais recente publicada pelo Eurostat relativa aos passivos de entidades controladas pelas AP,⁵⁹ mas classificadas fora do perímetro orçamental, aqui designadas por EPNR (entidades públicas não reclassificadas) totalizaram 40,9% do PIB em 2021, dos quais 37,9% diziam respeito a unidades envolvidas em atividades financeiras. Este resultado representa um aumento de 7,1 p.p. do PIB face aos 33,8% registados no ano pré-pandemia.

Os passivos de entidades com atividade financeira justificaram inteiramente este acréscimo, ao registarem uma variação dos seus passivos em percentagem do PIB de 30,8% em 2019 para 37,9% em 2021. À semelhança do verificado em outros Estados-Membros, instituições financeiras controladas pelo Estado, em particular bancos públicos contribuem para o elevado peso destes passivos. A maior parte destes passivos consiste em depósitos detidos em bancos públicos pelas famílias ou por outros tipos de entidades privadas ou públicas. A acumulação de depósitos pelas famílias, no período da pandemia, foi responsável pelo acréscimo de volume destes passivos. Em geral as instituições financeiras que reportam montantes elevados de passivos de dívida (depósitos de agentes económicos) têm, ao mesmo tempo, um nível significativo de ativos, que não são captados nas estatísticas de passivos contingentes. Assim, a exposição máxima das AP não assumirá a expressão potencial quantificada naquele indicador, uma vez que estas entidades detêm ativos que não estão a ser tidos em conta neste levantamento de responsabilidades contingentes.

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 face ao ano pré pandemia uma relativa estabilização das responsabilidades associadas aos passivos destas entidades. Apesar de em 2020, o peso dos passivos destas entidades no PIB ter aumentado 0,2 p.p. para 3,2% do PIB, em 2021 verificou-se uma redução do rácio destes passivos para 3% do PIB.⁶⁰ Neste segmento de entidades públicas, os riscos orçamentais passíveis de gerar responsabilidades para as AP residem, em particular, na necessidade de intervenção em entidades com dificuldades motivadas por situação de falência técnica (cujo capital próprio é negativo), situação económica deficitária (persistência de prejuízos acumulados) ou gestão

⁵⁹ 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.

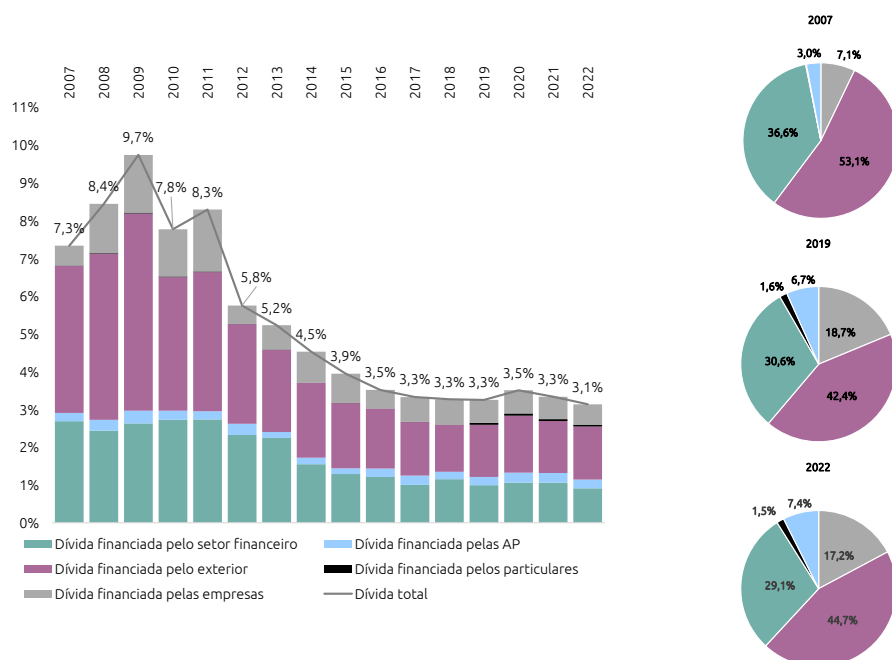
⁶⁰ Os Estados-Membros podem escolher que conceito utilizar para efeitos da comunicação, optando entre as contas das empresas, que incluem todos os passivos constantes das demonstrações financeiras da empresa, ou optar pelas contas nacionais, que exclui as outras contas a pagar. Caso estejam disponíveis, podem também ser comunicados os dados sobre passivos relativos aos elementos de dívida na aceção de Maastricht.

ineficiente. Estas responsabilidades por serem contingentes não são determináveis antecipadamente, revestindo em muitos dos casos uma responsabilidade de natureza até implícita, em que o custo não está pré-determinado, ou não é conhecido. O impacto nas finanças públicas destas responsabilidades só se verificará mediante a ocorrência de algum evento específico.

A informação divulgada pelo Banco de Portugal sobre o endividamento das EPNR ⁶¹ no período 2007 a 2022 aponta para uma redução marginal da dívida de entidades não financeiras a partir de 2017, depois do decréscimo de 5 p.p. do PIB que se verificou desde 2011 (Gráfico 29). Não obstante os passivos destas entidades terem aumentado 0,2 p.p. para 3,5% do PIB em 2020, em consequência da crise pandémica, os dois anos seguintes mostraram um decréscimo do peso da dívida dessas entidades em percentagem do PIB. O efeito denominador do PIB foi determinante para esta evolução, uma vez que em termos absolutos a dívida destas entidades aumentou 565 M€ entre 2020 e 2022. Assim, em rácio do PIB assistiu-se no ano de 2021 a uma recuperação destes passivos para o nível verificado em 2019 (3,3%), enquanto em 2022 esse indicador reduziu-se em 0,2 p.p. do PIB atingindo o valor mais baixo registado desde 2007, antes ainda da eclosão da crise financeira.

⁶¹ No ano de 2022, o [universo de entidades públicas não incluídas no sector das administrações públicas \(EPNR\)](#) totalizava 336, as quais são detidas em maior número pela Administração Local (158 empresas) e pela Administração Central (157 empresas), sendo as restantes detidas pelas Administrações Regionais dos Açores (11 empresas) e da Madeira (10 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 (272); (iii) Instituições financeiras monetárias pertencentes ao sector público (2 entidades); (iv) Outros intermediários financeiros, auxiliares financeiros e instituições cativas e prestamistas pertencentes ao sector público (23 entidades); (v) Fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário pertencentes ao sector público (36 entidades) e (vi) Sociedades de seguros e fundos de pensões pertencentes ao sector público (1 entidade).

Gráfico 29– Dívida das empresas públicas não incluídas no sector das administrações públicas
(% do PIB e % do total)



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 2022.

Na exposição ao risco dos passivos destas entidades, o exterior e o sector financeiro eram responsáveis por quase três quartos do financiamento da dívida destas entidades em 2022, ou seja, o equivalente a 2,3% do PIB. O exterior mantinha-se como o principal financiador das EPNR, tendo desde 2019 reforçado o seu peso em 2,3 p.p. representando 44,7% do total de financiamento em 2022 (1,4% do PIB). Em sentido oposto, o sector financeiro reduziu desde 2019 a sua exposição à dívida destas entidades (-1,4 p.p.) que em 2022 não representava mais de 29,1%, do total de financiamento das EPNR (0,9% do PIB). As empresas do sector privado acompanharam esta menor exposição de risco, ao registarem uma redução do seu apoio ao financiamento das EPNR de 6,8% do PIB em 2018 para 5,4% em 2022, representando neste ano um peso no financiamento de 17,2%. As AP e as famílias elevaram a partir de 2019 o seu financiamento às EPNR. Em 2022, o peso destes dois setores representava 9% do total da dívida das AP (mais 0,7 p.p. do que em 2019) dos quais 7,4% eram devidos às AP. Em rácio do PIB, a exposição de financiamento das AP e Famílias às EPNR mantinha-se reduzido, aproximadamente 0,3% em 2022.

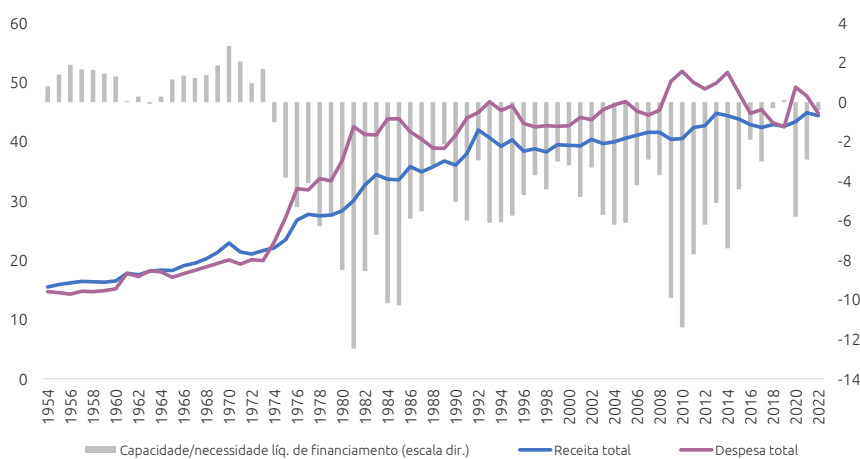
4.4 Riscos relacionados a situação financeira do Estado

Os passivos contingentes acarretam incerteza quanto ao momento da sua ocorrência, caso esta se venha a verificar. Já os passivos não contingentes são incondicionais na sua materialização. Para uma análise completa da situação financeira do Estado, seria recomendável não apenas o estudo dos passivos, mas também dos ativos. No entanto, na impossibilidade de analisar o balanço do Estado, devido à sua inexistência, nesta secção são analisados os riscos sobre a dívida pública.

4.4.1 Evolução da dívida pública

Até 1973, Portugal, apresentou, em média, uma capacidade de financiamento das administrações públicas de 1,3% do PIB. A partir de 1974, os excedentes transformam-se em défices orçamentais, dada a profunda alteração da orientação da política económica (Gráfico 30). Com efeito, passaram a registar-se necessidades de financiamento anuais, que se traduzem numa média de 5,2% do PIB nos últimos quase 50 anos. Refira-se que este valor médio de necessidade de financiamento inclui a ocorrência única de um excedente orçamental em 2019 (saldo orçamental de 0,1% do PIB). Centrando a análise no período após a adesão ao euro, analisado de forma mais exaustiva em anteriores publicações sobre [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas](#), o reduzido crescimento económico, aliado aos persistentes défices orçamentais, resultou na acumulação de dívida externa pública e privada, tendo culminado na perda de acesso aos mercados financeiros e num pedido de assistência financeira (PAEF) em 2011.⁶² Em 2015-2016 e, sobretudo a partir de 2018, assistiu-se a uma trajetória de diminuição do rácio da despesa pública, que permitiu reduzir a necessidade de financiamento do país para 0,9% do PIB, em média, entre 2018 e 2022 (excetuando o ano de 2020, especialmente afetado pela pandemia COVID-19).

Gráfico 30 – Capacidade/Necessidade líquida de financiamento das AP
(% do PIB)

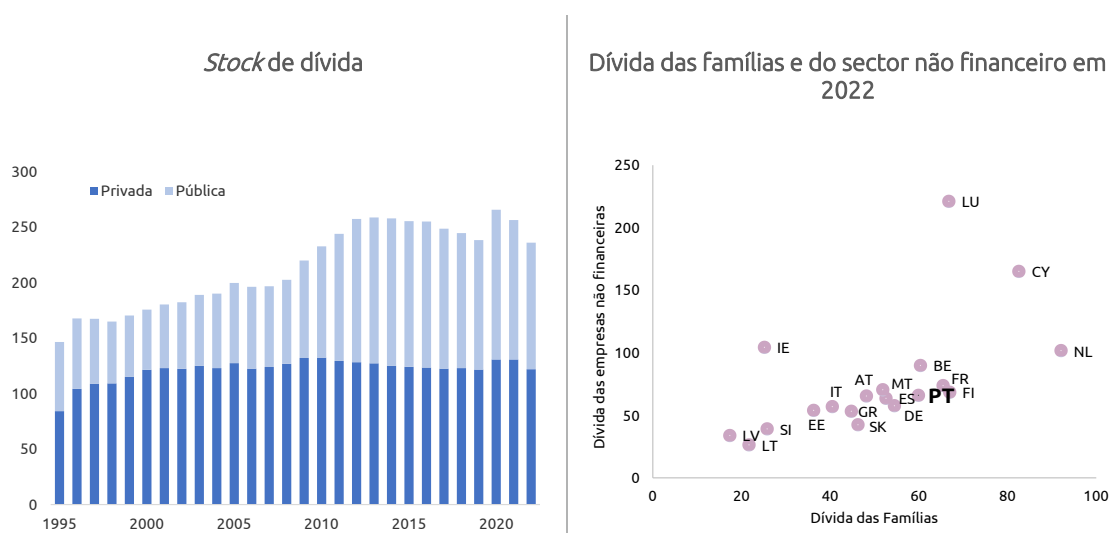


Fontes: Banco de Portugal, Séries Longas (1960-1995) e Comissão Europeia (AMECO) (1996-2022).

⁶² 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.

De 2013 a 2019, o *stock* de dívida total em Portugal reduziu-se aproximadamente em 20 p.p. do PIB, de 258,5% do PIB para 238,1% do PIB. A dívida pública, responsável pela maioria deste decréscimo, passou de 131,4% do PIB em 2013 para 116,6% do PIB em 2019, enquanto a dívida privada diminuiu de 127,1% para 121,5% do PIB no mesmo período (Gráfico 31, painel esquerdo). No entanto, os dados mais recentes relativos à dívida das Empresas Não Financeiras e à dívida das Famílias, mostram que Portugal continua a apresentar um elevado grau de endividamento, ocupando, em 2022, a 9.ª e a 7.ª posição, respetivamente, depois de países como o Luxemburgo, Chipre, Países Baixos, França ou Bélgica (Gráfico 31, painel direito).

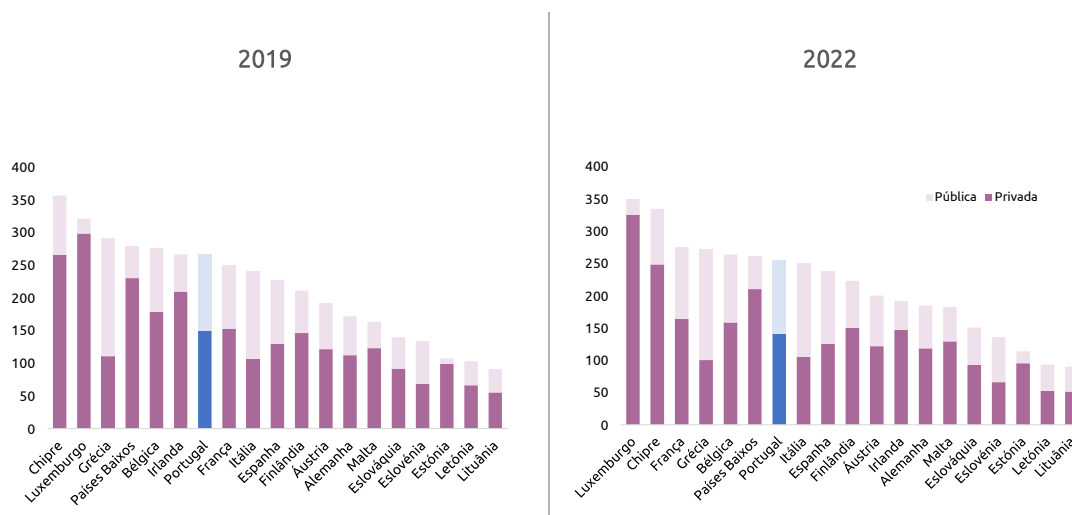
Gráfico 31 – Evolução da dívida em Portugal (em % do PIB)



Fonte: Comissão Europeia. | Notas: lista de abreviaturas disponível em anexo. À data de recolha da informação não existiam dados disponíveis para 2022 para Chipre, Malta, Finlândia e Estónia, tendo sido utilizados os valores referentes a 2021. Em Portugal, a dívida das empresas não financeiras ascendeu a 66% do PIB em 2022 e a dívida das famílias fixou-se em 59,9% do PIB no mesmo ano.

Em 2020, a necessidade de adoção de medidas de combate à pandemia conduziu a um aumento expressivo do endividamento público na área do euro, com o conjunto da dívida pública e privada a subir para 265,5% do PIB em Portugal, face a 238,1% do PIB no ano anterior. Contudo, foi também através da dívida pública que no período pós-pandemia se efetivou a redução do *stock* de dívida total. Em 2021-22, através da reversão das medidas de carácter expansionista e prudência orçamental, alguns Estados-Membros, nomeadamente a Croácia, Chipre, Grécia, Irlanda e Portugal, apesar de deterem ainda elevados rácios de dívida, apresentavam um rácio inferior a 2019 (Gráfico 32).

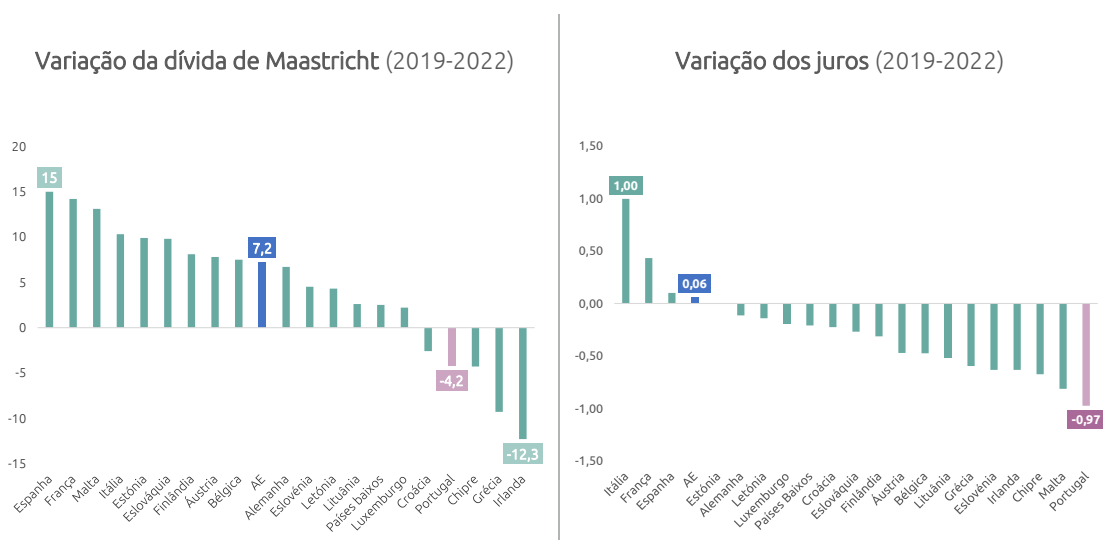
Gráfico 32 - Stock de dívida pública e de dívida privada na área do euro (em % do PIB)



Fonte: CE e BdP para o ano de 2022. | Nota: À data de recolha da informação não existiam dados disponíveis para 2022 para Chipre, Malta, Finlândia e Estónia, tendo sido utilizados os valores referentes a 2021. Em Portugal, a dívida pública ascendeu a 112,4% do PIB em 2022 e a dívida privada fixou-se em 141,1% do PIB no mesmo ano.

Esta evolução refletiu-se na diminuição dos custos de financiamento destas economias, com destaque para a diminuição observada nos custos da dívida portuguesa. De facto, a dívida pública portuguesa diminuiu 4,2 p.p. do PIB entre 2019-22, para 112,4% do PIB, o que compara com um aumento médio de 7,2 p.p. na área do euro no mesmo período (Gráfico 33, painel esquerdo). Os juros da dívida pública, em percentagem do PIB, registaram a diminuição mais expressiva na área do euro (-1 p.p. do PIB) (Gráfico 33, painel direito).

Gráfico 33 – Evolução da dívida e dos juros entre 2019-2022 (p.p. do PIB)



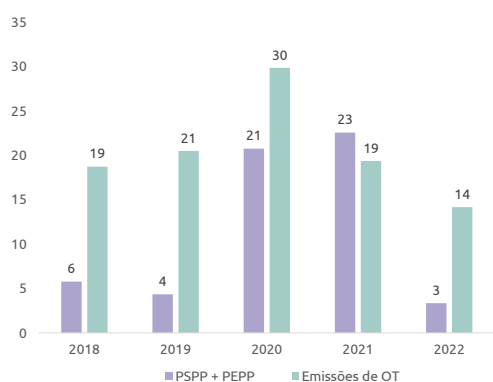
Fonte: Eurostat, Comissão Europeia.

A interrupção da trajetória descendente do rácio da dívida pública na área do euro em 2020 não teve, contrariamente ao sucedido durante a crise das dívidas soberanas, repercussões significativas nos custos de financiamento, nem qualquer perda de acesso

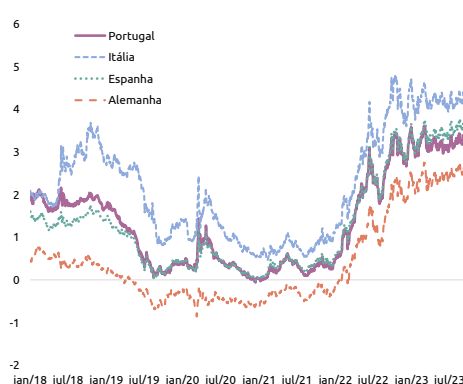
a financiamento em mercado (na gíria financeira um *sudden stop*)⁶³. Com efeito, durante a crise sanitária os programas de compras de ativos e de gestão da liquidez do Eurosistema, aliados à disciplina orçamental, foram bem-sucedidos no propósito de manter as taxas de juro da dívida em níveis reduzidos para os membros da área do euro (Gráfico 34, painel esquerdo). Também as decisões do Conselho Europeu tomadas no âmbito de uma resposta conjunta à crise sanitária, contribuíram para esse fim, permitindo um contínuo acesso ao financiamento em mercado. Apenas a partir de 2022 se observou um aumento das taxas de juro em Portugal e na generalidade dos Estados-Membros, depois da inversão de algumas destas medidas de política monetária com vista a limitar a subida da inflação na área do euro (Gráfico 34, painel direito).

Gráfico 34 – Mercado de dívida portuguesa

Compras líquidas de OT pelo BCE e volume de OT emitido pelo IGCP (M€, valores anuais)



Taxas de juro das obrigações a 10 anos (%)



Fonte: BCE, IGCP e Bloomberg.

Estrutura da dívida de Maastricht

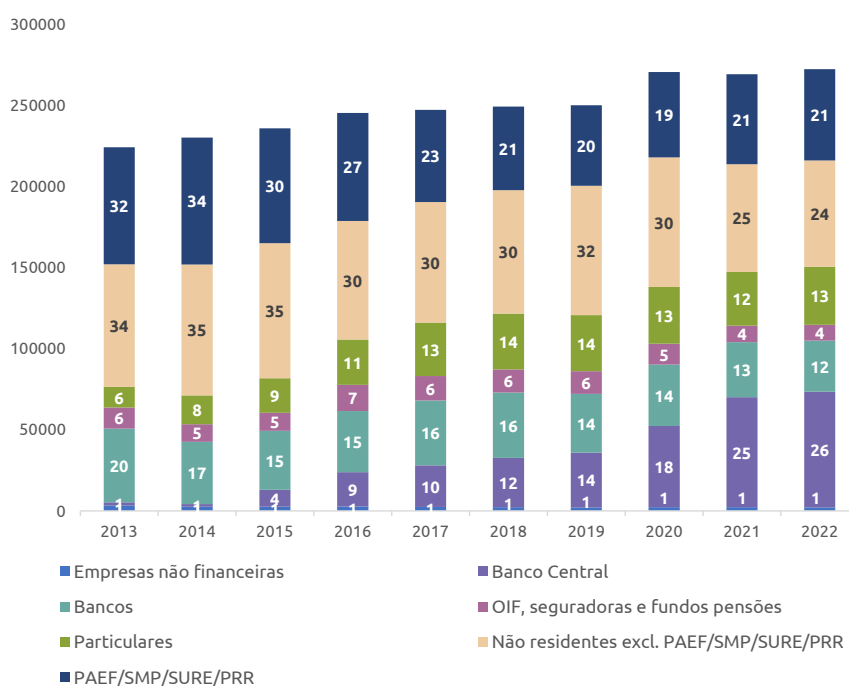
Desde 2012 que o Banco Central, ao abrigo dos programas de compra de títulos de dívida pública na área do euro, vem reforçando a sua posição de maior credor da dívida portuguesa. Este processo foi reafirmado a partir de 2020, com a introdução do *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), iniciado em 2020 na sequência da crise pandémica (Gráfico 34, painel esquerdo).⁶⁴ Com efeito, o montante de dívida detido pelo Banco Central situou-se em 26% em 2022 (face a 14% em 2019). No que respeita aos restantes credores residentes, estes detinham 29% da dívida pública

⁶³ A este propósito, destaca-se o papel central da política monetária desde o discurso de Mario Draghi em 2012, referindo que o BCE faria o necessário para preservar a moeda única - "*Whatever it takes*", em língua inglesa.

⁶⁴ De acordo com os dados divulgados pelo BdP, o Banco Central português detinha, no final de 2022, cerca de 80% do total das compras líquidas acumuladas realizadas ao abrigo dos programas *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) e *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Os restantes 20% encontram-se distribuídos pelo BCE e por outros bancos centrais, enquadrando-se na dívida detida por não residentes.

portuguesa, diminuindo a sua posição face a 2019 (35% do total). Os credores não residentes, juntamente com o PAEF, o SMP e os programas da UE (21%) perfaziam, no final de 2022, 45% do total da dívida de Maastricht (52% em 2019) (Gráfico 35). A expectável quebra nas compras de títulos de dívida por parte dos bancos centrais afigura-se como um risco desfavorável nas futuras emissões, levando a que outros tipos de investidores tenham de incluir no seu portfólio uma fatia maior do financiamento dos soberanos, invertendo a tendência dos últimos anos.

Gráfico 35 – Dívida de Maastricht por sector financiador (M€ e % do total)



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

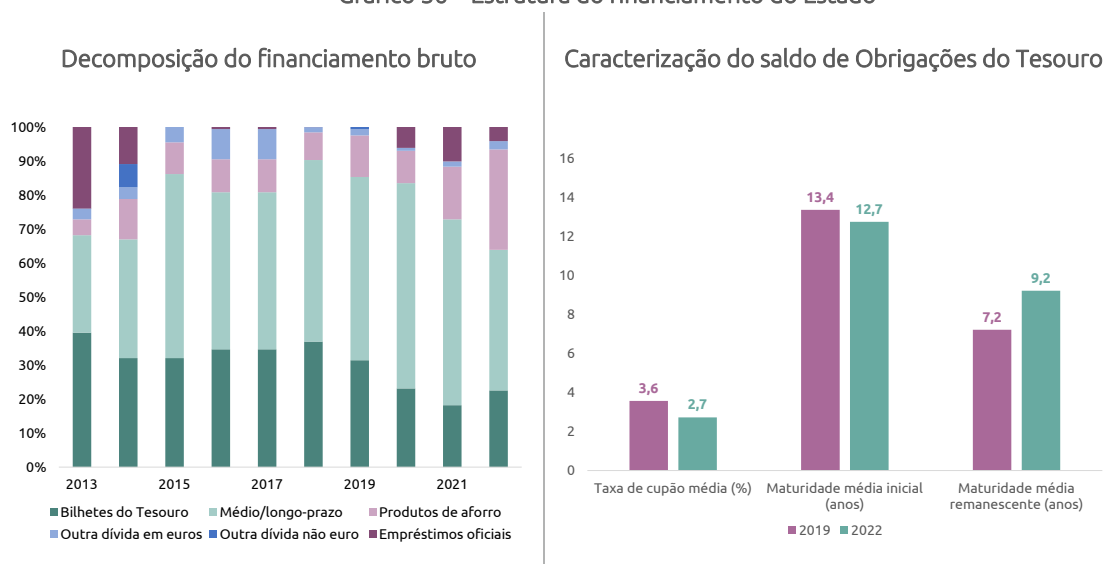
Maturidade e custo da dívida direta do Estado

Os instrumentos utilizados para cobrir as necessidades de financiamento do Estado diferem nas suas particularidades de emissão, como a maturidade, o tipo de taxa, ou o seu custo.⁶⁵ A composição do financiamento por tipo de instrumento disponibiliza indicações sobre a predisposição dos investidores quanto à sua exposição a dívida portuguesa. Nos anos mais recentes, em particular em 2019-2021, verificou-se uma diminuição do financiamento bruto através de Bilhetes do Tesouro (representando 24% do total neste período), em favor das emissões de dívida de médio e longo prazo (56% do total, em média) (Gráfico 36, painel esquerdo) – tendência contrariada apenas em

⁶⁵ A dívida direta do Estado engloba os passivos apenas do subsector Estado, e não das administrações públicas, como é o caso da dívida na ótica de Maastricht. A sua consolidação refere-se à dívida em que o subsector Estado é o devedor efetivo, incluindo assim os passivos do Estado detidos por outros subsectores das administrações públicas. Para mais detalhes, consultar o [glossário do CFP](#).

2022, devido ao aumento expressivo de financiamento bruto através de produtos de aforro. O financiamento bruto através de Certificados de Aforro e do Tesouro situou-se em 30% do total neste ano, face a uma média de 10% do total do financiamento bruto entre 2013 e 2021. Os empréstimos oficiais voltaram a desempenhar um papel significativo a partir de 2020, nomeadamente os empréstimos ao abrigo do SURE e o PRR (representando 7% do financiamento bruto total, em média, nos últimos 3 anos).

Gráfico 36 – Estrutura do financiamento do Estado

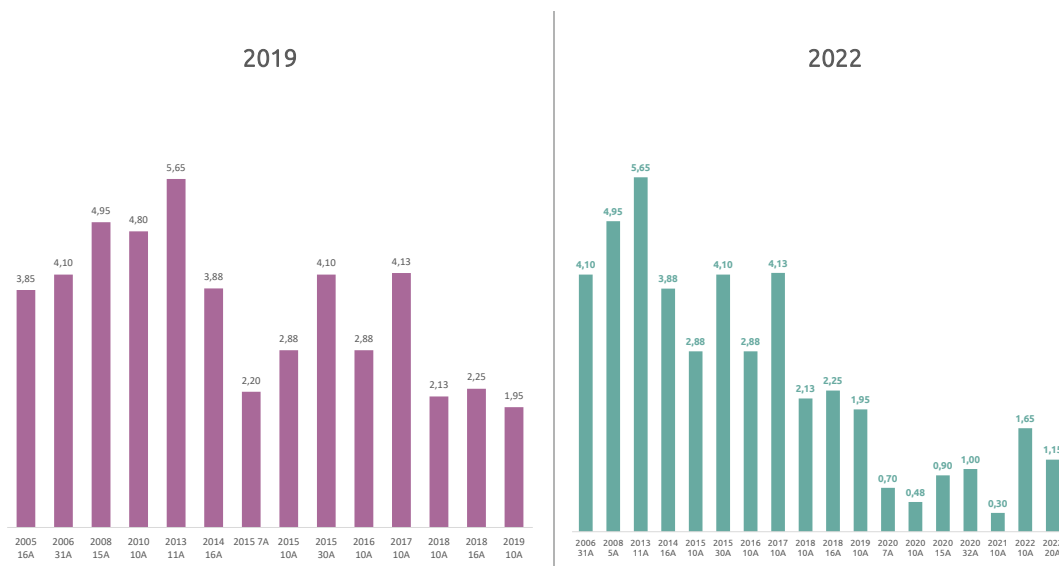


Fontes: CGE e IGCP. Cálculos do CFP. | Notas: Dívida de médio/longo prazo = Obrigações do Tesouro, Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável e *Medium Term Notes*; curto-prazo = Bilhetes do Tesouro e *Euro Commercial Paper*, a série Outros inclui as contas margem. Foram excluídos da análise os instrumentos 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, e em 2021-22 através do SURE e do PRR. Em 2021 inclui-se ainda a devolução, por parte do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF), de 829 M€ correspondentes à margem financeira retida aquando do empréstimo realizado em junho de 2011.

Em 2022, o saldo de Obrigações do Tesouro emitidas pelo Estado português apresentava um custo mais reduzido que em 2019 e uma maturidade média remanescente mais elevada. De facto, se em 2019 a taxa de cupão média do saldo de OT se encontrava em 3,6%, em 2022 este indicador desceu para 2,7%, traduzindo-se numa evolução favorável do custo da dívida direta do Estado (Gráfico 36, painel direito). Para tal, muito contribuíram as emissões de novas OT realizadas em 2020-21, com maturidades iniciais compreendidas entre 7 e 32 anos e taxas de cupão iguais ou inferiores a 1% (Gráfico 37). A renovação do saldo de OT é um processo moroso, uma vez que é comum existirem títulos com maturidade superior a 10 anos, estendendo-se o compromisso de pagamento de determinada taxa de juro pelo Estado por longos períodos de tempo. Nos últimos anos destaca-se o papel preponderante dos programas de compra de títulos do BCE, especialmente o PEPP nos anos 2020-21, como referido anteriormente, proporcionando uma conjuntura favorável para emissões de dívida de curto e de longo prazo a taxas de juro historicamente baixas na generalidade dos Estados-Membros. Este benefício reflete-se na oportunidade de colocação de dívida em prazos mais longos sem um acréscimo da taxa de juro implícita do conjunto da dívida. A elevada proporção de dívida longo prazo financiada a taxas de juro fixas e inferiores à média histórica traduz-se numa âncora para a manutenção de reduzidas faturas de juros

a pagar pelos países emitentes. Mesmo que a nova dívida seja emitida a taxas de juro mais elevadas, permanece vivo um *stock* de dívida com taxas de cupão relativamente reduzidas, como se verificou em 2022. Com efeito, é visível o aumento da taxa de cupão das OT emitidas no último ano, depois da reversão das medidas de política monetária não convencional. No entanto, o impacto deste aumento na taxa de juro implícita da dívida é diluído, uma vez que permanecem vivos no *stock* de dívida títulos com taxas de cupão bastante inferiores.

Gráfico 37 – 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 (mmA)”, em que A representa “anos”. 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.

Em resumo, ao longo dos anos mais recentes, em reflexo duma conjuntura económica inicialmente favorável, da correção de desequilíbrios macroeconómicos, da consolidação orçamental, da melhoria do *rating* da República, do impacto favorável da política monetária e das resoluções europeias, as taxas de juro do mercado de dívida reduziram-se sucessivamente, permitindo que a taxa de juro implícita descesse até 1,7% em 2022 enquanto se alongou a maturidade média residual do *stock* existente. No entanto, persistem riscos de curto e de longo prazo, descritos nas próximas secções – com último reflexo no custo da dívida.

4.4.2 Riscos de curto prazo da dívida pública

De acordo com Lagoa *et al.*, 2022, os investidores suportam a sua avaliação nas projeções e resultados esperados para o curto e médio prazo, reagindo frequentemente a esta informação. Esta secção centra-se na análise da vulnerabilidade orçamental (“*fiscal stress*”) de um determinado país. O objetivo é o de sinalizar o aumento de riscos e vulnerabilidades de curto prazo que não se refletem, num primeiro momento, na trajetória do rácio da dívida nem nos modelos de análise de sustentabilidade de longo prazo mais utilizados, mas que podem ter um impacto determinante na liquidez de um país. Existem diversas metodologias realizar esta

avaliação, como os mecanismos de *Early Warning System* ou o *Macroeconomic Imbalance Procedure*, utilizado pela CE.⁶⁶ Neste exercício foi utilizado um mapa de calor (*heat map*), que agrega um conjunto de indicadores referentes a Portugal, expondo-os face aos limiares empíricos (*thresholds*) estimados por Baldacci *et al.* (2011a) para as economias desenvolvidas.

Quadro 10 – Riscos de curto prazo de acordo com os *thresholds* de Baldacci *et al.* (2011a)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Variáveis orçamentais fundamentais										
r-g (média 5 anos)	4,8	4,1	3,8	2,5	0,4	-0,5	-1,3	0,5	-0,6	-2,3
Dívida das Administrações Públicas (% PIB)	131,4	132,9	131,2	131,5	126,1	121,5	116,6	134,9	124,5	112,4
Saldo primário ajustado do ciclo (% PIB potencial)	2,0	-0,6	1,3	2,8	0,3	1,9	1,4	0,6	1,4	0,9
Gestão de ativos e liquidez										
Necessidades Brutas de Financiamento (% PIB)	27,0	31,9	30,8	24,8	28,3	21,8	23,3	26,7	25,9	23,5
Dívida de curto prazo (% DDE)	10,9	14,9	15,6	18,2	18,7	18,2	17,8	16,7	15,5	17,4
Dívida detida por não residentes (% do total)	54,2	55,7	52,9	46,2	42,7	41,4	41,7	39,6	36,3	35,5
Maturidade média da dívida (anos)	7,8	7,8	7,3	7,3	7,0	6,8	6,7	6,6	6,9	6,7
Tendências de longo-prazo										
Taxa de fertilidade (desvio absoluto de 2,1)	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7
Projeção LP p/ despesa em saúde (% do PIB)	2,4	2,4	1,7	1,7	1,8	2,3	2,2	2,2	1,7	1,7
Projeção LP p/ despesa com pensões (% do PIB)	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,6	-1,6	-1,6	-1,6	-2,2	-2,2
Rácio de dependência	31,1	34,5	25,1	25,1	25,6	32,7	32,9	32,9	31,6	27,9

risco elevado risco médio risco baixo

Fonte: Cálculos do CFP. | Notas: Os limiares (*thresholds*) de cada variável podem ser consultados na secção 6.1, 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. As projeções de longo prazo para a despesa em saúde e pensões são calculadas pela diferença entre a projeção para daqui a 40 anos e a projeção do ano base. DDE = Dívida Direta do Estado. 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, que foram calculadas pelo CFP com base na informação disponibilizada 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 alguns dados, nomeadamente nas projeções de longo prazo para alguns anos específicos na despesa em saúde e com pensões, e na taxa de fertilidade. No entanto, estes cálculos que não se repercutem significativamente na comparação final face aos *thresholds*.

Das variáveis orçamentais fundamentais, destaca-se o rácio da dívida pública, que apesar da evolução favorável nos anos recentes, se encontra num nível médio ou elevado de risco desde a adesão ao euro. A partir de 2016, com a contribuição da evolução favorável da média móvel a 5 anos da diferença 'r-g', marcada nos anos recentes pela política monetária e programas de compra de ativos do Eurosistema e pela recuperação económica, foi possível controlar o aumento do rácio da dívida, para em 2017 se iniciar uma trajetória descendente (apenas interrompida pela crise sanitária). Para ser considerado nos indicadores de risco médio, o rácio deverá ser inferior a 90,3% do PIB.

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

⁶⁶ Para um maior detalhe sobre ferramentas de avaliação de vulnerabilidade de curto prazo, consultar o relatório [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas 2021](#).

renovação da dívida (*rollover*) e de solvência.⁶⁷ Entre 2008 e 2012, a tendência ascendente das NBF 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, bem como um aumento das taxas de juro em todos os prazos. Desde 2018 que se verificam NBF inferiores, associadas a uma descida da dívida sobre o PIB. Na dívida de curto prazo note-se que estão contabilizados os Certificados de Aforro e do Tesouro (cerca de 13% da dívida pública em 2022). Estes instrumentos de dívida, apesar de serem considerados de curto-prazo, são frequentemente detidos pelos investidores por períodos significativamente superiores a um ano. Por seu turno, a dívida detida por não residentes e a maturidade média da dívida encontram-se em níveis confortáveis de risco baixo.

De facto, apesar da trajetória descendente do endividamento, Portugal continua a deter um elevado rácio de dívida, encontrando-se numa posição mais vulnerável a eventuais choques face a Estados-membros com rácios de dívida inferiores. Destacam-se ainda as expressivas necessidades (brutas) de financiamento do Estado face ao PIB, bem como a reduzida taxa de fertilidade e o elevado rácio de dependência. Estes indicadores sinalizam uma necessidade de adoção de medidas estruturais que influenciem favoravelmente as tendências orçamentais fundamentais e demográficas de longo prazo.

4.4.3 Riscos de médio e longo prazo para a dívida pública

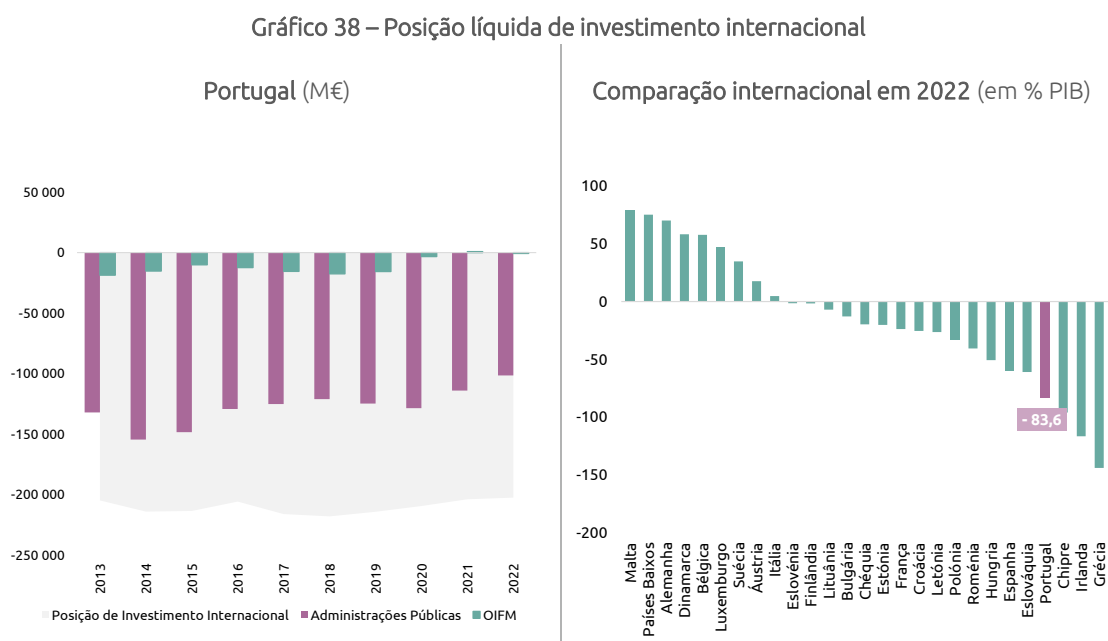
Se os riscos de curto prazo influenciam as oscilações no custo de financiamento, podendo repercutir-se em alterações de longo prazo no custo da dívida, os riscos de médio e longo prazo aqui descritos fornecem uma perspetiva sobre os principais desafios a ter em conta no propósito de retirar o país duma posição de vulnerabilidade persistente. Só será possível mitigar esta vulnerabilidade relativamente elevada na exposição à conjuntura macroeconómica, orçamental e geopolítica caso se prossigam as políticas que permitiram a redução destes riscos nos anos recentes. 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 na secção 4.1); ii) os riscos financeiros, que, incluem as responsabilidades contingentes e o crédito malparado (secção 4.3); e (iii) a posição líquida do investimento internacional e a composição da dívida externa, analisados nesta secção.

A posição líquida de investimento internacional, devedora desde o início da série em 1996, deteriorou-se sucessivamente até 2014. Entre 2011 e 2014, através do financiamento no âmbito do PAEF, as Administrações Públicas agravaram de forma significativa a sua posição líquida já negativa, substituindo-se às OIFM⁶⁸ como captador de financiamento para a economia (Gráfico 38, painel esquerdo). Desde o final do programa, em 2014, observou-se uma tendência de estabilização, registando uma

⁶⁷ 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.

⁶⁸ As outras instituições financeiras monetárias são constituídas por Bancos, Caixas Económicas e Fundos do Mercado Monetário.

evolução favorável apenas desde 2020, motivada pelo sector das AP. Face aos restantes países da área do euro, em 2022, Portugal detinha a 4.ª posição líquida do investimento internacional mais negativa, superada apenas pela Grécia, Irlanda e Chipre (Gráfico 38, painel direito).



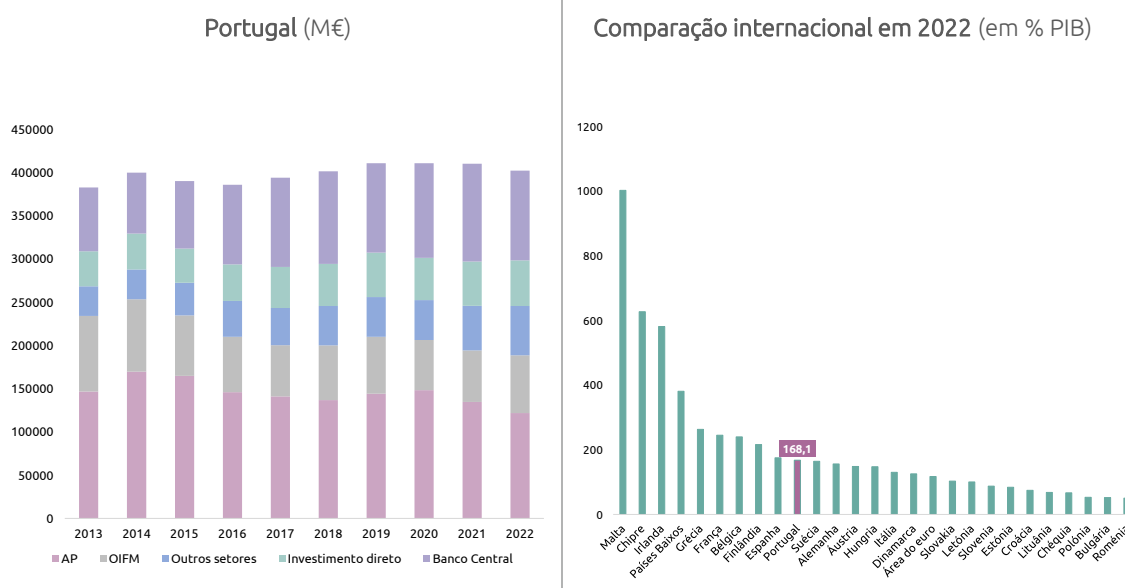
Fonte: Banco de Portugal e Comissão Europeia. Cálculos do CFP.

Depois de uma estabilização entre 2019-21, em 2022 a dívida externa bruta diminuiu significativamente pela primeira vez em termos nominais desde 2016. Para tal contribuiu o menor endividamento das OIFM, e, principalmente, das AP. No final de 2022 as AP desempenhavam o papel mais relevante (30% do total), seguidas do Banco Central (26% do total) e dos restantes sectores institucionais (44% do total no seu conjunto) (Gráfico 39, painel esquerdo). Neste ano, a dívida externa bruta⁶⁹ ascendeu a 168,1% do PIB, o que se traduziu na 11.ª posição no conjunto da área do euro (Gráfico 39, painel direito⁷⁰).

⁶⁹ Dívida externa bruta: soma do total de instrumentos de dívida de residentes face a não residentes.

⁷⁰ A situação do Luxemburgo, de Chipre, Irlanda e também Países Baixos, países com dívida externa bruta 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.

Gráfico 39 – Dívida externa bruta



Fonte: Banco de Portugal, BCE e Comissão Europeia. Cálculos do CFP. | Nota: de modo a facilitar a análise, o Luxemburgo, com uma DEB de 4490% do PIB, foi excluído do gráfico do painel direito.

Numa posição relativamente desfavorável na área do euro, Portugal detém um *stock* de endividamento que requer uma consistente persecução de políticas de consolidação orçamental. A redução da dívida das AP, o setor mais representativo, quer na posição de investimento internacional, quer na dívida externa bruta, afigura-se como determinante para umas finanças públicas mais “saudáveis” no longo prazo, que inspirem credibilidade a potenciais investidores, fazendo com que estes requeiram um custo mais reduzido para financiar o país, alimentando assim um ciclo favorável entre a dívida pública e o custo de financiamento.

4.4.4 Riscos para o custo da dívida

Os riscos de curto e de longo prazo refletem-se, inevitavelmente, no custo de financiamento, através da perspetiva dos mercados financeiros sobre a “saúde” de um determinado Estado soberano.

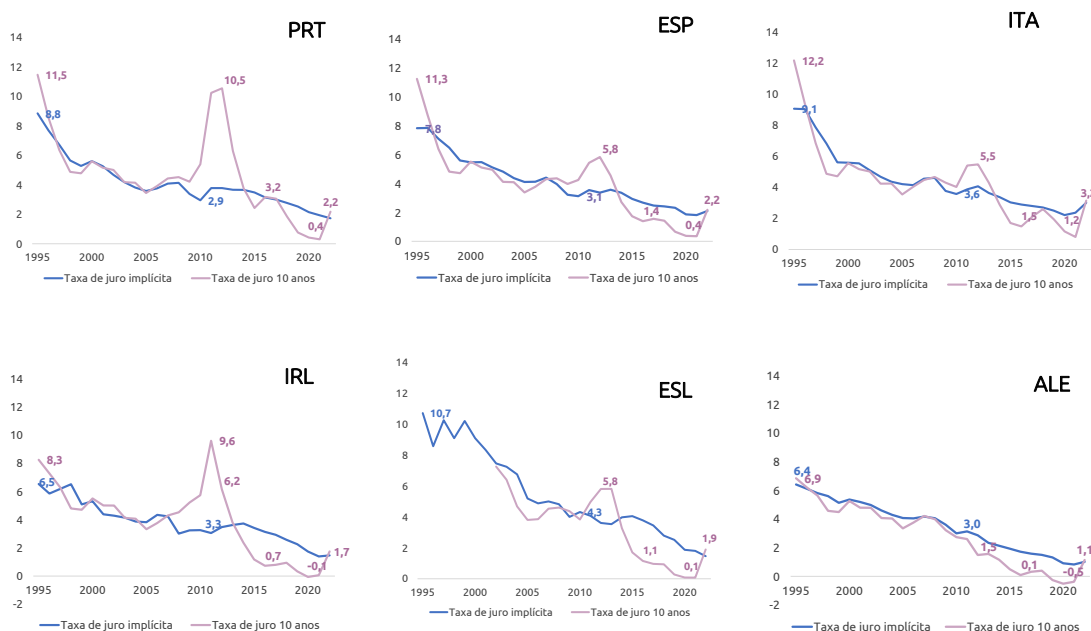
Evolução do custo de financiamento

Dois dos indicadores mais relevantes na avaliação do custo de financiamento de um país são a taxa de juro a 10 anos no mercado secundário de dívida e a taxa de juro implícita da dívida. A primeira reflete o custo que os investidores atribuem à dívida soberana num determinado momento, constituindo um indicador do sentimento face à situação económica e financeira de um país. Difere da taxa de juro de cada emissão de dívida, pois essa resultará da procura por parte dos compradores específicos dessa mesma emissão. A taxa de juro implícita da dívida consiste no rácio entre os juros pagos num determinado ano e o saldo de dívida do ano anterior.

Após registar máximos históricos em 2011-2012, a taxa de juro a 10 anos iniciou uma trajetória descendente em vários Estados-Membros. Em Portugal, este movimento teve início com o PAEF, sendo reforçado posteriormente pela entrada em vigor dos programas de compra de ativos do Eurosistema, à semelhança do observado em países comparáveis como Espanha, Itália, Irlanda e Eslovénia (Gráfico 40). Note-se que Portugal se destacou desfavoravelmente pelo elevado valor que atingiu a respetiva taxa de juro a 10 anos no mercado secundário de dívida (10,5%, em média, em 2012), seguindo-se a Irlanda (9,6% em média em 2011), enquanto nos restantes países se manteve em torno de 6%, em média. Verifica-se a menor estabilidade deste indicador face à taxa de juro implícita, que iniciou uma trajetória descendente em 2010. Este decréscimo deveu-se, inicialmente, ao maior volume de dívida para um montante semelhante de juros (efeito denominador) e, numa fase posterior, ao menor montante de juros a pagar anualmente (efeito numerador).

No caso da dívida alemã, os custos de financiamento revelam uma trajetória descendente em todo o período analisado. A política monetária que permitiu a manutenção de taxas de juro em níveis historicamente baixos até 2022 consistiu numa oportunidade para, com um esforço orçamental não muito elevado, obter uma redução da dívida em percentagem do PIB. Em 2022, com as alterações na política monetária e aumento da taxa de juro de referência de forma a combater a inflação na área do euro, fizeram-se notar, em diferentes dimensões, agravamentos na taxa de juro a 10 anos na generalidade dos Estados-Membros. Esta situação repercutiu-se no aumento da taxa de juro implícita da dívida através das novas emissões de dívida efetuadas neste período.

Gráfico 40 – Custo de financiamento (%)



Fontes: CE (AMECO) e BCE. Cálculos do CFP. | A taxa de juro a 10 anos corresponde à média anual da taxa mensal. A taxa de juro implícita corresponde ao rácio dos juros sobre o saldo de dívida no ano anterior. PRT = Portugal; ESP = Espanha; ITA = Itália; IRL = Irlanda; ESL = Eslovénia; ALE = Alemanha.

Fatores explicativos do custo de financiamento

De acordo com a CE (2021a), existem diversos tipos de variáveis que influenciam o *spread* ou prémio de risco de um país, como as variáveis orçamentais (*stock* de dívida, saldo primário ou necessidades brutas de financiamento); variáveis não orçamentais (PII, balança corrente e taxa de câmbio real efetiva); e variáveis financeiras e monetárias (liquidez, dimensão do mercado, *bid-ask spreads*, volatilidade, incidência da política monetária e programas do Eurosistema, ou mesmo a adesão a empréstimos oficiais). Adicionalmente, existem outros fatores relevantes para os investidores, como: i) a instabilidade política; ii) os riscos macroeconómicos (crescimento do PIB, inflação, etc.); iii) as flutuações cambiais; iv) as regulações governamentais (como expropriações ou controlo da moeda); e v) a dívida e probabilidade de *default*.

Sobre este último, em concreto, existe evidência empírica de uma relação não linear entre o prémio de risco e o rácio da dívida (De Grauwe e Ji, 2012), como experienciado em 2010-2011 aquando do aumento dos *spreads* de países como Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha, impulsionado, em parte, por um sentimento de mercado desfavorável que se observava desde o final de 2010. Nesta linha de pensamento, Ardagna *et al.* (2004) referem que, quando o *stock* de dívida é relativamente reduzido, a dívida é considerada de elevada qualidade. Mas quando o *stock* de dívida está acima da média, novos aumentos de dívida implicam aumentos do prémio de risco (e, logo, da taxa de juro). De facto, no seio de uma união monetária, quando existem países que são penalizados pela indisciplina orçamental através do aumento do prémio de risco, existem, por seu turno, outros países (com melhores indicadores orçamentais) que são beneficiados ao serem procurados pelos investidores como *safe heavens* (Badarau *et al.*, 2014). Alcidi e Gros (2019) relatam que por cada financiamento líquido positivo e consequente aumento da dívida, existe um aumento do custo marginal, em resultado do aumento do endividamento causado por este novo financiamento. Assim, o esforço de consolidação orçamental tem impacto na dinâmica da dívida, não só através do saldo primário como também pelo prémio de risco atribuído pelos investidores.

De facto, se o custo de financiamento de um país é influenciado pelos mais diversos fatores geopolíticos, orçamentais e macroeconómicos, um dos fatores determinantes é o nível de dívida. Se a taxa de juro a pagar pela dívida emitida pode ser definida como a soma entre a taxa de juro das obrigações “sem risco” e um prémio de risco, os países com rácios de dívida elevados apresentam, em regra, um maior prémio de risco. Ou seja, o prémio de risco está implícito nas taxas de juro e faz parte do rendimento que os investidores exigem para deter obrigações soberanas (Haugh *et al.*, 2009). Pode ser interpretado como a perceção de risco de incumprimento (*default*) ou o sentimento de aversão ao risco por parte dos investidores. O prémio de risco pode sofrer oscilações significativas em momentos de maior incerteza, como os episódios de *sudden stop* experienciados durante a Crise das Dívidas Soberanas. Sendo os investidores agentes económicos que tomam decisões com base em informações sobre o futuro (*forward-looking*) (Lagoa *et al.*, 2022), a hipótese de que o prémio de risco depende do nível de dívida introduz o importante mecanismo que se reforça a si próprio: com um elevado nível de dívida, a taxa de juro será mais elevada não só porque existe mais dívida para pagar, mas também porque o custo de cada unidade de dívida (taxa de juro) será mais elevado. Diversos estudos sugerem que países cujos governos optem por prosseguir

uma política orçamental que descure de forma reiterada e persistente a obtenção de um saldo primário suficiente para permitir uma redução do rácio da dívida poderão enfrentar riscos consideráveis, devido ao potencial ciclo de interação entre a elevada dívida pública e o prémio de risco, especialmente no caso de países com saldos de dívida já relativamente elevados. Mais concretamente, a CE (2021a), Alcidi e Gros (2019), Laubach (2009), Ardagna *et al.* (2007) ou Engen e Hubbard (2004) mostram que acima de um certo limiar do rácio dívida/PIB, o custo de financiamento aumenta com o nível da dívida. Assim, a probabilidade de países altamente endividados emitirem nova dívida a taxas de juro superiores às de emissões anteriores é elevada, comprometendo a sustentabilidade do rácio da dívida (Mauro e Zhou, 2020).

Alcidi e Gros (2019) sugerem que o custo da dívida deve ser acrescido dum prémio de risco, introduzindo-se diferentes sensibilidades no custo da dívida, por cada ponto percentual de dívida emitida acima de 60% ou 90% do PIB, penalizando países com níveis de dívida superiores, particularmente Portugal, Espanha e Itália, sendo o custo teórico da nova dívida emitida geralmente superior à taxa de juro do mercado⁷¹. Nestes países, caso se verifique uma conjuntura desfavorável, o custo de emitir mais um ponto percentual de dívida poderia aproximar-se dos valores experienciados na taxa de juro a 10 anos aquando da Crise das Dívidas Soberanas, o que significaria uma perda de acesso ao mercado. Por seu turno, a Eslovénia, com um reduzido rácio da dívida, que ultrapassou os 60% do PIB apenas em 2013, apresenta o custo teórico de novas emissões mais favorável, aproximando-se do da Alemanha. Evidentemente, esta pode ser considerada uma abordagem simplista, no sentido em que existem evidentemente múltiplos fatores que influenciam o prémio de risco de um país para além do rácio de dívida, tal como referido nesta mesma secção, ou no *heat map* da secção 5.2.1. – o saldo orçamental, a conjuntura económica, o contexto geopolítico, o *rating* ou mesmo a própria trajetória da dívida, apenas para referir alguns.

Portugal continua numa posição vulnerável devido à ausência de um histórico de disciplina orçamental, aos crescimentos do PIB anémicos, e ao ainda elevado saldo de dívida pública e privada, estando assim sujeito a que, na ausência de uma conjuntura favorável e na eventualidade de acontecimentos idiossincráticos, os custos de financiamento aumentem significativamente. De acordo com a CE (2021a), mesmo num ambiente de reduzidas taxas de juro, os governos com indicadores fundamentais menos sólidos pagam custos mais elevados pela dívida emitida e estão mais expostos ao risco. Neste contexto, importa avaliar as possíveis trajetórias da dívida, principalmente na presença de potenciais alterações às principais variáveis que definem a sua trajetória, como o crescimento do PIB, o saldo primário e a taxa de juro, como analisado no próximo capítulo 5.

⁷¹ Em 2021, a CE estimou a elasticidade do prémio de risco ao rácio da dívida, segmentando o impacto por diferentes níveis de dívida (CE, 2021a). Em concreto, numa regressão linear o impacto da alteração de 1 ponto percentual da dívida no prémio de risco é de 3 pontos base. Tendo em conta a não linearidade, este impacto pode duplicar. Nomeadamente, para níveis de dívida acima de 60% a elasticidade dívida/prémio de risco sobre para 0,0415, e para níveis de dívida acima de 90% atinge 0,0559.

5. ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA

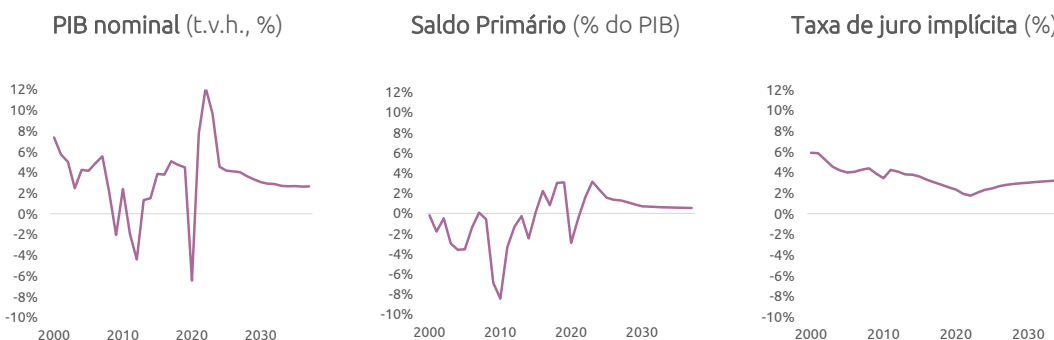
5.1 Cenários de análise à sustentabilidade da dívida pública portuguesa

O exercício de análise de sustentabilidade da dívida aqui apresentado visa a quantificação dos desafios orçamentais dos próximos 15 anos baseado num modelo determinístico de análise de sustentabilidade da dívida (*Debt Sustainability Analysis - DSA*), que assenta na equação da dinâmica da dívida.⁷² Apresenta-se ainda uma análise de sensibilidade do cenário base a hipóteses alternativas das variáveis determinantes de evolução do rácio da dívida. O objetivo destes cenários não será o de projetar a trajetória do rácio da dívida com precisão, mas sim uma representação numérica do impacto de trajetórias alternativas resultantes quer de decisões políticas futuras, quer de uma evolução das variáveis macroeconómicas.

5.1.1 Cenário base

Nesta secção apresentam-se possíveis cenários para a evolução da dívida em rácio do PIB nos próximos 15 anos. O cenário base assume como ponto de partida para os dois primeiros anos (2023-2024) as projeções divulgadas pelo CFP em outubro de 2023 no relatório de [Análise da Proposta de Orçamento do Estado para 2024](#). Para o restante horizonte temporal (2025 a 2037): i) o crescimento do PIB é o apresentado na secção 3.1; ii) o saldo primário resulta de uma função de reação orçamental (detalhada na Caixa 4 do relatório [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas de 2021](#)); e iii) a evolução da taxa de juro implícita reflete a incorporação da taxa de juro de mercado das novas emissões tendo em conta a maturidade média da dívida e o peso das emissões de longo prazo e de curto prazo, tal como descrito na equação constante na Caixa 6.

Gráfico 41 – *Inputs* para a análise de sustentabilidade

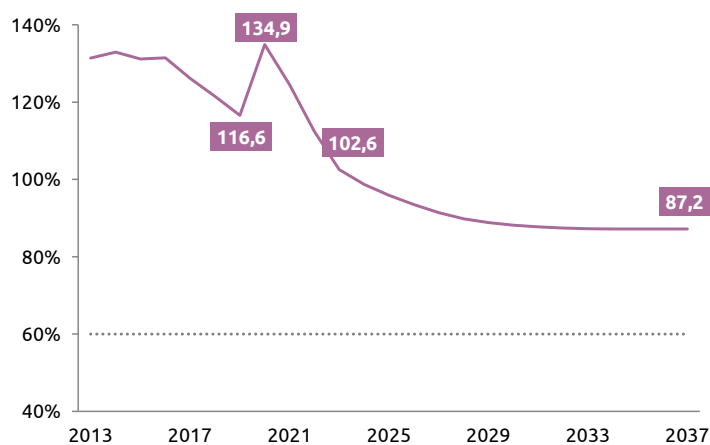


Fonte: INE e cálculos do CFP.

⁷² 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 dinâmico ou bola de neve (efeito juros e efeito crescimento) e ainda por ajustamentos défice-dívida (para um maior detalhe consultar a Caixa 1 do relatório [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas 2018](#)).

Com base nestas hipóteses o rácio da dívida pública sobre o PIB deverá prosseguir a trajetória descendente iniciada em 2017 (interrompida apenas em 2020), estabilizando em torno de 87% do PIB dentro de 15 anos. Se nos primeiros anos projetados se antecipa que o rácio diminua a um ritmo expressivo (9,8 p.p. do PIB em 2023 e 3,9 p.p. do PIB em 2024), este ritmo abranda para 0,9 p.p. do PIB por ano, em média, entre 2025-37(Gráfico 42). Nos últimos 3 anos de projeção a variação da dívida é nula, apontando para uma estabilização do rácio.

Gráfico 42– Cenário base para a dívida de Maastricht (% do PIB)



Fonte: Cálculos do CFP.

A redução projetada para o rácio da dívida a partir de 2025 é substancialmente mais gradual do que a verificada após o pico de 2020. Tal reflete o esbatimento do fenómeno inflacionista, associado à recuperação do crescimento no período pós-pandémico e a uma trajetória de consolidação orçamental. Esta trajetória traduz-se em saldos primários estimados em 3,1% e 2,3% do PIB nos próximos dois anos, permitindo atingir um rácio da dívida inferior a 100% do PIB em 2024, que, a confirmar-se, representará uma diminuição de mais de 35 p.p. do PIB em 4 anos. A partir de 2025, sendo a trajetória do saldo primário estimada recorrendo a uma função de reação orçamental, a sua resposta ao rácio da dívida encontra-se influenciada por um comportamento histórico em que pontuaram anos com défices primários num contexto de dívida crescente e só mais recentemente excedentes primários mais persistentes. Assim, em 2025-2037, o efeito saldo primário contribui para a diminuição do rácio da dívida em 0,8 p.p. do PIB anualmente, em média, o que compara com um contributo de 2,7 p.p. do PIB para a redução do rácio em 2024-25. Nos dois primeiros anos projetados, também a contribuir favoravelmente, encontra-se o efeito dinâmico, (-5 p.p. do PIB), influenciado pelo efeito crescimento nominal (-7,2 p.p. do PIB por ano, em média, dos quais -5,3 p.p. representam o efeito preço). Nos anos seguintes este efeito dilui-se (-0,8 p.p. do PIB), refletindo o menor crescimento nominal do PIB (-2,8 p.p. do PIB por ano, em média, com o efeito preço menos favorável, de -1,8 p.p. do PIB, em média). Os ajustamentos défice-dívida contribuem de forma desfavorável, tendo-se considerado, em 2023 e 2024, o valor médio de 0,9 p.p. do PIB, em linha com o constante na POE/2024, e entre 2025-2037, em torno de 0,1 p.p. do PIB, em média.

5.1.2 Análise de sensibilidade

Cenários de choque ao modelo determinístico

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. Importa referir, que não é possível, através do modelo determinístico, simular os impactos encadeados que as alterações do crescimento do PIB, do saldo primário ou da taxa de juro implícita induzem. No Gráfico 43, os intervalos a sombreado representam possíveis trajetórias do rácio da dívida pública de acordo com choques simétricos de 0,5 p.p. e de 1 p.p. nas variáveis assinaladas. Como ilustrado, alterações de dimensões semelhantes nas variáveis exógenas ao DSA implicam impactos de diferentes magnitudes na trajetória da dívida.

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 o impacto das variações do crescimento económico na evolução das variáveis orçamentais, através de uma elasticidade de 0,1 do saldo primário a variações do PIB. Esta elasticidade foi calculada pelo CFP com base na média das elasticidades entre o saldo primário e o PIB nos últimos 10 anos (2013-2022). 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.) indicam que o rácio da dívida pública se possa situar entre valores próximos de 70% e 100% do PIB, respetivamente, no final dos 15 anos de projeção.

De dimensão semelhante, 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. Importa realçar que esses impactos não são aqui reproduzidos. Um choque positivo de 1 p.p. no saldo primário ao longo de todo o horizonte projetado conduziria a uma dívida próxima de 70% do PIB em 2037, enquanto um saldo primário inferior em 1 p.p. resultaria no rácio da dívida em torno de 100% do PIB no mesmo ano.

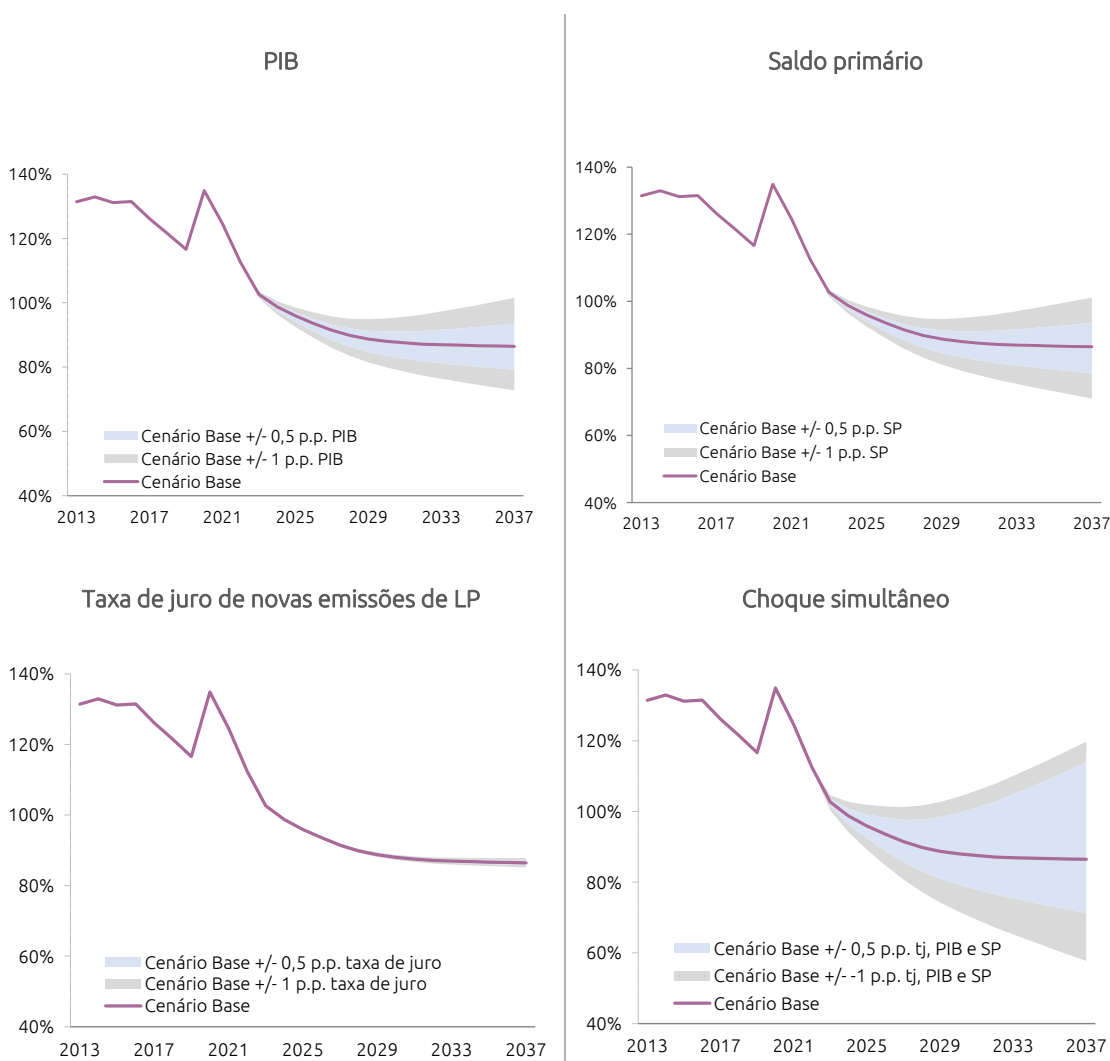
Para o choque na taxa de juro implícita, e uma vez que apenas uma parte do *stock* de dívida está sujeita às oscilações da taxa de juro, assumiu-se que, em média, 10% do *stock* de dívida de longo prazo é refinanciado em cada ano.⁷³ Um choque positivo (+1 p.p.) ou um choque negativo (-1 p.p.) na taxa de juro implícita da dívida, resulta, de acordo com os pressupostos adotados, num rácio de dívida pública próximo de 88% e 85% do PIB em 2035, respetivamente, observando-se uma menor variação face ao cenário base quando comparado com os restantes choques. Tal é justificado por apenas uma percentagem reduzida do *stock* de dívida ser refinanciado a cada ano. Caso as necessidades de financiamento sejam superiores ao expectável, existirá necessidade de

⁷³ Sendo a dívida de médio/longo prazo 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 10% corresponde à média (2003-2022) de Obrigações do Tesouro emitidas anualmente, ponderada pelo respetivo peso no montante vivo (*outstanding*) de dívida. Para o curto-prazo, assumiu-se que este tipo de dívida é renovado a uma taxa de juro semelhante à dos reembolsos efetuados a cada ano.

obtenção de um maior volume de financiamento no mercado, estando por isso a dívida sujeita a um maior risco de taxa de juro.

O choque simultâneo do Gráfico 43 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 um menor 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 maior crescimento do PIB e saldo primário e diminuição da taxa de juro. No cenário mais adverso, e o menos provável, observar-se-ia um rácio da dívida em torno de 120% no último ano projetado, enquanto no cenário mais favorável este se encontraria em torno de 60% do PIB em 2037.

Gráfico 43– Cenários de choque ao modelo determinístico (dívida pública em % do PIB)



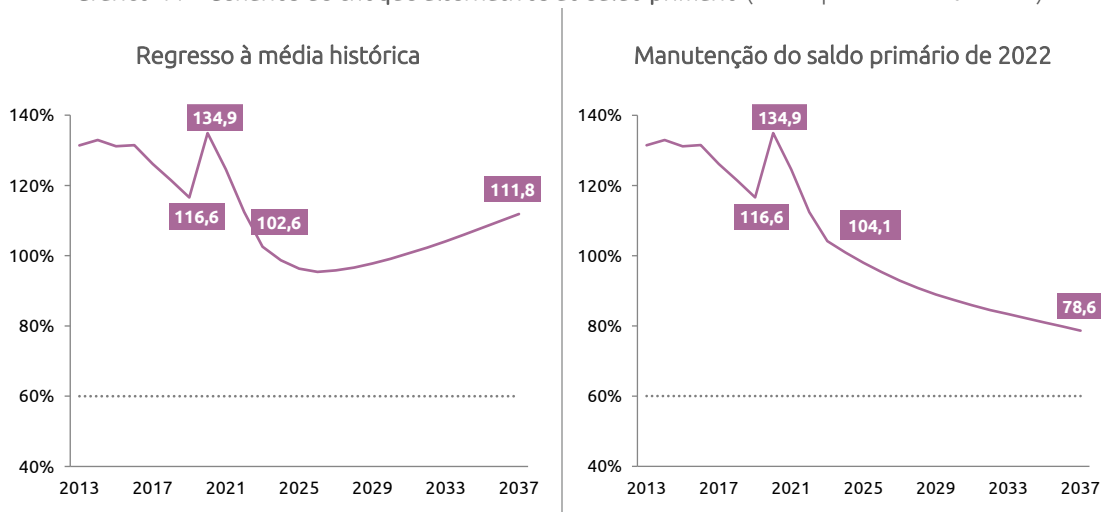
Fontes: Banco de Portugal e INE. Cálculos do CFP. | Nota: tj = taxa de juro; SP = saldo primário; LP = longo prazo.

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 – simularam-se dois cenários alternativos (Gráfico 44). No primeiro, considera-se que o saldo primário converge, a partir de 2025, para a média histórica desde a entrada na área do euro (-1,3% do PIB), mantendo-se a trajetória do cenário base para o crescimento do PIB e para a taxa de juro implícita. Esta hipótese, bastante desfavorável, conduz a um aumento do rácio da dívida a partir de 2027. Em 2037 o rácio estaria acima de 110% do PIB, o que compara com 87% % do PIB no cenário base. Esta diferença, superior a 20 p.p. do PIB, ilustra o impacto de se voltar a um passado de défices primários persistentes.

O segundo cenário assenta numa hipótese de não reação do saldo primário ficando inalterado no valor atingido em 2022 (último ano completo para o qual existem dados de execução orçamental) até ao final do horizonte, mantendo-se a taxa de juro de novas emissões e o crescimento do PIB inalterados face ao cenário base. Neste caso, o saldo primário positivo verificado em 2022 permitiria uma redução do rácio superior em quase 10 p.p. do PIB à do cenário base.⁷⁴

Gráfico 44 – Cenários de choque alternativos ao saldo primário (dívida pública em % do PIB)



Fonte: Banco de Portugal e INE. Cálculos do CFP.

Análise da projeção estocástica

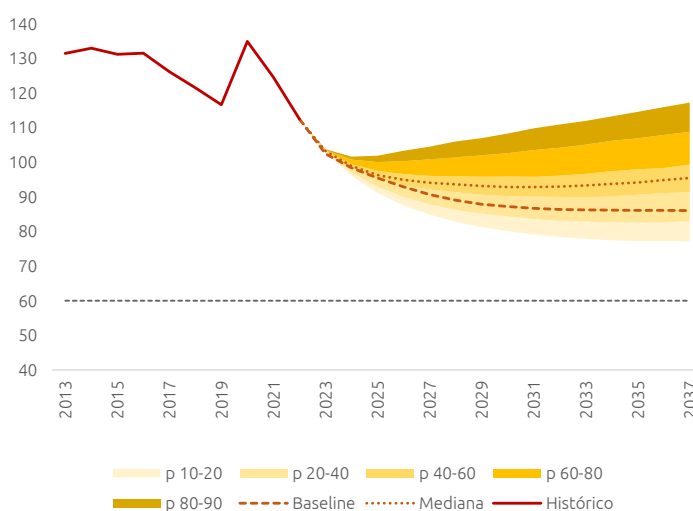
A análise estocástica da dívida visa complementar a análise narrativa da projeção determinística, ao permitir uma análise empírica da incerteza macroeconómica que envolve a trajetória simulada da dívida. Ao contrário das projeções determinísticas, o resultado das projeções estocásticas não se traduz num único cenário base, mas sim

⁷⁴ Uma simulação que mantém o saldo primário inalterado na estimativa do CFP para 2023 (3,1% do PIB) resulta numa trajetória ainda mais favorável, colocando a dívida abaixo de 60% do PIB no final do horizonte projetado (concretamente, em 56,1% do PIB).

numa distribuição de possíveis cenários prospetivos para a dívida pública, que resultam de choques macroeconómicos no conjunto de variáveis determinantes dessa evolução.

Neste exercício, foram realizadas 5000 simulações que resultam na distribuição das trajetórias da dívida apresentados no Gráfico 45, num horizonte de projeção de 15 anos (através da metodologia detalhada na Caixa 6). Os limites inferior e superior representam o 10.º e o 90.º percentil da distribuição. Isto é, se os choques futuros seguirem o mesmo padrão que no passado, existe uma probabilidade de 80% da dívida se situar dentro das bandas apresentadas no Gráfico 45 no período em análise, excluindo-se 20% dos choques, considerados extremos.

Gráfico 45 – Projeções estocásticas para a dívida portuguesa (% do PIB)



Fonte: Cálculos do CFP.

Uma das vantagens deste exercício, que se trata de uma abordagem probabilística às trajetórias da dívida, é de também permitir avaliar a plausibilidade da projeção determinística efetuada na subsecção anterior. Neste caso, o cenário central apresentado anteriormente no Gráfico 45, aqui ilustrado como *Baseline* (cenário base), situa-se abaixo da mediana das trajetórias obtidas pelo modelo estocástico, no percentil 30. Tal resultado que à primeira vista poderia apontar para um *baseline* determinístico pouco conservador justifica-se pela dimensão elevada dos choques passados que atingiram a economia portuguesa, captados pelo modelo estocástico, que não se repetem no cenário macroeconómico subjacente ao *baseline* (apresentado no capítulo 3). Com efeito, tal como referido pela CE (2023), países com um histórico de maior volatilidade nos indicadores e condições macro-orçamentais, como é o caso de Portugal, apresentam necessariamente um espectro mais alargado de possíveis trajetórias futuras nas respetivas projeções estocásticas. Assim, a projeção estocástica apresenta o espectro de possíveis trajetórias de evolução da dívida incluindo em situações de repetição de choques de grande amplitude nas variáveis que determinam a sua evolução (PIB real, taxas de juro e preços). O conhecimento dessas trajetórias possíveis para a dívida pública, permite aos decisores políticos um melhor conhecimento dos impactos das opções de política orçamental e crescimento económico, comparando as trajetórias da análise de sensibilidade (determinística e estocástica) com o cenário base.

Caixa 6 – Breve descrição do modelo estocástico da dívida

A análise da sustentabilidade da dívida pública é um tema central no âmbito das finanças públicas. Permite de algum modo aferir se as políticas em vigor e o enquadramento económico que determinam a evolução do rácio da dívida pública no produto interno bruto (PIB) garantem, a prazo, a sua sustentabilidade.

Na prática, a noção de sustentabilidade é menos simples do que aparenta (Celasun *et al.*, 2007). A um nível conceptual, implica sempre um julgamento sobre o que constitui uma estratégia aceitável para um governo satisfazer a sua restrição orçamental intertemporal. A um nível técnico, a natureza prospetiva da solvabilidade torna difícil a sua avaliação, dada a incerteza na garantia (ou vontade) em gerar saldos primários positivos a 5, 10 ou 15 anos; ou na previsão das taxas de juro, inflação e crescimento da produtividade da economia nesse período.

Na análise da sustentabilidade da dívida, importa acomodar o ambiente de incerteza económica, a correlação entre choques e a resposta dinâmica e conjunta das variáveis macroeconómicas relevantes para a dinâmica da dívida; a interação entre a política orçamental e os vários ambientes macroeconómicos simulados, aspetos que não são facilmente captados numa abordagem determinística.

Com o propósito de incorporar explicitamente essa incerteza e a interação entre as variáveis-chave para a evolução da dívida, surge o dispositivo estocástico de análise de sustentabilidade da dívida (SDSA, da gíria anglo-saxónica *Stochastic Debt Sustainability Analysis*), que foi desenvolvido e usado neste relatório. Trata-se de uma abordagem probabilística de análise da sustentabilidade da dívida, recorrendo ao uso de *fan-charts* para ilustrar intervalos de confiança para vários graus de incerteza em torno da mediana das projeções.

Existe uma extensa literatura nesta área, sendo Celasun *et al.* (2007) uma referência seminal e a base para o desenvolvimento deste dispositivo. Para outros trabalhos importantes na área ver, por exemplo, Medeiros (2012), Bouabdallah *et al.* (2017) e Debrun *et al.* (2020) e as referências que constam nestes estudos. Apesar de algumas *nuances* metodológicas a estratégia técnica de desenvolvimento de um SDSA passa genericamente por: i) estimar um modelo macroeconómico – tipicamente um modelo vetorial autorregressivo (VAR) – para descrever a resposta conjunta das principais variáveis macroeconómicas que determinam a dinâmica da dívida; ii) modelizar a interação entre a política orçamental e a dinâmica macroeconómica; iii) apurar a dinâmica da dívida tendo em conta os pontos anteriores.

Neste exercício foi usado um modelo VAR sem restrições, estimado com dados trimestrais entre 1999Q1 e 2019Q4. O VAR é composto por 4 variáveis $Y_t = (tcp_t, tlp_t, p_t, q_t)$, sendo: tcp_t – taxa de juro a curto prazo (Euribor a 3 meses); tlp_t – taxa de juro de longo prazo (obrigações do tesouro a 10 anos); p_t – taxa de variação em cadeia do delator do PIB; q_t – taxa de variação em cadeia do PIB em volume; e foram considerados 2 desfasamentos (apurados pelo critério de Akaike). Na representação do VAR:

$$Y_t = \gamma_0 + \sum_{k=1}^p \gamma_k \cdot Y_{t-k} + \xi_t$$

γ_k é o vetor de coeficientes. O vetor de erros $\xi_t \sim N(0, \Omega)$ e a matriz variância-covariância dos resíduos Ω caracterizam as propriedades estatísticas conjuntas das perturbações contemporâneas macroeconômicas que afetam a dinâmica da dívida.

Para a análise de funções de resposta a impulso foi usada uma decomposição de *Choleski* (com as variáveis ordenadas tal como foram apresentadas). Os resíduos do VAR foram testados para a normalidade usando o teste de *Jarque-Bera*, não tendo sido rejeitada a hipótese nula de distribuição normal conjunta para um nível de significância de 5%. O modelo foi simulado para o período 2023q3 – 2037Q4, gerando 5000 replicações (cenários) e as variáveis foram posteriormente anualizadas.

Para a ligação entre a política orçamental e os cenários macroeconómicos foi usada uma função de resposta orçamental (ver a metodologia geral na Caixa 4 do relatório [Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas](#) de 2021). A função de resposta orçamental descreve a resposta média do saldo primário após controlar pelo ciclo económico e o rácio da dívida pública no PIB do período anterior. A sua especificação genérica é dada por:

$$sp_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot b_{t-1} + \alpha_2 \cdot hp_t + \beta \cdot \mathbf{X}_t + \epsilon_t, \quad t = 1, \dots, T$$

em que sp_t trata-se do saldo primário ajustado de medidas *one-off* em rácio do PIB em t ; b_{t-1} representa o rácio da dívida pública sobre o PIB em $t-1$; hp_t é o hiato do produto em t (calculado dentro do algoritmo com recurso a um filtro HP); e \mathbf{X}_t trata-se de um vetor de variáveis de controlo. A função de reação orçamental foi estimada com dados anuais (1995-2022) usando o método dos mínimos quadrados e o estimador *Newey-West*. Apesar da escassez de observações, qualitativamente os sinais dos coeficientes e a sua magnitude ajustada não diferem substancialmente dos apurados com recurso a dados trimestrais.

Para cada um dos 5000 choques simulados no VAR e anualizados, a trajetória da dívida correspondente é calculada recursivamente usando a função de reação orçamental e a identidade da dívida dada por:

$$b_t = \frac{(1 + iir_t)}{(1 + g_t) \cdot (1 + p_t)} \cdot b_{t-1} - sp_t$$

em que iir_t é a taxa de juro implícita da dívida, obtida através da seguinte expressão:

$$iir_t = \left(1 - \frac{1}{9,4}\right) \cdot iir_{t-1} + \frac{1}{9,4} (0,93 \cdot tlp_t + 0,07 \cdot tcp_t)$$

sendo 9,4 anos a maturidade média estimada no *stock* da dívida pública, usado para apurar o efeito do *roll-over* da dívida na taxa de juro implícita, e 93% trata-se do peso da dívida de longo prazo nas novas emissões.

Obtêm-se assim as distribuições probabilísticas de trajetórias da dívida. Essas distribuições podem ser caracterizadas pelo cálculo de, por exemplo, decis ou percentis (vários momentos da distribuição empírica) e através de gráficos como os *fan-charts*.

Por fim, deve-se salientar que, ao contrário da análise determinística da sustentabilidade da dívida, a SDSA não é ancorada num cenário central ou *baseline*, nem assume políticas invariantes. Por um lado, as dinâmicas macroeconómicas simuladas dependem de tendências estatísticas passadas capturadas pelo modelo VAR e, por outro lado, a função de reação orçamental tem implícita a resposta do saldo primário ao *stock* da dívida e ao ciclo económico de acordo com uma relação (passada) estimada, *i.e.*, a política orçamental passada.

6. ANEXOS

6.1 Heat map: evolução das variáveis para Portugal e respetivos limiares para as economias desenvolvidas



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

6.2 Referências

- AEA (2019). "The sustainability transition in Europe in an age of demographic and technological change. An exploration of implications for fiscal and financial strategies." *European Environment Agency*, Report No. 23/2019.
- Aguiar-Conraria, L., P. Bação, I. H. Correia, J. A. Ferreira, R. Reis, J. Tavares, M. Valério, e J. Varejão (2023). "Crises na Economia Portuguesa de 1910 a 2022.", *Fundação Francisco Manuel dos Santos*, novembro de 2023.
- Ahmed, H., S. Mahmood e H. Shadmani (2022). "Defense and Non-defense vs Debt: How does defense and non-defense government spending impact the dynamics of federal government debt in the United States?". *Journal of Government and Economics*, volume 7, 100050, ISSN 2667-3193.
- Alcidi, C., e D. Gros (2019). "Public debt and the risk premium: A dangerous doom loop." *CEPS Policy Insights*, No. 2019-06.
- Ardagna, S. (2004). "Fiscal stabilizations: When do they work and why." *European Economic Review*, 48(5), 1047-1074.
- Ardagna, S., F. Caselli, e T. Lane (2007). "Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries." *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 7(1).
- Badarau, C., F. Huart, e I. Sangaré (2014). "Sovereign Risk Premium and Divergent Fiscal Policies in a Monetary Union". *Revue d'économie politique*, 2014/6, 124, 867-898.
- Balassone, F., & Franco, D. (2000). [Assessing Fiscal Sustainability: a review of methods with a view to EMU](#) (pp. 21–60). *Banca D'Italia*.
- 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.
- Becker, J. (2021). "Military Spending Composition and Economic Growth." *Defence and Peace Economics* 34(6):1-13.
- Bezzeghoud, M., J. F. Borges, e B. Caldeira, (2012). "Fontes sísmicas ao longo da fronteira de placas tectónicas entre os Açores e a Argélia: um modelo sismotectónico." in Dias, R., A. Araújo, P. Terrinha, e J. C. Kullberg, "Geologia de Portugal, vol. 2", *Escolar Editora*, ISBN: 978-972-592-364-1,747-790.
- 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.

Bodnár, K., e C. Nerlich (2022). "The Macroeconomic and Fiscal Impact of Population Ageing." *ECB Occasional Paper*, No. 2022/296.

Bouabdallah, O., C. Checherita-Westphal, T. Warmedinger, R. di Stefani, F. Druidi, R. Setzer, e A. Westphal (2017). "Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework." *ECB Occasional Paper Series*, No. 185.

Cardoso, J. L. (2007). "Pombal, o terramoto e a política de regulação económica." in Araújo, A. C., J. L. Cardoso, N. G. Monteiro, W. Rossa e J. V. Serrão, "O Terramoto de 1755: Impactos históricos", *Livros Horizonte*, 2.ª Edição, 165-181.

Carter, J., H. L. Ondercin, e G. Palmer (2021). "Guns, Butter, and Growth: The Consequences of Military Spending Reconsidered." *Political Research Quarterly*, 74(1), 148-165.

Celasun, O., X. Debrun, e J. Ostry (2007). "Primary Surplus Behavior and Risks to Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries: A 'Fan-Chart' Approach." *IMF Staff Papers*, 53(3), 401-425.

Churchill, S. e S. Yew (2018). "The effect of military expenditure on growth: an empirical synthesis". *Monash University*, ISSN 1441-5429.

Comissão Europeia (2018). "Quarterly Report on the Euro Area." 17(4), Capítulo I.

Comissão Europeia (2021a). "Quarterly Report on the Euro Area." 20(4), Capítulo IV.

Comissão Europeia (2021b). "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*, 61-80.

Comissão Europeia (2023). "Debt Sustainability Monitor 2022." *Institutional Paper 199*, abril 2023, Bruxelas.

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

Conselho das Finanças Públicas (2021). "Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas 2021." *Conselho das Finanças Públicas*, Relatório n.º 10/2021.

Conselho das Finanças Públicas (2023). "Análise da Proposta de Orçamento do Estado para 2024." *Conselho das Finanças Públicas*, Relatório n.º 10/2023.

Crowe, D., J. Haas, V. Millot, L. Rawdanowicz, e S. Turban (2022). "Population ageing and government revenue: Expected trends and policy considerations to boost revenue." *OECD Economics Department Working Papers 1737*, OECD Publishing, Paris.

De Grauwe, P., e Y. Ji (2012), 'Mispricing of sovereign risk and multiple equilibria in the eurozone.' *CEPS working document*, No. 361.

Debrun, X., M. Jarmuzek, e A. Shabunina (2020). "Public debt: Safe at any speed?", *NBB Economic Review*, setembro 2020.

Dimitraki O. e Kartsaklas A. (2017). "Sovereign debt, deficits and defence spending: the case of Greece". *Defence and Peace Economics*, 29 (6), pp.712-727.

Douch, M. e B. Solomon (2014). "Middle Powers and The Demand for Military Expenditures." *Defence and Peace Economics*, 2014, vol. 25, issue 6, 605-618.

Douch, M. e S. Binyam (2017). "Demand for Military Spending: The case of the MENA Region" *Peace Economics, Peace Science and Public Policy, De Gruyter GmbH*, vol. 24, No. 3 (2018): pp. 1-12.

Engen, E. M., e R. G. Hubbard (2004). "Federal Government Debt and Interest Rates". *American Enterprise Institute*, Working Paper No. 105, Washington DC.

Haugh, D., P. Ollivaud, e D. Turner (2009). "What Drives Sovereign Risk Premiums?: An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 718, OECD Publishing, Paris.

Instituto Nacional de Estatística (2023a). "Contas Nacionais Anuais (Base 2016) 2021 (final) e 2022 (provisório)." Informação à comunicação social, 22 de setembro de 2023.

Instituto Nacional de Estatística (2023b). "Impostos e taxas com relevância ambiental 2022." Informação à comunicação social, 9 de outubro de 2023.

Kollias, C. e G. Manolas (2004). "Defence expenditure and economic growth in the European Union." *Journal of Policy Modeling* 26(5):553-569.

Lagoa, S.C., E. R. Leão, e D. P. Bhimjee (2022). "Dynamics of the public-debt-to-gdp ratio: can it explain the risk premium of treasury bonds?." *Empirica*, 49, 1089–1122.

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.

Marujo, E., N. Gonçalves, e R. Dias (2022). "Alterações climáticas: riscos e desafios macro-orçamentais." *Conselho das Finanças Públicas*, Publicação Ocasional n.º 03/2022.

Mauro, P., e J. Zhou (2020). " $r-g < 0$: Can We Sleep More Soundly?." *International Monetary Fund*, Working Paper 20/52.

Medeiros, J. (2012). "Stochastic debt simulation using VAR models and a panel fiscal reaction function: results for a selected number of countries.", *European Economy*, Economic Papers, No. 459.

Mendes, J. M., e S. Freiria (2012). "O Risco de Tsunami em Portugal – Percepções e práticas." *Universidade de Coimbra, Centro de Estudos Sociais, Observatório do Risco*, Relatório elaborado para o Grupo de Trabalho de Investigação, Monitorização e Alerta Precoce de Tsunamis (GT – IMAT), e para o Comité Português para a Comissão Oceanográfica Intergovernamental (CP-COI), setembro de 2012.

Moretti, E., C. Steinwender e J. Van Reenen (2021). "The Intellectual Spoils of War? Defense R&D, Productivity and International Spillovers." *University of California at Berkeley, NBER and CEPR*.

Mylonidis, N. (2008). "Revisiting The Nexus Between Military Spending And Growth In The European Union." *Defence and Peace Economics, Taylor & Francis Journals*, vol. 19(4), pages 265-272.

Neves, M. C., J. Cabral, P. M. Figueiredo, D. Sandwell, T. K. Rockwell, e K. Luttrell (2014). "Sismicidade desencadeada em Portugal Continental por flexão litosférica associada a subida eustática do nível do mar." in "Comunicações Geológicas", 101, Especial II, 913.017, *Laboratório Nacional de Geologia e Energia (LNEC)*, 2014.

Nikolaïdou, E. (2008). "The demand for Military expenditure: Evidence from the EU15 (1961–2005), *Defence and Peace Economics*, 19:4, 273-292.

Nikolaïdou, E. (2016). "The role of military expenditure and arms imports in the Greek debt crisis." *The Economics of Peace and Security Journal* 11(1).

OBR (2014), "Output gap measurement: judgement and uncertainty, July 2014", *Office for Budget Responsibility*, Working paper No.5.

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

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

OCDE (2020), "[OECD Best Practices for Managing Fiscal Risks: Lessons from case studies of selected OECD countries and next steps post COVID-19.](#)", *OCDE*, GOV/PGC/SBO(2020)6.

Oliveira, C. S., A. Costa, E. Coelho, P. T. Costa, R. Bairrão, M. Lopes, e R. C. Gomes (2012). "A segurança sísmica na reabilitação de edifícios.", *Direção da Sociedade Portuguesa de Engenharia Sísmica (SPES)*, Revista Pedra e Cal, 53, julho-dezembro 2012.

Paleologou, S., (2013). "A dynamic panel data model for analyzing the relationship between military expenditure and government debt in the EU." *Defence and Peace Economics*, 24:5, 419-428.

Pereira, A. S. (2009). "The Opportunity of a Disaster: The Economic Impact of the 1755 Lisbon Earthquake." *The Journal of Economic History*, 69(2), 466–499.

Peri, G. "The effect of immigration on productivity: evidence from U.S. states." *The Review of Economics and Statistics*, 94(1), 348–358.

Quintos, C. E. (1995). Sustainability of the Deficit Process with Structural Shifts. *Journal of Business and Economic Statistics*, 13(4), 409–417.

Sotto-Mayor, M. L. (2006), "Risco Sísmico em Portugal Continental." Dissertação elaborada no Laboratório Nacional de Engenharia Civil para obtenção do Grau de Doutor em Engenharia do Território pela Universidade Técnica de Lisboa no âmbito do

protocolo de cooperação entre o IST e o LNEC, *Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior Técnico*.

St. Aubyn, M. (2017). “Os bons resultados da disciplina orçamental não anulam o risco representado pela dívida pública” in “O Estado da Nação e as Políticas Públicas 2019: Menos reformas, Melhores políticas”, 1ª edição, *IPPS-ISCTE*, 2019.

[United Nations General Assembly. \(1987\).United Nations General Assembly. \(1987\). Report of the World Commission on Environment and Development: Our common future.](#)

Woźniak, R., e Lewkowicz, J. (2023). “Can We Have More Butter and Guns Simultaneously? An Endogeneity Perspective.” *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*, 314(2), 28–46.

6.3 Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Contributos para o crescimento do PIB em volume (p.p.).....	17
Gráfico 2 – Produtividade aparente do trabalho e intensidade do capital (t.v.a., %).....	18
Gráfico 3 – Projeções para o emprego e para a população em idade ativa (15-89 anos)	18
Gráfico 4 – Rácio do investimento em % do PIB.....	19
Gráfico 5 – Crescimento potencial e hiato do produto: 1996-2037 (%).....	23
Gráfico 6 - Pirâmides populacionais (Portugal).....	28
Gráfico 7 - Taxa de fecundidade e rácio de dependência (%).....	29
Gráfico 8 – Projeções para a população em idade ativa nos cenários alternativos.....	30
Gráfico 9 – Impacto dos cenários de sensibilidade para o PIB real e emprego (2022=100)	32
Gráfico 10 – Projeções para a despesa pública associada ao envelhecimento para Portugal <i>2021 Ageing Report</i> (cenário base, em % do PIB)	35
Gráfico 11 – Índice de avaliação sobre os riscos físicos das alterações climáticas (2023)	38
Gráfico 12 – Emissões totais de GEE em toneladas de CO ₂ equivalente por habitante (2021)	39
Gráfico 13 – Despesa nacional total em proteção ambiental (% do PIB).....	43
Gráfico 14 – Despesa nacional em proteção ambiental em Portugal.....	43
Gráfico 15 – Evolução dos impostos com relevância ambiental em Portugal, em % do PIB (1995-2022).....	44
Gráfico 16 – Peso dos impostos com relevância ambiental na Europa (%PIB)	45
Gráfico 17 – Exposição a ataques cibernéticos na Europa	49
Gráfico 18 – Índice de avaliação sobre o risco sísmico (2006)	51
Gráfico 19 – Índice de avaliação sobre o risco de <i>tsunamis</i> (2023)	52
Gráfico 20 – Evolução da despesa militar (em % do PIB).....	55
Gráfico 21 – Despesa militar e em defesa (em % do PIB).....	56
Gráfico 22 – Principais categorias da despesa em defesa.....	57
Gráfico 23 – Responsabilidades Contingentes (em % do PIB)	63
Gráfico 24 – Responsabilidades associadas a garantias concedidas (em % do PIB)	64

Gráfico 25 – Evolução das contragarantias vivas do FCGM ao abrigo de linhas COVID-19 (M€).....	66
Gráfico 26 – Intervenções públicas de apoio ao sistema financeiro no período 2007-2022 (% do PIB)	69
Gráfico 27 – Indicadores do sistema bancário português quanto à qualidade creditícia dos ativos.....	69
Gráfico 28 – Responsabilidades contingentes com PPP.....	71
Gráfico 29– Dívida das empresas públicas não incluídas no sector das administrações públicas (% do PIB e % do total)	75
Gráfico 30 – Capacidade/Necessidade líquida de financiamento das AP (% do PIB)	76
Gráfico 31 – Evolução da dívida em Portugal (em % do PIB).....	77
Gráfico 32 - Stock de dívida pública e de dívida privada na área do euro (em % do PIB)	78
Gráfico 33 – Evolução da dívida e dos juros entre 2019-2022 (p.p. do PIB)	78
Gráfico 34 – Mercado de dívida portuguesa	79
Gráfico 35 – Dívida de Maastricht por sector financiador (M€ e % do total)	80
Gráfico 36 – Estrutura do financiamento do Estado	81
Gráfico 37 – Taxa de cupão das OT vivas, por data de emissão (%)	82
Gráfico 38 – Posição líquida de investimento internacional.....	85
Gráfico 39 – Dívida externa bruta.....	86
Gráfico 40 – Custo de financiamento (%)	87
Gráfico 41 – <i>Inputs</i> para a análise de sustentabilidade.....	90
Gráfico 42– Cenário base para a dívida de Maastricht (% do PIB)	91
Gráfico 43– Cenários de choque ao modelo determinístico (dívida pública em % do PIB)	93
Gráfico 44 – Cenários de choque alternativos ao saldo primário (dívida pública em % do PIB).....	94
Gráfico 45 – Projeções estocásticas para a dívida portuguesa (% do PIB).....	95

6.4 Índice de Quadros

Quadro 1 – Enquadramento macroeconómico: 2023-2037	14
Quadro 2 – Determinantes do crescimento da economia portuguesa, 1996T1-2023T2	15
Quadro 3 – Outras projeções de longo-prazo para o PIB português (t.v.a. média, %)	21
Quadro 4 – Impactos da análise de sensibilidade no cenário macroeconómico	31
Quadro 5 – Evolução da receita fiscal e contributiva: 2023-2037 (cenário base e alternativos, em % do PIB)	33
Quadro 6 – Número de países por nível de exposição a ataques cibernéticos	48
Quadro 7 – Indicadores de Passivos Contingentes.....	61
Quadro 8 – Linhas de crédito com garantias das Administrações Públicas no âmbito da resposta à COVID-19, por classe de risco (em M€, exceto quando indicado)	66
Quadro 9 – Garantias do Estado ativas (em M€)	67
Quadro 10 – Riscos de curto prazo de acordo com os <i>thresholds</i> de Baldacci <i>et al.</i> (2011a)	83

6.5 Índice de Caixas

Caixa 1 – Decomposição do crescimento da economia portuguesa desde 1996	14
Caixa 2 – <i>2021 Ageing Report</i>	35
Caixa 3 – Passivos contingentes: responsabilidades explícitas ou implícitas	62
Caixa 4 – O Impacto da crise pandémica na exposição das garantias públicas.....	65
Caixa 5 Responsabilidades contingentes das AP em relação ao sector financeiro	68
Caixa 6 – Breve descrição do modelo estocástico da dívida	96