



**RISCOS  
ORÇAMENTAIS E  
SUSTENTABILIDA  
DE DAS FINANÇAS  
PÚBLICAS  
SUMÁRIO  
EXECUTIVO**



Dezembro 2021



# SUMÁRIO EXECUTIVO

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

---

## *Projeções e riscos macroeconómicos*

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

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

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

---

### *Riscos sobre a despesa*

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

As alterações demográficas constituem um fator determinante da sustentabilidade das finanças públicas do lado da despesa. A conjugação do aumento da esperança de vida com as baixas taxas de natalidade e um menor fluxo líquido de migração acentua a tendência de envelhecimento da população, com reflexo direto na despesa pública. As despesas associadas ao envelhecimento da população, principalmente as relativas a pensões e saúde, têm apresentado um aumento contínuo ao longo do tempo, colocando desafios económicos, orçamentais e sociais. De acordo com as recentes projeções da despesa para o médio e longo prazo, publicadas no 2021 Ageing Report, serão necessários esforços adicionais em termos de finanças públicas para manter o nível de benefícios sociais concedidos atualmente. Este esforço poderá até estar subavaliado nesse exercício, uma vez que a diminuição prevista do valor futuro das pensões de velhice do sistema contributivo coloca pressões adicionais no sistema não contributivo. De facto, à medida que o valor das pensões se aproxima do valor legal mínimo estabelecido, maior o número de beneficiários que terá acesso a prestações complementares previstas no sistema não contributivo.

Importaria assim fazer uma avaliação da adequação dos benefícios futuros atribuídos pelos sistemas de pensões, incluindo os efeitos das reformas adotadas. Na evolução do sistema dever-se-á procurar assegurar uma adequada partilha de riscos entre gerações, assim como uma distribuição justa de rendimento entre a geração de idosos pensionistas e as futuras gerações, relativamente às quais as atuais projeções indicam que terão carreiras contributivas superiores e um benefício inferior. No domínio da despesa com saúde, a Comissão Europeia projeta para Portugal um aumento de 1,6 p.p. do PIB entre 2019 e 2070, o quarto maior do conjunto da União Europeia (cujo aumento médio será de 0,9 p.p. do PIB). Relativamente à despesa com cuidados continuados em Portugal deverá passar de 0,4% do PIB em 2019, para 0,8% em 2070, um aumento de 0,4 p.p. do PIB, que compara com um crescimento esperado para o conjunto da UE de 1,1 p.p. do PIB.

---

### *Responsabilidades contingentes*

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

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

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

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

---

### *Análise da sustentabilidade da dívida*

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

De acordo com a análise de sustentabilidade da dívida apresentada no presente relatório, o CFP projeta que, no cenário base, o rácio da dívida pública assuma uma trajetória descendente ao longo dos

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

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

Simulando a sensibilidade da evolução do rácio da dívida em relação a vários choques exógenos, as análises de sensibilidade apresentadas apontam para uma maior sensibilidade do rácio da dívida a choques na taxa de crescimento do PIB e no valor do saldo primário. Em ambos os casos os choques desfavoráveis conduzem a um rácio da dívida superior a 100% no final do horizonte projetado. No primeiro caso, variações reais de +1 p.p. e -1 p.p. no crescimento do PIB

implicam que a dívida se situe entre 73,6% e 111,4% do PIB, respetivamente, no final dos 15 anos de projeção, enquanto variações de +1 p.p. e -1 p.p. no saldo primário implicam que a dívida se situe entre 77,1% e 105% do PIB em 2035, respetivamente.

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