



Conselho das Finanças Públicas
Portuguese Public Finance Council

Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas

Relatório do Conselho das Finanças Públicas

n.º 08/2018

julho de 2018

O Conselho das Finanças Públicas é um órgão independente, criado pelo artigo 3.º da Lei n.º22/2011, de 20 de maio, que procedeu à 5.ª alteração da Lei de Enquadramento Orçamental (Lei n.º 91/2001, de 20 de agosto, republicada pela Lei n.º 37/2013, de 14 de junho).

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 16 de junho de 2018.

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

Índice

SUMÁRIO EXECUTIVO	7
1 APRESENTAÇÃO.....	11
2 INTRODUÇÃO.....	13
3 RISCOS ORÇAMENTAIS E SUSTENTABILIDADE	16
3.1 RISCOS: DEFINIÇÃO, CLASSIFICAÇÃO E QUANTIFICAÇÃO.....	16
3.2 RISCOS ORÇAMENTAIS E SUSTENTABILIDADE DAS FINANÇAS PÚBLICAS	17
3.3 PORQUE PRECISAMOS DE FINANÇAS PÚBLICAS SUSTENTÁVEIS?	19
4 RISCOS MACROECONÓMICOS	22
4.1 PIB POTENCIAL E OS RISCOS PARA O CRESCIMENTO NO LONGO PRAZO.....	22
4.1.1 <i>População e emprego</i>	23
4.1.2 <i>Produtividade do trabalho</i>	24
4.2 RISCOS SUBJACENTES AOS CICLOS ECONÓMICOS EM PORTUGAL	27
4.2.1 <i>Hiato do produto: 1995-2017</i>	27
4.2.2 <i>Caracterização dos ciclos económicos em Portugal desde 1977</i>	28
4.2.3 <i>Os ciclos económicos e as finanças públicas</i>	30
4.3 RISCOS ASSOCIADOS À COMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DO PIB	31
5 RISCOS SOBRE A RECEITA.....	33
5.1 DESVIOS PASSADOS NA PREVISÃO DA RECEITA.....	34
5.2 RISCOS SOBRE AS BASES FISCAIS E DE CONCENTRAÇÃO DAS RECEITAS FISCAIS NUM NÚMERO REDUZIDO DE CONTRIBUÍNTES	37
6 RISCOS SOBRE A DESPESA.....	44
6.1 EVOLUÇÃO DA DESPESA E DESVIOS NA PREVISÃO	44
6.2 RISCOS NA DESPESA SOCIAL E COM PENSÕES.....	49
6.2.1 <i>Custos do envelhecimento da população</i>	49
6.2.2 <i>Pensões</i>	52
6.3 DESPESAS COM SAÚDE E CUIDADOS CONTINUADOS	55
7 RESPONSABILIDADES CONTINGENTES.....	59
7.1 DEFINIÇÃO.....	59
7.2 RESPONSABILIDADES CONTINGENTES GERAIS.....	59
7.3 RESPONSABILIDADES EM RELAÇÃO AO SECTOR FINANCEIRO	60
7.4 GARANTIAS CONCEDIDAS, PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS E SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL ...	62

8	ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA.....	66
8.1	BREVE ENQUADRAMENTO HISTÓRICO.....	66
8.2	O QUE MUDOU DESDE A CRISE?	69
8.3	RISCOS PARA A SUSTENTABILIDADE DAS FINANÇAS PÚBLICAS.....	72
8.4	CENÁRIOS DE ANÁLISE À SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA PELO CFP.....	74
8.4.1	<i>Breve apresentação.....</i>	<i>74</i>
8.4.2	<i>Análise de sensibilidade</i>	<i>81</i>
9	OUTRAS ANÁLISES DA SUSTENTABILIDADE NO CONTEXTO DAS REGRAS EUROPEIAS	86
	REFERÊNCIAS.....	92
	LISTA DE ABREVIATURAS	94
	CÓDIGOS DOS PAÍSES	94

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Taxa de crescimento do PIB real para Portugal (t.v.).....	15
Gráfico 2 – Crescimento potencial, crescimento real e hiato do produto.....	22
Gráfico 3 – Evolução da população em Portugal (milhares de pessoas).....	23
Gráfico 4 – Taxa de participação (%).....	24
Gráfico 5 – Taxa de desemprego e NAWRU (%).....	24
Gráfico 6 – Crescimento da produtividade do trabalho e contributos.....	25
Gráfico 7 – Evolução do emprego por ramos de atividade, 1995-2016.....	25
Gráfico 8 – Crescimento da produtividade do trabalho e contributos por ramos de atividade.....	26
Gráfico 9 – Níveis de escolaridade (peso no total).....	27
Gráfico 10 – Capital por trabalhador (milhares de euros, preços de 2010).....	27
Gráfico 11 – Saldo orçamental, saldo ajustado do ciclo e hiato do produto.....	27
Gráfico 12 – PIB trimestral em volume (logaritmo), 1977-2017.....	28
Gráfico 13 – Saldo orçamental e dívida pública, 1999-2017 (em % do PIB).....	30
Gráfico 14 – Contributos para o crescimento do PIB em volume (p.p.), 1996-2017.....	31
Gráfico 15 – Variação da receita total e do PIB nominal.....	33
Gráfico 16- Receita total das AP em contabilidade nacional (em M€).....	33
Gráfico 17 – Receita fiscal e contributiva (em M€).....	34
Gráfico 18 – Carga fiscal (em % do PIB).....	34
Gráfico 19 – Ajustamento orçamental e evolução da receita, 2010-2017.....	35
Gráfico 20 – Receita Total: OE vs. Execução, 2010-2017.....	36
Gráfico 21 – Receita fiscal e contributiva: OE vs. Execução, 2010-2017.....	36
Gráfico 22 – Receita não fiscal e não contributiva: OE vs. Execução, 2010-2017.....	37
Gráfico 23 – Carga Fiscal em Portugal e na UE.....	38
Gráfico 24 – Carga fiscal sobre o trabalho (<i>tax wedge</i>) por tipo de agregado familiar: Portugal vs. UE, 2010-2017.....	39
Gráfico 25 – Tributação sobre as empresas: Portugal vs. UE, 2010-2016.....	40
Gráfico 26 – Concentração de IRS liquidado, 2010-2016.....	41
Gráfico 27 – Concentração do IRC liquidado, 2010-2016.....	42
Gráfico 28 – Gap do IVA, 2010-2015.....	43
Gráfico 29 – Variação da despesa pública total e do PIB nominal.....	44
Gráfico 30 – Peso da receita e despesa públicas no PIB.....	44
Gráfico 31 – Evolução da despesa (em % do PIB).....	45
Gráfico 32 – Evolução e composição da despesa total (t.v.h %).....	46
Gráfico 33 – Despesa primária da Administração Pública e desvios face às previsões do OE (em M€).....	48
Gráfico 34 – Taxa de fertilidade e rácio de dependência.....	50
Gráfico 35 – Pirâmides populacionais.....	51
Gráfico 36 – Evolução da produtividade e da população.....	51
Gráfico 37 – Projeções para a despesa pública associada ao envelhecimento para Portugal.....	52
Gráfico 38 – Taxa de substituição bruta (%).....	53
Gráfico 39 – Projeções para a despesa pública com pensões – cenário base e alternativos (em % do PIB).....	55
Gráfico 40 – Despesa pública em saúde.....	56
Gráfico 41 – Despesa corrente pública em saúde, PIB e rácio de dependência, Portugal.....	56
Gráfico 42 – Fatores associados à despesa em saúde.....	57
Gráfico 43 – Projeções para a despesa pública em saúde e cuidados continuados, Portugal (em % do PIB).....	58
Gráfico 44 – Responsabilidades contingentes (em % do PIB).....	60
Gráfico 45 – Impacto no défice das intervenções de apoio ao sistema financeiro (em % do PIB).....	61
Gráfico 46 – Garantias concedidas pela Administrações Públicas (<i>Government guarantees</i>).....	62
Gráfico 47 – Responsabilidades não registadas relacionadas com PPP (em % do PIB).....	64
Gráfico 48 – Encargos líquidos com PPP (em M€).....	64
Gráfico 49 – Entidades públicas não incluídas no sector das administrações públicas (em % do PIB).....	65
Gráfico 50 – Evolução da situação orçamental das Administrações Públicas em Portugal 1851-2017 (em % do PIB).....	67

Gráfico 51 - Necessidades líquidas de financiamento das AP em perspetiva de longo prazo (em % do PIB)	68
Gráfico 52 - Saldos orçamentais em Portugal (em % do PIB)	68
Gráfico 53 - Stock de dívida pública e de dívida privada na área do euro (em % do PIB)	69
Gráfico 54 - Evolução do stock de dívida pública e de dívida privada em Portugal (em % do PIB)	69
Gráfico 55 - Taxas de juro das obrigações soberanas a 10 anos (%)	70
Gráfico 56 - Emissões de Obrigações do Tesouro (em mil M€)	71
Gráfico 57 - Finanças públicas na área do euro (em % do PIB)	71
Gráfico 58 - Dívida das famílias e dos setores não financeiros em 2016 (em % do PIB)	72
Gráfico 59 - Posição líquida de investimento internacional	74
Gráfico 60 - Caracterização das variáveis exógenas do cenário de políticas invariantes do CFP	79
Gráfico 61 - Cenário de políticas invariantes do CFP e CE, dívida de Maastricht	79
Gráfico 62 - Caracterização das variáveis endógenas do cenário de políticas invariantes do CFP	80
Gráfico 63 - Análise de sensibilidade a variações no saldo primário	82
Gráfico 64 - Análise de sensibilidade a variações na taxa de juro implícita	83
Gráfico 65 - Análise de sensibilidade a variações no crescimento do PIB	84
Gráfico 66 - Análise de sensibilidade a um choque simultâneo (PIB, taxa de juro implícita e SP)	85

Índice de Quadros

Quadro 1 - Origem dos riscos orçamentais	16
Quadro 2 - Recessões em Portugal desde 1977	29
Quadro 3 - Evolução das finanças públicas nos ciclos económicos, 1999-2017	30
Quadro 4 - Evolução da despesa pública ajustada	45
Quadro 5 - Contributos para a variação da despesa com pensões	54
Quadro 6 - Cenários para projeção da despesa em saúde, pressupostos	57
Quadro 7 - Garantias concedidas	63
Quadro 8 - Fonte das variáveis exógenas	79
Quadro 9 - Fontes das variáveis endógenas	81
Quadro 10 - Pressupostos da análise da sustentabilidade das finanças públicas portuguesas pela CE	89
Quadro 11 - Pressupostos da análise da sustentabilidade das finanças públicas portuguesas pelo FMI	90

SUMÁRIO EXECUTIVO

A economia portuguesa reagiu bem à recuperação da economia europeia e internacional de 2017, o que lhe permitiu alcançar nos últimos anos resultados macroeconómicos e orçamentais melhores do que os inicialmente projetados pelas instituições nacionais e internacionais. O empenho manifestado pelos últimos Governos na prossecução do equilíbrio orçamental e na redução do endividamento público permitiu uma melhoria nas condições de financiamento da República acompanhada por uma melhoria na avaliação do risco soberano pelas agências de rating. A manutenção da trajetória de consolidação orçamental é essencial para aumentar a resiliência da economia portuguesa face a choques provenientes de um enquadramento externo adverso, atendendo às vulnerabilidades que a economia acumulou. A gestão prudente das finanças públicas nas fases favoráveis do ciclo económico e a definição de estratégias que reforcem a resiliência da economia a choques, internos ou externos, constituem a base indispensável da política orçamental e das reformas estruturais a prosseguir.

No entanto, persistem riscos orçamentais muito significativos nos diferentes níveis de análise apresentados neste Relatório sobre Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas, que dá início a uma nova série de publicações do Conselho das Finanças Públicas (CFP) que será publicada de dois em dois anos. O reconhecimento destes riscos e a tentativa de regularmente os identificar e quantificar o seu impacto são essenciais à boa gestão das finanças públicas. Só tendo em conta esses riscos se podem criar as condições para que a política orçamental possa amortecer os efeitos das flutuações económicas e assim aumentar a resiliência da economia a choques.

O CFP centrou a análise de identificação de riscos em cinco áreas: o desempenho macroeconómico, a receita e a despesa públicas, as responsabilidades contingentes e a dívida pública. Entende-se por *risco*, neste relatório, uma medida de incerteza quanto ao possível desvio relativamente ao resultado esperado de uma variável, podendo assumir um valor positivo ou negativo. Entende-se como *sustentabilidade* a capacidade de o Estado honrar os compromissos que assumiu com os cidadãos e com os credores.

Da análise conclui-se que os principais riscos subjacentes às previsões orçamentais e consequentemente à sustentabilidade das finanças públicas derivam da não concretização da trajetória de crescimento inerente ao cenário macroeconómico adotado, por via das implicações diretas no nível de receita esperado e, em menor grau, na despesa pública.

Esses riscos macroeconómicos resultam do ciclo económico e do potencial de crescimento a prazo. No tocante ao ciclo económico, apesar de a ocorrência de momentos de expansão e de contração da economia ser certa, a sua amplitude é variável e os momentos de inflexão da economia são incertos e dificilmente antecipados pelos modelos de previsão. Com base na evolução do PIB entre 1977 e 2017, verifica-se que a probabilidade de Portugal se encontrar em recessão num qualquer ano é de aproximadamente 15%. Assumindo que a probabilidade de recessão é independente em cada ano, conclui-se que a probabilidade de a economia portuguesa se encontrar em recessão num dado ponto em qualquer período de cinco anos é de aproximadamente 55%. Em média, uma recessão em Portugal “custa” 3,1%

do PIB e a economia portuguesa demora o mesmo número de trimestres a recuperar o nível anterior do PIB que a duração da recessão, com exceção para as duas últimas recessões. No que diz respeito à recessão durante a crise financeira global de 2008, é expectável que a economia portuguesa recupere o nível do PIB real pré-crise durante o ano de 2018.

No longo prazo e na ausência de choques sobre a economia, o crescimento da atividade económica resulta da evolução do produto potencial. Este é um conceito não observado nas estatísticas que está associado à oferta agregada da economia. O seu nível e evolução depende do *stock* de capital, da força de trabalho e da evolução da produtividade total desses fatores (capital e trabalho). A evolução demográfica representa, por isso, um dos desenvolvimentos estruturais mais importantes de um país. O crescimento da população permite aumentar o potencial da economia e, em condições normais, evolui de forma lenta e previsível. As projeções do *Ageing Report* 2018 salientam, a este nível, um risco descendente subjacente ao crescimento potencial da economia portuguesa no médio-longo prazo. Globalmente, as projeções apontam para uma diminuição da população portuguesa entre 2015 e 2070 superior a 2,3 milhões de pessoas e a população em idade ativa (15-64 anos) apresenta uma acentuada trajetória descendente, mesmo assumindo um saldo migratório positivo.

A perspetiva para a evolução da produtividade do trabalho (resultante da combinação entre os fatores e calculada como o rácio entre o PIB real e o total de horas trabalhadas na economia) aponta para o retorno a uma taxa de crescimento de 1,4% no longo prazo (correspondendo à taxa média de crescimento no período pré-crise financeira global, 1996-2007). Esta perspetiva de crescimento sustentado da produtividade pode compensar o decréscimo da população ativa, mas acarreta elevados riscos, atendendo à elevada instabilidade das séries observadas. Salienta-se, em particular, o risco descendente de se manter o padrão de baixo crescimento da produtividade do período pós-crise (0,6% em 2008-2017; -0,2% em 2014-2017) não se concretizando o retorno para os valores pré-crise. Com efeito, o abrandamento persistente da produtividade no pós-crise tem vindo a ser observado na generalidade das economias avançadas, sendo ainda pouco clara a justificação para tal facto e incerto o regresso à tendência de longo prazo anterior. A projeção adotada no *Ageing Report* 2018 e utilizada nas projeções a longo prazo deste relatório pode por isso ser um fator de risco ao proporcionar uma expectativa exigente do ponto de vista das políticas económicas que a têm de suportar.

Portugal apresenta uma correlação significativa entre as variações da receita pública e do PIB. Esta sensibilidade às flutuações cíclicas da economia reflete a natureza de estabilizador automático da receita fiscal (e contributiva). Contudo, devido ao modo como foi gerida a função estabilizadora da política orçamental ao longo do tempo, que resultou num aumento dos défices orçamentais nos períodos de crise não suficientemente compensado por reduções equivalentes nos períodos de expansão económica, o país foi geralmente obrigado a adotar (muitas vezes de forma pró-cíclica durante o abrandamento da economia) medidas destinadas a corrigir desequilíbrio insustentáveis. Maioritariamente aplicadas do lado da receita, delas resultou o seu crescimento persistente, quer em termos absolutos quer de peso no PIB. Desta evolução resultou a subida significativa da carga fiscal, particularmente rápida no período que coincidiu com a crise financeira e das dívidas soberanas. Apenas a partir de

2014 se estabilizou a carga fiscal entre os 34 e os 35% do PIB. A dependência do aumento da carga fiscal para suprir necessidades de financiamento decorrentes de ciclos económicos constitui um risco orçamental elevado, uma vez que tende a agravar os efeitos da contração da economia.

Além disso, embora a carga fiscal em Portugal se situasse em 34,4% em 2016, abaixo dos 38,8% registados em média na UE, esta folga é apenas aparente e o país enfrenta um risco caso pretenda aumentar o esforço fiscal exigido aos agentes económicos visados. Este risco deriva do facto de alguns países concorrentes de Portugal, em particular na atração de investimento, apresentarem rácios de carga fiscal ainda mais distantes da média europeia e da percepção evidenciada pelos empresários sobre o efeito negativo da tributação sobre potenciais decisões de investimento.

Este risco orçamental é ainda agravado pelo facto de nos últimos anos se ter verificado um aumento da concentração da receita de IRS e IRC num número menor de contribuintes. Ao depender de menos contribuintes (famílias e empresas) cria-se um risco acrescido de os comportamentos individuais (idiossincráticos) poderem condicionar uma parte significativa da receita fiscal, nomeadamente através da opção por jurisdições fiscais mais favoráveis.

No que diz respeito à 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, as taxas de crescimento foram mais baixas e, de acordo com as projeções do CFP, tendem mesmo a estabilizar. As despesas com pessoal e as prestações sociais representam quase 75% da despesa primária ajustada, um peso que tem vindo a aumentar desde 1995 (ano em que representavam 66,5% desse agregado), constituindo assim o principal fator de aumento da despesa pública. Trata-se de despesas rígidas, cuja utilização para efeitos de consolidação orçamental acarreta custos políticos muito consideráveis e que são significativamente afetadas por fatores exógenos, como a demografia.

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 *Ageing Report* 2018, serão necessários esforços adicionais em termos de finanças públicas para manter o nível de benefícios sociais concedidos atualmente. No domínio da despesa com saúde, a Comissão Europeia projeta para Portugal um aumento de 2,4 p.p. do PIB entre 2016 e 2070, o segundo maior do conjunto da União Europeia.

As responsabilidades contingentes correspondem a passivos potenciais que apenas se tornam em responsabilidades efetivas caso ocorram eventos específicos. Podem resultar de compromissos formais, tais como as garantias governamentais firmadas em contrato ou as parcerias público-privadas (PPP), como resultar de responsabilidades não formalizadas que envolvem um grau importante de compromisso público, de que são exemplo as

responsabilidades assumidas por empresas públicas, ainda que classificadas fora do perímetro das administrações públicas. Em termos agregados, o total das responsabilidades contingentes em Portugal aumentou de 70,5% para 76,5% do PIB entre 2013 e 2016, ficando acima da média dos Estados-Membros da União Europeia (de 41,3% em 2016). No entanto, nos últimos três anos para os quais há dados disponíveis, observou-se uma redução em larga medida resultante da concretização como despesa efetiva das contingências associadas ao apoio ao sector financeiro.

O impacto das intervenções no sector financeiro em resultado da crise internacional foi extensivo a grande número de países desenvolvidos e, no caso da área do euro, evidenciou as fragilidades que persistiam desde a sua constituição. Neste contexto, foram especialmente relevantes as intervenções na Irlanda (21,6% do PIB em 2010), no Chipre (8,5% do PIB em 2012) e na Eslovénia (10,2% do PIB em 2013). Em Espanha, o pico dessa intervenção ascendeu a 3,6% do PIB em 2012. Em Portugal, a expressão financeira deste tipo de apoios correspondeu em termos globais a 8,6% do PIB até 2017, mas tem-se manifestado de forma mais diluída, com as principais intervenções a ocorrer no BPN (entre 2010 e 2014), BES (2014), BANIF (2013 e 2015) e CGD (2012 e 2017).

Portugal é o país da União Europeia que regista o maior peso de responsabilidades não registadas no balanço relacionadas com PPP no PIB (3,2%), estando 2,1 p.p. do PIB acima da média da União Europeia, seguido pela Eslováquia (3,1% do PIB), pela Hungria (1,7% do PIB) e pelo Reino Unido (1,5% do PIB).

Neste relatório apresenta-se uma análise de sustentabilidade da dívida para os próximos 15 anos. Trata-se de uma extensão do horizonte temporal apresentado no Relatório [Finanças Públicas: Situação e Condicionantes 2018-2022](#), publicado pelo CFP em março de 2018, que simula a sensibilidade da evolução do rácio da dívida em relação a vários choques exógenos, partindo de um cenário central que incorpora a informação detalhada para os próximos quatro anos e as tendências subjacentes ao exercício de longo prazo do *Ageing Report* 2018. Com base nessas hipóteses, a dívida pública em percentagem do PIB apresenta uma redução nos primeiros anos de projeção, que fica a dever-se sobretudo à acumulação de excedentes primários e ao efeito dinâmico favorável, com o efeito do crescimento do PIB a mais do que compensar o impacto desfavorável dos juros. Assim, a projeção aponta para uma diminuição da dívida pública dos 125,7% em 2017 para 106% do PIB em 2022. A partir de 2023 a redução é menos acentuada dada a assunção de saldos primários e taxas de crescimento do PIB inferiores, convergindo para os 94,7% do PIB em 2033. As análises de sensibilidade apresentadas apontam para uma acentuada sensibilidade do rácio da dívida a choques na taxa de crescimento do PIB e no valor do saldo primário assumido. Assim, variações reais de +1 p.p. e -1 p.p. no crescimento do PIB implicam que a dívida se situe entre 71,6% e 122% do PIB, respetivamente, no final dos 15 anos de projeção.

1 APRESENTAÇÃO

O presente Relatório dá início a uma nova série de publicações do Conselho das Finanças Públicas (CFP), com o título geral “Riscos orçamentais e sustentabilidade das Finanças Públicas”, que será publicada de dois em dois anos.

O CFP publica desde 2015 projeções de médio prazo para as principais variáveis macroeconómicas e orçamentais. Trata-se de um exercício que, não se destinando a prever a evolução dessas variáveis, procura analisar a sua evolução provável na hipótese de manutenção das políticas em vigor ou anunciadas com grau de detalhe suficiente para estimar o seu impacto. Estas projeções constituem, assim, um elemento de avaliação do efeito dessas políticas sobre a estabilidade a médio prazo da economia e das finanças públicas e uma base para as alterações a introduzir. Neste relatório alarga-se o horizonte dessa análise com vista a avaliar os impactos sobre a sustentabilidade das finanças públicas e, em particular, da dívida pública, procedendo igualmente a uma identificação e análise mais extensiva dos fatores e dos riscos que as determinam.

Ao apresentar as suas projeções, o CFP sublinha sempre a incerteza que as caracteriza, decorrente de fatores internos e externos. Alargar o horizonte dessa análise corresponde a aumentar essa incerteza, mas implica também ter em conta tendências que não se podem ignorar, como as que decorrem da demografia, dos choques tecnológicos ou dos impactos da acumulação de ativos e passivos financeiros sobre as condições de financiamento da economia. Compreende-se, por isso, a importância de especificar os riscos, os choques e as pressões que, à luz da experiência da política orçamental em Portugal, podem desviar as variáveis orçamentais ou macroeconómicas das trajetórias esperadas, refletindo-se na sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas.

Neste contexto, entende-se por risco a probabilidade de desvio relativamente ao resultado esperado, podendo esse desvio ser positivo ou negativo. Os riscos podem assumir diferentes formas e ter origens muito diversas, internas ou externas, financeiras ou reais, económicas, políticas, demográficas e naturais. Além disso, revestem-se de graus de regularidade muito diferentes, desde os ciclos económicos cuja ocorrência é certa, embora permaneça a incerteza quanto às causas, ao momento e à intensidade das inflexões que deles decorrem. Outros aspetos com graus de regularidade distintos a considerar incluem catástrofes naturais, conflitos e tensões geopolíticas, bem como fatores como a demografia, cuja evolução – embora previsível – é normalmente lenta, o que leva a que seja ignorada nas projeções de curto/médio prazo, mas que se torna determinante no médio/longo prazo. O reconhecimento destes riscos e a tentativa de regularmente os identificar e de quantificar a probabilidade do seu impacto são essenciais à boa gestão das finanças públicas. Só tendo em conta esses riscos se criam as condições para que a política orçamental possa amortecer os efeitos das flutuações económicas e aumentar a resiliência da economia a choques.

Uma vez ultrapassados os impactos imediatos da crise financeira internacional, este relatório constitui uma primeira abordagem dos “Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas”. A experiência adquirida e a disponibilidade de informação devem permitir enriquecê-lo no futuro, em particular em relação à capacidade de analisar a evolução do

balanço do Estado, por enquanto indisponível, e o tratamento mais completo das responsabilidades contingentes, que têm neste relatório um tratamento menos aprofundado do que o exigido pela sua importância. A abrangência e a acessibilidade de informação que se estenda para além da evolução conjuntural são elementos relevantes para a qualidade da tomada de decisão e para a sua avaliação objetiva. A análise dos dados disponíveis, ainda que insuficientes, é um primeiro passo para o reconhecimento dessa importância, que este relatório procura concretizar.

Para além da apresentação do relatório, objeto deste capítulo, o documento inclui uma introdução (capítulo 2). O Capítulo 3 apresenta e justifica a definição de riscos orçamentais utilizada no documento e a forma como estes se relacionam com a sustentabilidade das finanças públicas. O capítulo 4 apresenta os riscos macroeconómicos mais relevantes e discute brevemente as formas de transmissão às finanças Públicas. No capítulo 5 procede-se a uma análise dos riscos mais relevantes sobre a receita pública, sendo o capítulo seguinte dedicado à discussão dos riscos sobre a despesa, em particular dos que resultam do envelhecimento da população. O capítulo 7 apresenta os riscos resultantes de responsabilidades contingentes que impendem sobre as contas públicas. No capítulo 8 é apresentada uma análise da sustentabilidade da dívida pública portuguesa, enquanto o nono e último capítulo resume os resultados das análises sobre o tema publicadas pela Comissão Europeia e pelo Fundo Monetário Internacional.

O CFP continua a desenvolver e aprofundar o trabalho nesta área, fulcral para a tomada de decisão em matéria de finanças públicas. Além de coligir, tratar e promover a divulgação da informação a que tem acesso, o CFP continua a trabalhar no desenvolvimento de ferramentas que permitam uma melhor fundamentação das análises e decisões. O domínio da sustentabilidade da dívida pública merece uma atenção especial a esse respeito. Nomeadamente, dentro dos recursos técnicos de que dispomos, atribuímos prioridade ao desenvolvimento de métodos de simulação estocástica para a cenarização da evolução da dívida pública que permitam ir além da abordagem determinista dos modelos aqui descritos. Ao mesmo tempo, porém, reconhecendo a relevância dos fatores institucionais e da própria história na tomada de decisão e na perceção dos riscos nesta área, pareceu-nos útil tratá-los nesta primeira abordagem ao tema.

2 INTRODUÇÃO

A economia portuguesa reagiu bem à recuperação da economia europeia e internacional de 2017, o que lhe permitiu alcançar resultados macroeconómicos e orçamentais melhores que os projetados pelas instituições nacionais e internacionais. O empenho manifestado pelo Governo na prossecução do equilíbrio orçamental e na redução do endividamento público permitiu uma melhoria nas condições de financiamento da República acompanhada por uma melhoria na avaliação do risco soberano por duas das principais agências de *rating*. A manutenção dessa trajetória de consolidação orçamental é essencial para aumentar a resiliência da economia portuguesa face a choques provenientes de um enquadramento externo adverso, atendendo às vulnerabilidades que a economia acumulou. Com efeito, a economia mantém um elevado grau de endividamento público e privado, o que não só agrava o impacto de qualquer evolução macroeconómica menos favorável, como exige grande rigor e prudência no uso da capacidade financeira de que possa dispor. De facto, não obstante o importante ajustamento realizado nesta década e a desaceleração dos rácios de endividamento observada desde 2013, em março de 2018 o endividamento do sector privado superava os 200% do PIB, enquanto o do sector público (incluindo a totalidade das empresas públicas) ultrapassava os 160% e o total do endividamento do sector não financeiro financiado pelo exterior atingia 102% do PIB.

Estes indicadores apontam claramente para a necessidade de políticas que permitam reduzir o impacto dos riscos negativos a que a economia está exposta e, ao mesmo tempo, potenciar os impactos positivos. A gestão prudente das finanças públicas nas fases favoráveis do ciclo económico e a definição de estratégias que reforcem a resiliência da economia a choques, internos ou externos, constituem a base indispensável dessas políticas. Construir essa base supõe criar e continuamente aperfeiçoar um sistema de avaliação desses riscos, partindo da informação disponível internacionalmente e aprofundando-a e completando-a no que respeita às suas implicações sobre a economia portuguesa. Este relatório é um contributo nesse sentido.

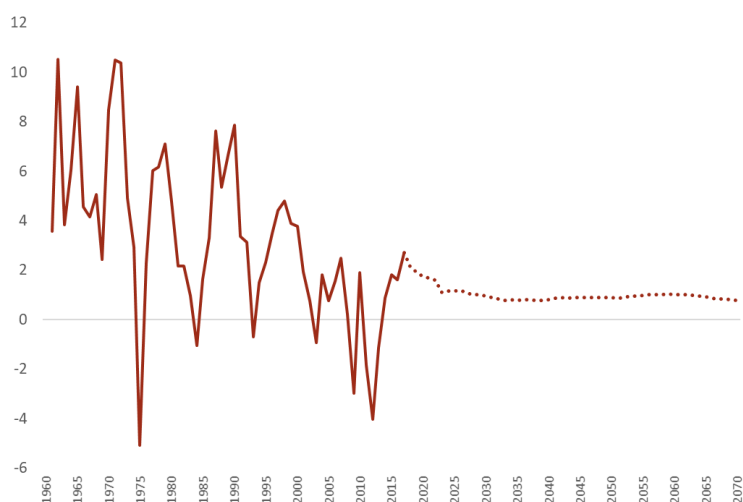
Os principais riscos subjacentes às previsões orçamentais derivam essencialmente da concretização da trajetória de crescimento inerente ao cenário macroeconómico, com implicações diretas no nível de receita esperado e, em menor grau, na despesa pública. Nas fases positivas do ciclo económico, ambas as componentes contribuem para a redução do défice orçamental, um contributo que, todavia, se inverte quando a conjuntura se torna desfavorável. Este efeito é desejável na parte que decorre da ação dos estabilizadores automáticos, que devem contribuir para atenuar o impacto de uma conjuntura recessiva. Tirar partido deste mecanismo supõe, contudo, que o Estado dispõe de capacidade de financiamento em condições vantajosas, normalmente asseguradas pela política monetária, mas também dependentes da avaliação favorável dos credores quanto à solvabilidade da economia. Esta solvabilidade estabelece a ligação entre a gestão de curto prazo e a sustentabilidade a longo prazo das finanças públicas, na medida em que a garantia de solvabilidade depende, por um lado, do nível, composição e ritmo de acumulação da dívida pública e, por outro lado, da capacidade sustentada de crescimento da economia.

Aquando da definição da política orçamental é necessário ter em consideração as possíveis pressões mais ou menos contínuas sobre as receitas e as despesas públicas e incluir mecanismos que permitam acomodar os impactos de choques futuros inevitáveis. Assim, do lado da receita, é necessário atender à evolução estrutural da economia, considerando uma diversidade de fatores, como a evolução do enquadramento tecnológico e político internacional, sem esquecer a evasão fiscal. Do lado das despesas, as pressões são múltiplas, destacando-se as subjacentes às despesas com cuidados de saúde e pensões, particularmente afetadas pelo envelhecimento da população, sendo também relevantes outras despesas ligadas à administração pública, como os gastos com pessoal, manutenção de infraestruturas, ordenamento do território e questões ambientais.

Um documento importante que analisa a evolução a longo prazo da economia portuguesa e as suas perspetivas no contexto europeu é o *Ageing Report* publicado pela Comissão Europeia. Comparando dados observados até 2017 e as projeções de longo prazo para o PIB constantes da sua versão mais recente, constata-se diferenças significativas entre o período observado – entre 1961 e 2017 – e o projetado, entre 2018 e 2070. No primeiro, de 1961 a 2017, observa-se uma evolução do PIB que reflete os choques externos e internos sobre a economia portuguesa e revela uma tendência decrescente das taxas de crescimento económico. As projeções do *Ageing Report* 2018, por seu lado, não incluem qualquer choque, sendo feitas com base num cenário de políticas constantes, com uma taxa de variação para o PIB nominal em torno dos 3%. Assim, esse relatório perspetiva um crescimento (potencial) de 1% para economia portuguesa, um valor inferior ao do crescimento médio anual entre 1961 e 2017 (ver Gráfico 1).

A observação das séries estatísticas não permite, contudo, ignorar um claro risco no que respeita à evolução cíclica da economia no longo prazo. As recessões internacionais acontecem e, embora com durações e intensidades variáveis, refletem-se na economia portuguesa, que tende a evidenciar um impacto superior ao observado nos seus parceiros comerciais. Assim, o nível do produto afetado por uma depressão cíclica não tende a recuperar integralmente na expansão cíclica que lhe sucede, acabando por diminuir o potencial de crescimento a longo prazo. Uma explicação para essa diferença é o facto de a economia portuguesa não ter criado condições para dispor de espaço para a adoção de políticas de estímulo quando uma recessão internacional se manifesta. Com efeito, Portugal tende a usar o espaço para estimular a economia nos períodos favoráveis, o que imprime uma natureza pro-cíclica às políticas económicas, traduzindo-se num grau de instabilidade que prejudica o investimento e o crescimento potencial da economia (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Taxa de crescimento do PIB real para Portugal (t.v.)



Fonte: Comissão Europeia (AMECO) (1961 a 2017); CFP (2018 a 2022); *Ageing Report 2018* (2023-2070).

A necessidade de corrigir esta tendência reforça a importância do cumprimento das obrigações europeias que Portugal assumiu quanto à redução do défice estrutural e do rácio da dívida pública. A experiência mostra a vulnerabilidade que resulta da combinação de um conjunto de fatores presentes na economia portuguesa, nomeadamente: (i) o elevado nível de endividamento público e privado financiado pelo exterior; (ii) elevado peso da tributação e da carga fiscal sobre o trabalho ¹ sobre os salários; (iii) o elevado peso das despesas públicas; (iv) o baixo crescimento potencial; (v) o reduzido nível de poupança das famílias; e (vi) a demografia desfavorável.

Desta conjugação resulta a necessidade de a definição da política orçamental e das políticas públicas que lhe estão associadas ter em conta os riscos orçamentais que as políticas adotadas devem procurar reduzir, em particular tirando partido das fases favoráveis do ciclo económico, para poder conter os impactos das fases desfavoráveis.

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

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

¹ Definida como a soma dos impostos sobre o rendimento e as contribuições sociais do empregado e empregador excluindo benefícios atribuídos à família, como percentagem dos custos totais do trabalho (soma do salário bruto e das contribuições sociais do empregador). Na literatura é usualmente referida como “tax wedge”.

3 RISCOS ORÇAMENTAIS E SUSTENTABILIDADE

3.1 RISCOS: DEFINIÇÃO, CLASSIFICAÇÃO E QUANTIFICAÇÃO.

Por risco entende-se, neste relatório, uma medida de incerteza quanto ao possível desvio relativamente ao resultado esperado de uma variável, podendo assumir um valor positivo ou negativo. Os riscos orçamentais podem fazer com que as receitas ou as despesas orçamentais se desviem das expectativas ou previsões (FMI, 2009). Estes riscos derivam de choques macroeconómicos, da não concretização dos resultados anunciados de medidas de política orçamental, de eventos inesperados ou da materialização de responsabilidades contingentes, que são obrigações condicionadas à ocorrência de eventos específicos. As responsabilidades contingentes, por sua vez, podem ser explícitas (definidas por lei ou por contrato) ou implícitas (como injeções financeiras e/ou de capital para compensar os danos causados por um desastre natural ou de apoio ao sistema financeiro, por exemplo).

Os riscos orçamentais podem ser classificados quanto à origem (resultantes da atividade governativa ou de acontecimentos exógenos), à frequência (acontecimento único ou recorrente), ao grau de correlação com outros riscos (devido ou não a uma causa comum) e à robustez dos métodos de previsão, entre outros.

Uma análise empírica recente e abrangente sobre a origem dos riscos orçamentais identificou oito grandes grupos de riscos (FMI, 2016; Bova et al, 2016), descritos no Quadro 1.

Quadro 1 - Origem dos riscos orçamentais

Tipo	Definição	Freq. (anos)	Custo (% PIB)
Choques macroeconómicos	Queda na taxa de crescimento do PIB nominal	1/12	9
Sector financeiro	Resgates de instituições financeiras	1/24	10
Casos legais	Processos legais contra os governos	raro	8
Governos subnacionais	Resgates financeiros de governos locais	raro	4
Empresas públicas	Ajuda governamental	raro	3
Empresas privadas não-financeiras	Ajuda governamental	raro	1,5
Desastres naturais	-	raro	1,5
Parcerias público-privadas	Resgate financeiro de projetos	raro	2

Fonte: Bova et al (2016). | Nota: freq.= frequência.

No que respeita à natureza dos riscos, importa considerar que os choques orçamentais tendem a ter uma elevada magnitude e um impacto negativo, uma vez que os governos revelam maior tendência a antecipar choques orçamentais positivos e incorporá-los nas previsões. Além disso, os dados históricos indicam que os diversos choques têm um elevado grau de correlação (Bova et al, 2016). Desacelerações macroeconómicas costumam ser seguidas por crises no sector financeiro, colapsos de empresas públicas, de governos subnacionais e outras responsabilidades contingentes. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), somente um terço da deterioração do rácio da dívida pública durante a crise financeira global se deveu diretamente às dinâmicas macroeconómicas, sendo os restantes dois terços uma consequência da materialização de outros riscos orçamentais (FMI, 2012).² Salienta-se ainda outra característica relevante: a não-linearidade dos efeitos dos

² International Monetary Fund, 2012, "Fiscal Accountability, Transparency and Risk" (Washington).

choques orçamentais. Os grandes choques tendem a ter consequências bastante mais severas sobre as finanças públicas do que os pequenos choques. Isto porque a rigidez orçamental implica que, no curto-prazo, não se consiga rapidamente ajustar a despesa primária, a que se soma o aumento da despesa decorrente do funcionamento dos estabilizadores automáticos, observando-se simultaneamente o agravamento da dívida em percentagem do PIB, dada a redução deste último (FMI, 2016).

De acordo com a definição de risco adotada, pode dizer-se que um risco orçamental consiste num possível desvio das projeções de médio prazo da despesa e/ou da receita e consequentemente do saldo orçamental e da dívida pública. Assim, é importante que seja feita uma correta identificação da origem e natureza dos riscos orçamentais, para que a política orçamental seja elaborada de forma a minimizar os possíveis impactos provenientes da sua materialização.

Nos documentos de política orçamental, Programa de Estabilidade (PE) e Orçamento do Estado (OE), o Governo incorpora análises de sensibilidade e identificação de riscos, através da comparação das suas previsões com as de outras entidades que realizam previsões para a economia portuguesa. Os OE e os PE incluem igualmente uma análise de sensibilidade de hipóteses externas (choques no preço do petróleo e na procura externa) e uma análise de riscos da estratégia orçamental (garantias concedidas ao sector bancário e a outras entidades, parcerias público-privadas e processos negociais em curso). Além disso, efetuam uma análise dos riscos orçamentais associados à evolução demográfica e à gestão da dívida direta do Estado (riscos de refinanciamento, de taxa de juro, de taxa de câmbio e de crédito). O [relatório do OE/2018](#) incorporou ainda uma breve análise dos riscos orçamentais relacionados com as Administrações Regionais e Locais.

Trata-se neste documento de identificar os principais riscos que a política orçamental deverá defrontar quanto às receitas e às despesas e ao impacto sobre o balanço das administrações públicas, tanto em termos de estabilidade orçamental (nos próximos cinco anos) como de sustentabilidade das finanças públicas (nos próximos 15 anos). A atenção concentra-se nos riscos negativos, não só porque a experiência indica serem os que mais frequentemente se concretizam, mas também por serem os que suscitam dificuldades.

3.2 RISCOS ORÇAMENTAIS E SUSTENTABILIDADE DAS FINANÇAS PÚBLICAS

A ideia de sustentabilidade parece ser bastante intuitiva. De uma forma geral, diz-se sustentável algo que possa ser mantido indefinidamente. Na ciência económica, a definição porventura mais abrangente de sustentabilidade será a de desenvolvimento sustentável, sendo este um desenvolvimento que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade de as gerações futuras suprirem as suas próprias necessidades. Esta definição, ainda que intuitiva, implica três tipos de julgamentos: o que são as necessidades presentes, o que são as necessidades futuras e quais são os recursos que limitam a satisfação de umas e outras. A grande maioria das discussões sobre sustentabilidade acaba por se focar na forma como se estabelecem estes julgamentos. No campo mais restrito das finanças públicas, a sustentabilidade pode ser vista, de forma também bastante intuitiva, como a capacidade de assegurar que sejam evitadas situações de insolvência das Administrações Públicas,

permitindo ao Estado honrar os compromissos que assumiu com os cidadãos e com os credores. Ou seja, que assegure a provisão de bens e serviços adequada à geração presente, sem pôr em causa a sua provisão em condições equivalentes às gerações futuras.

A discussão sobre a definição de sustentabilidade das finanças públicas tem acompanhado o próprio desenvolvimento da teoria económica.³ A forma mais comum de abordar os temas associados à sustentabilidade da política orçamental e das finanças públicas é explicitada na chamada restrição orçamental intertemporal, de onde decorre que o valor atualizado dos saldos primários futuros das Administrações Públicas (ou seja, excluindo as despesas com juros) deve ser, pelo menos, igual ao valor inicial da dívida pública. Por outras palavras, a diferença entre os valores atuais de receita e despesa pública (não contabilizando os juros da dívida) deve ser suficiente para pagar o que se deve no momento em que se avalia a sustentabilidade.

O simples facto de ser necessário ter em consideração previsões das receitas (que por simplificação podemos considerar como sendo impostos e contribuições sociais) e das despesas públicas (associadas maioritariamente à provisão de serviços públicos, às finalidades sociais e ao serviço da dívida pública) para períodos longos indica a complexidade do exercício. Antecipar o que pode ser cobrado no futuro implica prever a riqueza que a economia irá gerar e a parte dessa riqueza que pode ser apropriada pelo Estado para suportar os custos inerentes à sua atividade, os quais também têm de ser projetados. Mesmo assumindo que é possível formular de forma teórica e politicamente neutra, as “hipóteses heroicas”⁴ que os vários exercícios exigem, o nível de incerteza será sempre muito elevado e as consequências dos erros de previsão, projeção e julgamento poderão ser muito pesadas. Porém, daí não pode concluir-se da inutilidade do exercício, cujo principal mérito consiste em eliminar o mais grave dos erros de previsão: o que resulta de ignorar os impactos futuros das decisões, privilegiando apenas os seus resultados imediatos. As análises de sustentabilidade devem, por isso, constituir exercícios regularmente atualizados e transparentes quanto às hipóteses e metodologias em que assentam.

Tomemos dois exemplos de definições de sustentabilidade das finanças públicas: uma mais focada nos fluxos e outra mais focada no *stock* de dívida gerado pela política orçamental. Para o Conselho da International Public Sector Accounting Standards (IPSAS)⁵, são relevantes as seguintes dimensões da sustentabilidade das finanças públicas:

1. Capacidade orçamental: capacidade para satisfazer os compromissos financeiros assumidos, tais como o serviço e a amortização da dívida e dos créditos contraídos, numa base contínua ao longo do período a que a projeção se refere, sem aumento dos níveis de tributação.

³ Ver uma boa síntese em Balassone e Franco (2000), pp. 23 e seguintes.

⁴ “Todas requerem hipóteses heroicas sobre tendências económicas e sociais, tais como taxas de crescimento, alterações de preços e esperança de vida [All require heroic assumptions about economic and social trends, such as rates of growth, price changes, and life expectancy.]” [Schick, 2005, p. 115]

⁵ IFAC (2011).

2. Capacidade de prestação de serviços: medida em que a entidade consegue (i) manter, ao longo do período de projeção, o volume e os níveis de qualidade dos serviços que presta à data da avaliação e (ii) cumprir as obrigações que assumiu perante os beneficiários atuais e futuros.
3. Vulnerabilidade: medida em que a entidade (i) depende de fontes de financiamento fora do seu controlo, [...] e (ii) dispõe de poderes para alterar os níveis de tributação ou outras fontes de receita existentes, ou para criar novas fontes de tributação ou de receita.

Numa outra perspetiva, a sustentabilidade da dívida pública traduz-se na capacidade de pagamento do serviço da dívida acumulada a qualquer momento (Banco Central Europeu (BCE), 2012). Esta condição implica que os governos devem apresentar, simultaneamente:

1. Solvência: cumprimento da restrição orçamental intertemporal do governo, isto é, o valor atualizado dos saldos primários esperados no futuro deve ser igual ou maior que o valor atual da dívida pública;
2. Liquidez: conceito de curto-prazo relativo à capacidade do governo em manter o acesso aos mercados financeiros, assegurando o financiamento que permita realizar as amortizações de dívida contratadas (capital e juros) e que cubra eventuais necessidades adicionais decorrentes do ciclo económico.

3.3 PORQUE PRECISAMOS DE FINANÇAS PÚBLICAS SUSTENTÁVEIS?

Garantir o acesso aos mercados em condições razoáveis supõe controlar a posição orçamental, garantindo que o financiamento a que a economia recorre contribui para um crescimento suficiente para assegurar o serviço da dívida contraída. Tal coloca uma condicionante importante à política orçamental, em particular quando o *stock* de dívida acumulado é elevado e o potencial de crescimento da economia não acompanhou esse endividamento (como é o caso no nosso país).

Qualquer entidade que recorre a financiamento está sujeita a riscos, nomeadamente de nível de taxa de juro e de continuidade de acesso aos mercados. Estes podem decorrer de decisões internas, mas também de fatores de origem externa que afetem o seu enquadramento económico ou financeiro. No caso do Estado português, a capacidade de minimizar os riscos associados à economia ou aos mercados financeiros internacionais depende da qualidade do processo orçamental e da articulação entre a política orçamental e as políticas sectoriais. Assim, uma linha relevante de discussão prende-se com a forma como se pode promover o aumento sustentado e significativo da capacidade de crescimento da economia e do seu produto potencial. Aliás, tal como se advoga em BCE (2016),⁶ a contínua implementação de reformas estruturais e orçamentais que permitam aumentar o crescimento do PIB potencial no longo prazo afigura-se como um fator essencial de sustentabilidade, especialmente relevante num contexto de reduzido crescimento real e baixa inflação.

Estes são domínios em que o futuro depende da capacidade de formular políticas adequadas, perspetivadas num horizonte alargado, coerentes entre si e com as condicionantes exógenas

⁶ *Financial Stability Review*, novembro de 2016, BCE.

que a economia defronta. Em particular, as políticas nos domínios das pensões, dos cuidados de saúde e dos cuidados continuados constituem elementos chave para prevenir a emergência de pressões orçamentais insustentáveis a longo prazo. Os atuais contribuintes financiam os sistemas de pensões, saúde e cuidados continuados através do pagamento de impostos e contribuições sociais, tendo em vista não só a garantia de acesso a cuidados de saúde ou benefícios sociais no presente, mas também um nível equivalente destes serviços no futuro.

As importantes interações entre as finanças públicas e a economia que é necessário antecipar são, no entanto, de difícil quantificação. As despesas públicas com saúde e educação devem aumentar o potencial de produção e produtividade da população, mas o nível de despesa por si só não garante o resultado esperado e desejado. O investimento público deve criar condições para um crescimento da economia melhor e mais rápido, mas nem todo o investimento proporciona esse resultado. Os impostos interferem com o rendimento disponível das famílias e com o investimento das empresas, influenciando desse modo o crescimento da economia e o próprio nível de tributação esperado.

O potencial de crescimento de uma pequena economia aberta depende igualmente da capacidade de formular políticas económicas adequadas à evolução da economia global, capazes de garantir a sua competitividade de forma duradoura. Estando em causa sobretudo políticas estruturais, a sua relação com a política orçamental estabelece-se através do impacto que delas decorra para o crescimento e o endividamento externo. Mesmo que se concentre no sector privado, este influencia o prémio de risco da economia e, por essa via, os seus custos de produção e a capacidade de atrair investimento. Por seu lado, a política orçamental também influencia a competitividade, quer diretamente, por exemplo através da política fiscal, quer indiretamente, ao afetar a confiança na capacidade de financiamento da economia.

Por todas estas razões, é importante proceder a análises regulares da sustentabilidade das finanças públicas em Portugal, um país que, à semelhança de outros, tem tido dificuldade em concretizar o ajustamento orçamental e o crescimento potencial necessários de uma forma duradoura. Apesar de não existir um consenso sobre qual o nível adequado para o rácio da dívida, a persistência de rácios elevados torna as economias mais vulneráveis a choques macroeconómicos, diminuindo o espaço para políticas orçamentais contra cíclicas, e podendo ter implicações no crescimento económico, sobretudo se a dívida financiar despesas não produtivas.

Diversos estudos⁷ sugerem que os fatores necessários para a redução da dívida pública incluem ajustamentos orçamentais, medidas de promoção do crescimento económico (nomeadamente reformas estruturais) e medidas de política financeira. A literatura sugere ainda que consolidações da dívida pública aparentam ser mais bem-sucedidas quando são

⁷ Ver Nickel, C., Rother, P. and Zimmerman, L., "Major public debt reductions: lessons from the past, lessons for the future", *Working Paper Series*, No 1241, ECB, 2012; Baldacci, E., Gupta, S. and Mulas-Granados, C., "Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix", *IMF Working Paper*, WP/10/232, 2010; and Abbas, S., Akitoby, B., Andritzky, J., Berger, H., Komatsuzaki, T. and Tyson, J., "Dealing with High Debt in an Era of Low Growth", *IMF Staff Discussion Note*, SDN/13/07, September 2013.

baseadas em cortes permanentes na despesa corrente. O saldo orçamental não é, por isso, o objetivo único da política orçamental, sendo a sua composição igualmente importante quando se têm em conta objetivos de eficiência e de equidade social e intergeracional.

Fundamentalmente, uma política orçamental que contribua para o crescimento económico duradouro e que seja justa para as gerações atuais e futuras somente pode ser alcançada quando a sociedade toma consciência destes objetivos. As regras europeias⁸ são apenas instrumentos para alcançar um objetivo maior, que é a criação de condições para aumentar o potencial de desenvolvimento económico e dessa forma sustentar a melhoria do bem-estar de quantos vivam e trabalhem em Portugal agora e no futuro. O objetivo de manter os rácios da dívida em níveis prudentes, abaixo do limiar de 60% definido no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), visa somente a criação de espaço orçamental suficiente para acomodar possíveis choques macroeconómicos adversos, bem como para fazer face aos custos projetados do envelhecimento da população.

⁸ Pacto de Estabilidade e Crescimento

(http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_pt.htm).

4 RISCOS MACROECONÓMICOS

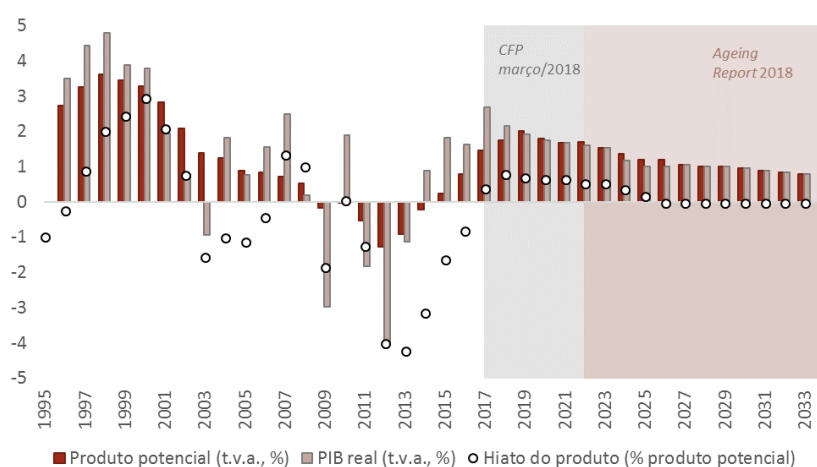
No âmbito da caracterização de riscos que foi feita na secção anterior, os desenvolvimentos macroeconómicos são identificados como fonte dos maiores e mais frequentes riscos orçamentais. A natureza dos choques económicos é diversa e a sua propagação às finanças públicas é complexa. Nesta secção, tal como já explicado, é privilegiada a análise aos riscos de natureza predominantemente descendente e com impacto no médio-longo prazo. A análise trata quer os aspetos de mais longo prazo, com enfoque no crescimento da produtividade do trabalho e do produto potencial, quer a perspetiva de médio prazo, em que se evidenciam os riscos associados aos ciclos económicos.

4.1 PIB POTENCIAL E OS RISCOS PARA O CRESCIMENTO NO LONGO PRAZO

No longo prazo e na ausência de choques sobre a economia, o crescimento da atividade económica resulta da evolução do produto potencial. Este é um conceito associado à oferta agregada da economia e o seu nível e crescimento depende do *stock* de capital, da força de trabalho e da evolução da produtividade total desses fatores (capital e trabalho). O conceito de produto potencial é determinante para projetar as despesas públicas e a receita fiscal no longo prazo. Assim, o potencial de crescimento influencia fortemente a saúde e a sustentabilidade das finanças públicas.

Contudo, o produto potencial é uma variável não observada e como tal tem de ser estimada.⁹ O grau de precisão da estimativa obtida é uma fonte de incerteza que depende, entre outros fatores, da metodologia optada. A utilização desta ferramenta exige cuidado especial, uma vez que os resultados estimados diferem segundo a fonte que os elabora e o momento em que a estimativa é produzida. Neste último ponto reside a principal fragilidade de todas metodologias, sobretudo quando aplicadas em conjunturas caracterizadas por forte instabilidade de curto/médio prazo, o que se reflete diretamente na estimativa de longo prazo.

Gráfico 2 – Crescimento potencial, crescimento real e hiato do produto



Fontes: INE, CFP e *Ageing Report* 2018 (cenário base).

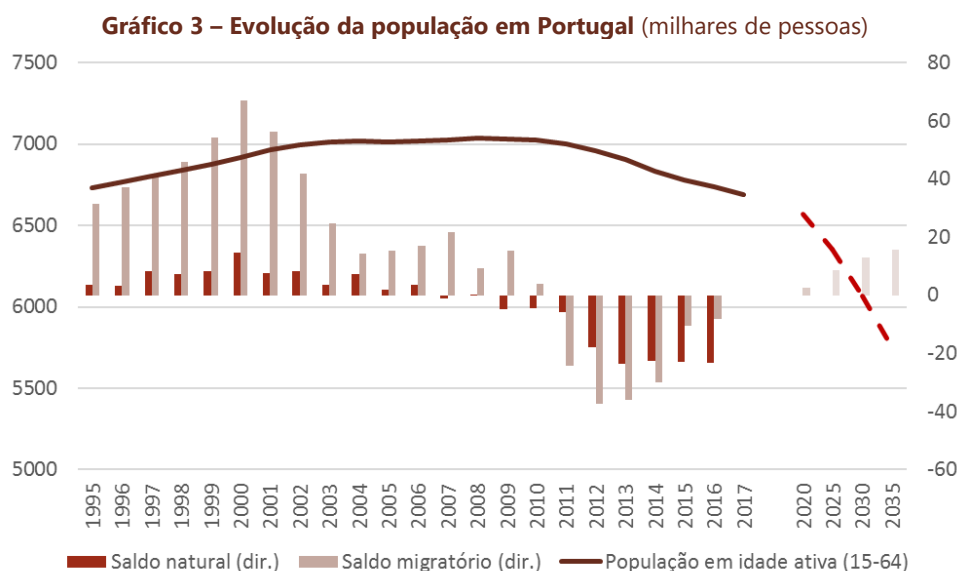
⁹ Ver Almeida e Félix (2006) para um resumo das diversas metodologias de cálculo do produto potencial.

Este Relatório faz uso da metodologia comum adotada na União Europeia para estimar o produto potencial. A metodologia comum assenta no método da função de produção. O exercício aqui apresentado prolonga para o período 2023-2033 as projeções para o produto potencial apresentadas no mais recente cenário macro-orçamental do CFP (março/2018). Foi usada uma regra de fecho gradual do hiato do produto em três anos (2023-2025) e assumida a convergência no longo prazo (2026-2033) para o crescimento potencial subjacente às hipóteses do cenário base do *Ageing Report 2018* (Comissão Europeia, 2017). O Gráfico 2 ilustra a dinâmica do produto potencial, do PIB real e consequentemente do hiato do produto no período de 1995 a 2033.

No longo prazo – assumindo que o rácio capital-produto permanece constante (uma restrição comum no método de cálculo do produto potencial usando a função de produção de Cobb-Douglas) – o dinamismo da atividade económica é determinado pelo crescimento da população e pelo crescimento da produtividade total dos fatores. Deste modo, o crescimento da produtividade é uma determinante essencial do bem-estar económico numa sociedade. Neste sentido, os riscos associados ao crescimento do produto potencial dependem da disponibilidade do fator trabalho e do *output* que cada unidade consegue produzir.

4.1.1 População e emprego

A evolução demográfica representa um dos desenvolvimentos mais estruturais de um país. O crescimento da população permite aumentar o potencial da economia e, em condições normais, evolui de forma lenta e previsível.



Fontes: Eurostat e *Ageing Report 2018* (cenário base).

As projeções do *Ageing Report 2018*, apresentadas no Gráfico 3, salientam o risco descendente subjacente ao crescimento potencial da economia portuguesa no médio-longo prazo. A população em idade ativa (15-64 anos) apresenta uma acentuada trajetória descendente, mesmo assumindo um saldo migratório positivo. Esta trajetória acompanha o movimento descendente da população total, que tem vindo a resultar da conjugação da

queda da taxa de natalidade com a ocorrência de sucessivos saldos migratórios negativos desde 2010.

Gráfico 4 – Taxa de participação (%)

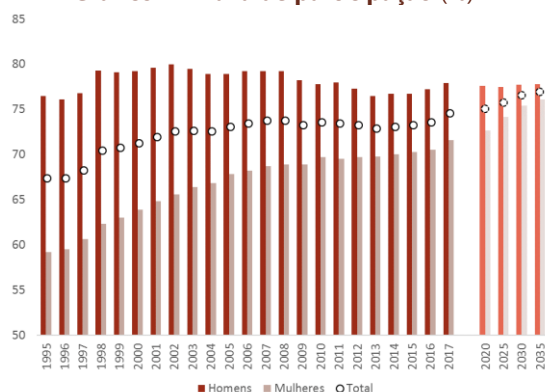
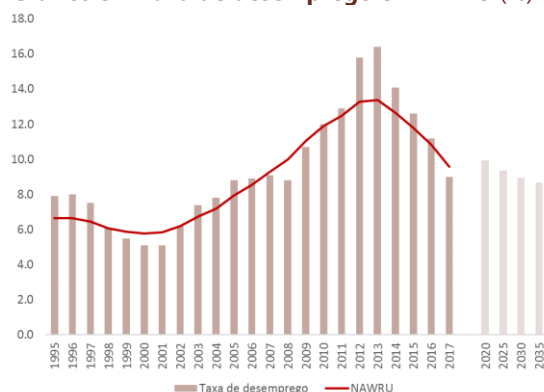


Gráfico 5 – Taxa de desemprego e NAWRU (%)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia (AMECO) e *Ageing Report* 2018 (cenário base).

Contribuem ainda para o crescimento potencial, embora de forma limitada, a taxa de participação e a taxa de desemprego de referência. A taxa de participação apresentou uma trajetória ligeiramente ascendente nos últimos anos, devendo-se essencialmente ao crescente contributo da participação das mulheres no mercado de trabalho, que compensou a relativa estabilização da participação dos homens (Gráfico 4). As projeções mais recentes apontam para a continuidade desta tendência, minimizando no longo prazo a diferença entre géneros na taxa de participação.

A taxa de desemprego de referência, representada no Gráfico 5 pela *Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment* (NAWRU), é outra condicionante da oferta de trabalho subjacente ao cálculo do produto potencial.¹⁰ Tal como o produto potencial, trata-se de uma variável latente, cujo grau de precisão da estimativa depende da metodologia utilizada. Os dados apresentados no Gráfico 5 sugerem que a NAWRU apresenta uma trajetória descendente, em linha com a taxa de desemprego, encontrando-se ainda 3 p.p. acima dos valores estimados para o início da amostra. Note-se que a recuperação do mercado de trabalho em 2017 não está incorporada nas projeções do *Ageing Report* 2018, cuja base é o ano de 2016.

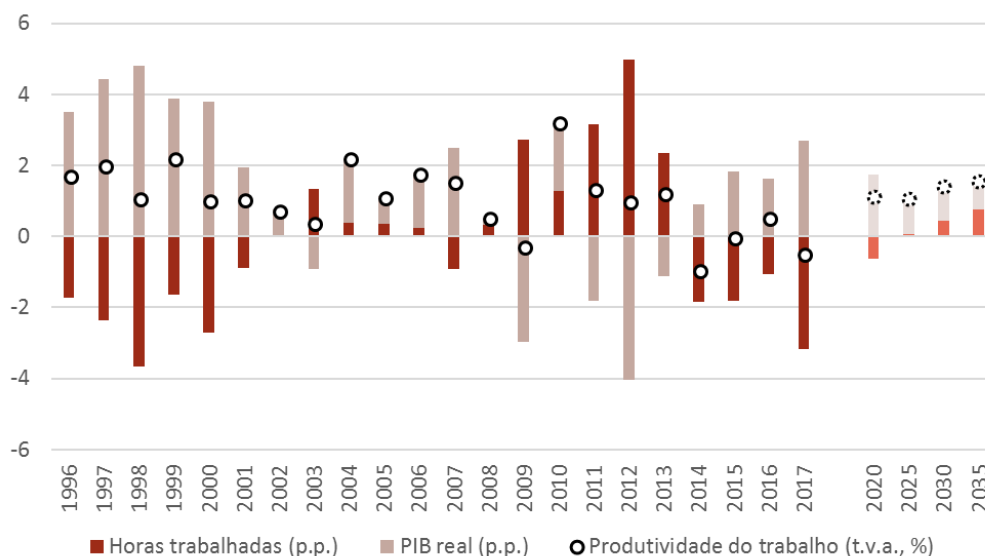
4.1.2 Produtividade do trabalho

A perspetiva para a evolução da produtividade do trabalho, calculada como o rácio entre o PIB real e o total de horas trabalhadas na economia, aponta para uma taxa de crescimento de 1,4% no longo prazo, correspondendo à taxa média que se verificou no período pré-crise financeira global, 1996-2007 (Gráfico 6). Esta perspetiva acarreta elevados riscos, atendendo à elevada instabilidade das séries observadas. Salienta-se, em particular, o risco descendente de se manter o padrão de baixo crescimento da produtividade do período pós-crise (de 0,6% em 2008-2017 e de -0,2% em 2014-2017), com implicações para o crescimento potencial e para o bem-estar económico como foi abordado na secção anterior. A acentuar o risco está o facto de a ligeira aceleração projetada do crescimento da produtividade no longo prazo se

¹⁰ Ver, por exemplo, Lendvai *et al.* (2015) para uma análise às implicações do uso de um conceito alternativo de taxa de desemprego de referência e Centeno *et al.* (2010) que apresentam uma metodologia baseada no conceito de NAIRU para Portugal.

dever essencialmente à expectativa de taxas de crescimento negativas para o total de horas trabalhadas.

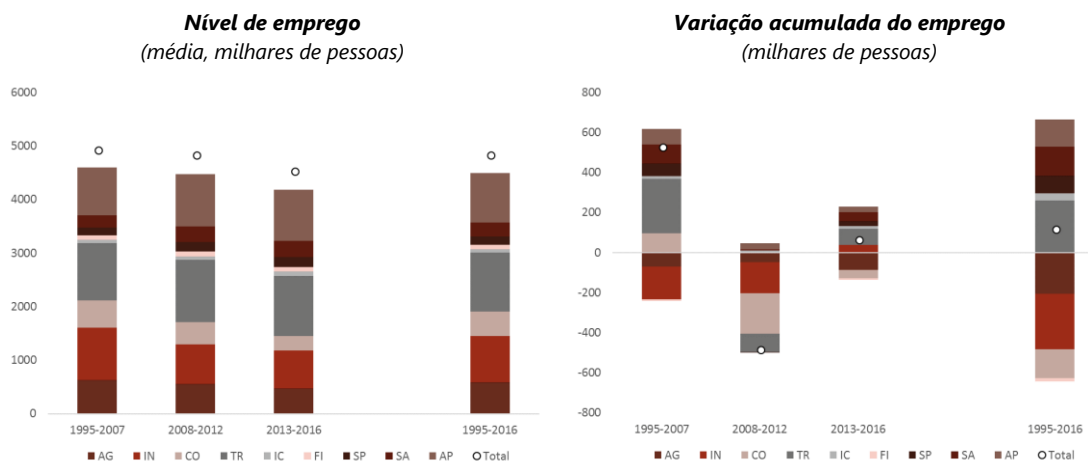
Gráfico 6 – Crescimento da produtividade do trabalho e contributos



Fontes: Eurostat, CFP e *Ageing Report* 2018 (cenário base).

O abrandamento persistente da produtividade no pós- crise tem vindo a ser observado na generalidade das economias avançadas, sendo ainda pouco clara a justificação para tal facto e incerto o regresso à tendência de longo prazo anterior. Uma parte da literatura sobre o designado *productivity puzzle* destaca o papel do sector financeiro na eficiência da afetação de recursos na economia.¹¹

Gráfico 7 – Evolução do emprego por ramos de atividade, 1995-2016



Nota: AG – Agricultura, silvicultura e pesca; IN – Indústria; CO – Construção; TR – Comércio e reparação de veículos, transportes e armazenagem, alojamento e restauração; IC – Atividades de informação e comunicação; FI – Atividades financeiras e de seguros; SP – Atividades profissionais, técnicas e científicas; SA – Atividades administrativas e dos serviços de apoio; AP – Administração pública e defesa, segurança social, educação, saúde e atividades de apoio social.

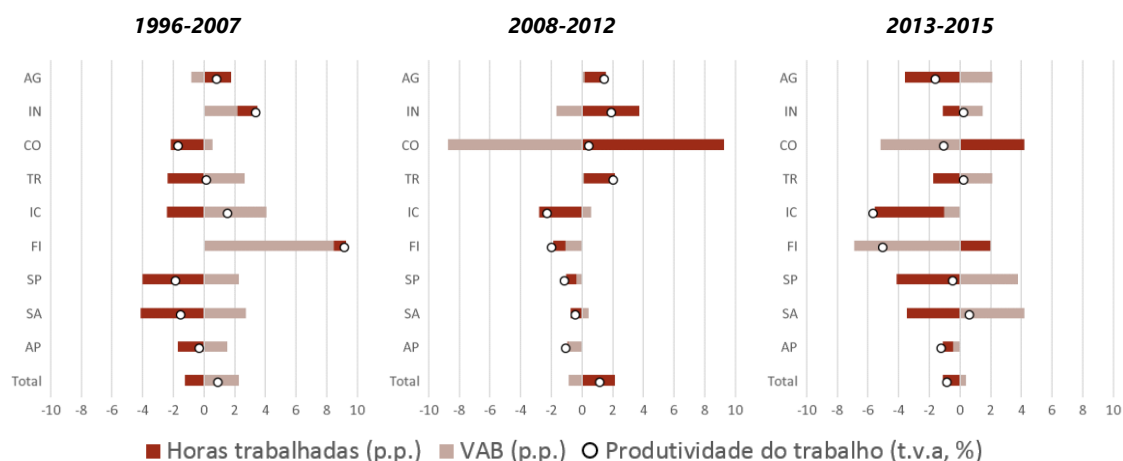
Fontes: INE e cálculos do CFP.

¹¹ Ver, por exemplo, Duval *et al.* (2017) numa aplicação para um conjunto de economias avançadas; Patterson *et al.* (2016) e Riley *et al.* (2015) com estudos para o Reino Unido.

Ao analisar graficamente a evolução do emprego nos principais ramos de atividade da economia (Gráfico 7), verifica-se que houve perdas significativas no emprego nos sectores em que se observou um maior crescimento da produtividade (IN, Indústria e FI, Atividades financeiras) e aumento do emprego nos sectores ligados ao Comércio (TR), Serviços de apoio (SA) e Administração Pública (AP), em que a produtividade é relativamente inferior (Gráfico 8).

A afetação de recursos a atividades em que a produtividade pode aumentar mais é fundamental para assegurar o crescimento no longo prazo.

Gráfico 8 – Crescimento da produtividade do trabalho e contributos por ramos de atividade

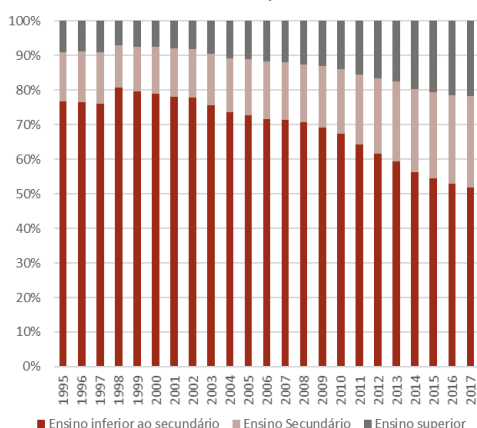


Fontes: INE e cálculos CFP. (ver nota do Gráfico 7)

Em termos genéricos, a produtividade do trabalho aumenta quando os trabalhadores têm acesso a mais e melhor capital, quando a qualidade média da força de trabalho (educação, capacidade técnica, etc.) é elevada, e quando outros fatores – como a investigação e desenvolvimento, as novas tecnologias ou, em geral, os ganhos de eficiência nos processos produtivos – melhoram a produtividade total dos fatores. Em Portugal, o baixo nível de capital por trabalhador, o ainda baixo nível médio de escolaridade (mesmo que a evolução tenha sido positiva) e as sucessivas alterações nas estratégias de qualificação ou até mesmo o que se pode designar por indefinição de uma “estratégia de competências”¹² continuam a constituir travões à dinâmica da produtividade do trabalho (Gráficos 9 e 10).

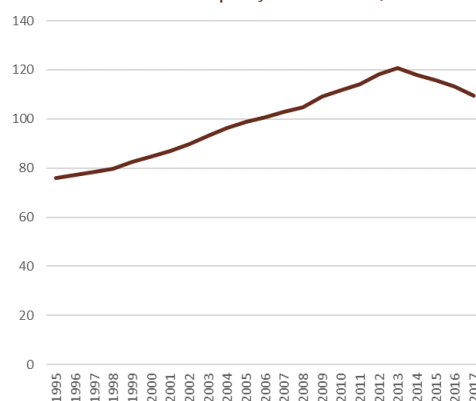
¹² Ver, por exemplo, Araújo (2017) e o sítio <http://www.oecd.org/skills/> para um enquadramento na OCDE.

Gráfico 9 – Níveis de escolaridade (peso no total)



Fonte: Eurostat.

Gráfico 10 – Capital por trabalhador (milhares de euros, preços de 2010)



Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

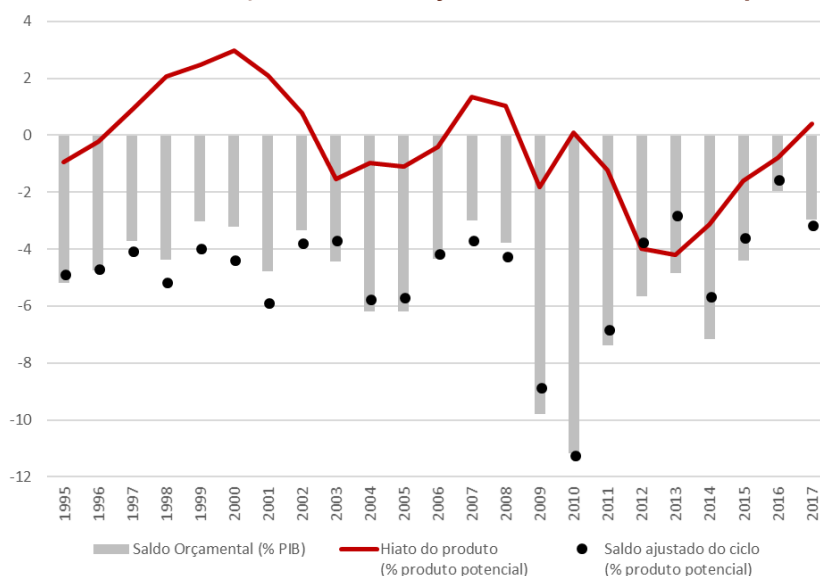
4.2 RISCOS SUBJACENTES AOS CICLOS ECONÓMICOS EM PORTUGAL

Uma parte significativa dos riscos orçamentais não decorre de factos ou fenómenos diretamente associados à política orçamental em sentido estrito, mas dos efeitos que resultam de impactos dos ciclos económicos sobre a receita e a despesa. Estes efeitos, em larga medida resultantes da conjuntura internacional, são especialmente significativos nas pequenas economias abertas como a portuguesa.

4.2.1 Hiato do produto: 1995-2017

O hiato do produto (o diferencial entre o produto real observado e o produto potencial) fornece uma indicação sobre o posicionamento da economia em termos do ciclo económico (Gráfico 11).

Gráfico 11 – Saldo orçamental, saldo ajustado do ciclo e hiato do produto



Fontes: INE, CFP e Comissão Europeia (AMECO).

A perceção da posição da economia no ciclo económico é indispensável para a definição de uma política anti-cíclica adequada, que contribua para corrigir desequilíbrios macroeconómicos e para a sustentabilidade das finanças públicas.

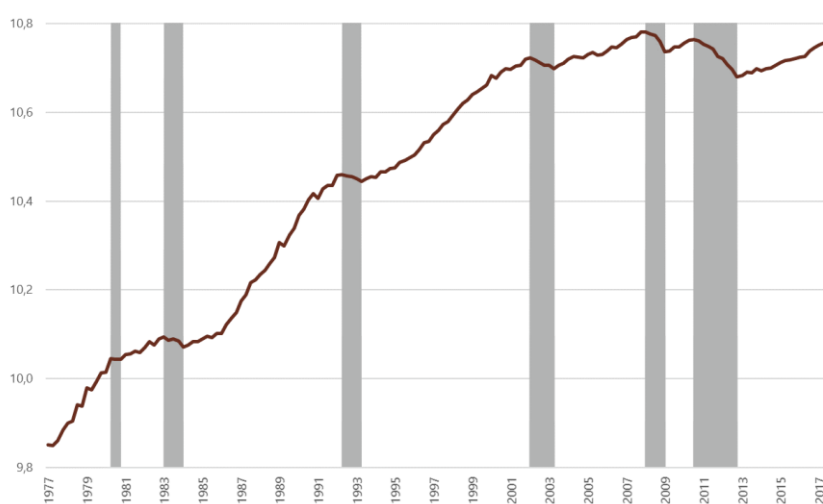
As flutuações cíclicas na evolução do PIB têm impacto direto nas finanças públicas através dos estabilizadores automáticos, que desempenham uma função permanente da política orçamental, que deve atuar ao longo de todo o ciclo económico, para atenuar a amplitude destas flutuações. Os estabilizadores automáticos atuam quer do lado da receita (reduzindo/aumentando a receita fiscal e contributiva, em particular no caso dos impostos progressivos sobre o rendimento), quer da despesa (nomeadamente por via dos encargos e das receitas associados à proteção social)¹³

Em Portugal, as estimativas apresentadas no Gráfico 11 mostram que, no período 1995-2017, o produto observado esteve entre 4,2% abaixo do potencial em 2013 e 3% acima do potencial em 2000. Neste período não se verificou qualquer saldo orçamental global positivo, tendo sido observado o valor mais baixo em 2010 (com um défice de 11,2% do PIB) e o valor mais elevado em 2016 (com um défice de 2%).

4.2.2 Caracterização dos ciclos económicos em Portugal desde 1977

Uma vez que esta secção incide sobretudo nos riscos descendentes e usando agora o conceito de ciclo económico clássico, importa analisar os períodos de recessão em Portugal.¹⁴ Os períodos de recessão são caracterizados por perda de receita fiscal devido à contração das bases fiscais, que, conjugada com o aumento da despesa com subsídios de desemprego e a maior rigidez da restante despesa, conduz à acumulação de défices orçamentais e sucessiva perda de espaço fiscal. A probabilidade de ocorrência de períodos de recessão constitui, assim, um importante risco descendente na posição das finanças públicas se não for acompanhada de uma evolução simétrica nas fases favoráveis do ciclo.

Gráfico 12 – PIB trimestral em volume (logaritmo), 1977-2017



Nota: As áreas a sombreado representam os períodos de recessão em Portugal.

Fontes: Banco de Portugal (séries longas trimestralizadas) e cálculos CFP.

¹³ O funcionamento dos estabilizadores automáticos pode ser complementado por uma política orçamental discricionária anti-cíclica (*p.e.*, investimento público).

¹⁴ Rua (2017) procede com maior detalhe à datação dos ciclos económicos em Portugal.

Usando uma abordagem semelhante à do comité de datação do *National Bureau of Economic Research* (NBER), considera-se como recessão a observação de pelo menos dois trimestres consecutivos de queda no PIB em volume. Seguindo Rua (2017), foi aplicado o algoritmo de Bry-Boschan (1971) à série do logaritmo do PIB em volume na amostra 1977-2017, em que foram identificados seis períodos de recessão (Gráfico 12). Isto implica que a probabilidade de Portugal se encontrar em recessão num qualquer ano é de aproximadamente 15% (6/41).

Usando uma distribuição binomial e assumindo que a probabilidade de recessão é independente em cada ano, conclui-se que a probabilidade de a economia portuguesa se encontrar em recessão num dado ponto em qualquer período de cinco anos é de aproximadamente 55%.¹⁵

Quadro 2 – Recessões em Portugal desde 1977

<i>Pico</i>	<i>Cava</i>	<i>N.º de trimestres consecutivos com o PIB em queda</i>	<i>Quebra no PIB do pico à cava (%)</i>	<i>N.º de trimestres para o PIB alcançar o nível pré-recessão</i>
1980 T2	1980 T4	2	0,2	1
1983 T1	1984 T1	4	2,3	5
1992 T2	1993 T2	4	1,5	4
2002 T1	2003 T2	5	2,4	4
2008 T1	2009 T1	4	4,3	-
2010 T3	2012 T4	9	8,1	20
<i>Média</i>		5	3,1	

Fontes: Banco de Portugal (séries longas trimestralizadas) e cálculos CFP.

No Quadro 2 são apresentados os seis períodos recessivos identificados. A menor recessão tem a duração de dois trimestres e a maior prolonga-se por nove, correspondendo esta última à crise da dívida soberana em Portugal. Neste caso, a magnitude da quebra no PIB está proporcionalmente relacionada com a duração das recessões. Na maior recessão registou-se uma quebra no PIB real de 8,1%.

Em média, uma recessão custa 3,1% do PIB. A duração média das recessões é de cinco trimestres, que contrasta com a duração média de vinte trimestres das expansões, traduzindo-se numa duração média do ciclo económico português de 25 trimestres. Em média a economia portuguesa demora o mesmo número de trimestres que a duração da recessão a recuperar o nível do PIB anterior à crise, com exceção para as duas últimas recessões. Espera-se que a economia portuguesa recupere o nível anterior às duas recessões mais recentes (associadas à crise financeira global e à crise da dívida soberana) apenas em 2018.

¹⁵ Estes cálculos seguem a abordagem adotada pelo *Office for Budget Responsibility* (OBR) no relatório *Fiscal Risks* de 2017. Usando a mesma metodologia, o OBR conclui que, para o Reino Unido, a probabilidade dessa economia se encontrar em recessão num dado ponto em qualquer período de cinco anos é de aproximadamente 50%.

4.2.3 Os ciclos económicos e as finanças públicas

Tipicamente as recessões são caracterizadas pela queda do rendimento em termos reais, acompanhada pela quebra do consumo privado, do investimento privado e dos preços dos ativos e pela subida da taxa de desemprego. A receita fiscal contrai-se e a despesa pública caracteristicamente aumenta em percentagem do PIB nominal.

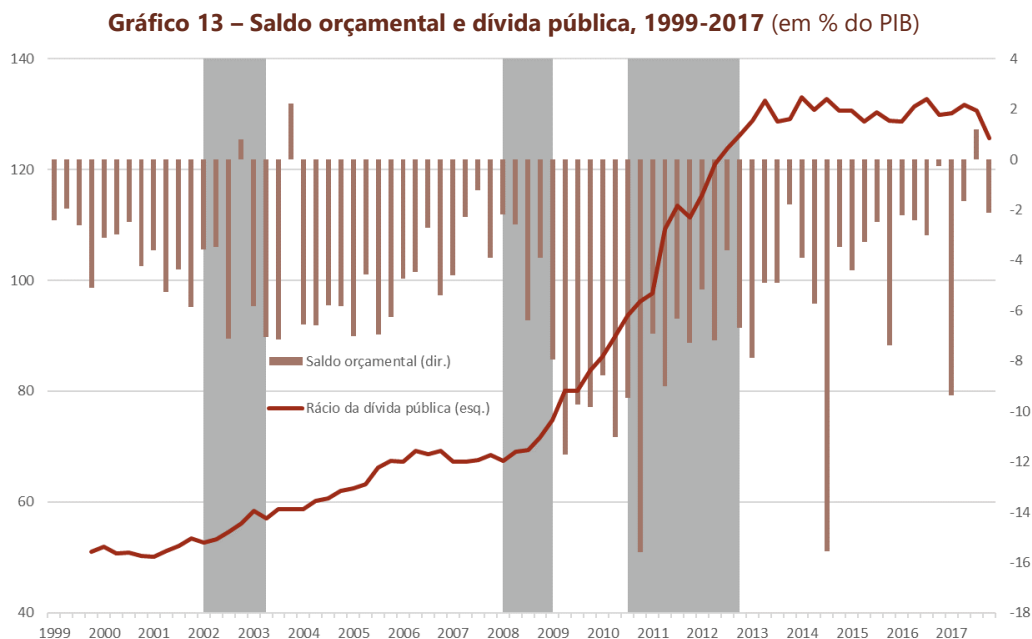
Para usar séries estatísticas trimestrais das administrações públicas em contabilidade nacional, é preciso truncar a amostra para o período 1999-2017. O Quadro 3 e o Gráfico 13 ilustram a evolução das finanças públicas nos ciclos económicos durante esse período, durante o qual o rácio da despesa apresenta uma tendência continuamente crescente, incluindo durante a fase alta do ciclo económico, com apenas uma ligeira inflexão em 2008-2009.

Quadro 3 - Evolução das finanças públicas nos ciclos económicos, 1999-2017

Ciclo económico	Fase do ciclo	Ganhos/perdas acumulados nos ciclos económicos (%)			Média dos Rácios (% PIB)					
		Receita Total	Despesa total	PIB nominal	Receita total	Despesa total	Prestações sociais	Remun. nas AP	Saldo orçamental	Dívida pública
1999 T1 2001 T4	E	17,4	27,1	19,2	39,3	42,9	11,1	13,6	-3,7	51,3
2002 T1 2003 T2	R	-2,2	6,5	2,8	39,3	43,3	12,0	14,1	-4,4	55,4
2003 T3 2007 T4	E	26,6	17,3	22,2	41,0	45,7	13,9	13,9	-4,7	64,6
2008 T1 2009 T1	R	-3,9	8,6	-3,2	40,9	45,5	14,7	13,0	-4,6	70,5
2009 T2 2010 T2	E	9,2	6,2	2,6	39,6	49,7	16,1	14,2	-10,2	84,0
2010 T3 2012 T4	R	-1,8	-8,1	-7,7	42,9	50,6	17,4	12,5	-7,7	110,8
2013 T1 2017 T4	E	12,7	0,0	17,4	43,8	48,1	17,5	11,6	-4,3	130,2

Notas: *E* denomina Expansão e *R* Recessão; foram consideradas as prestações sociais que não em espécie. Os ganhos/perdas acumulados nos ciclos económicos são relativos à própria variável.

Fontes: INE (contas nacionais trimestrais por sector institucional) e cálculos CFP.



Nota: As áreas a sombreado representam os períodos de recessão em Portugal nesta amostra.

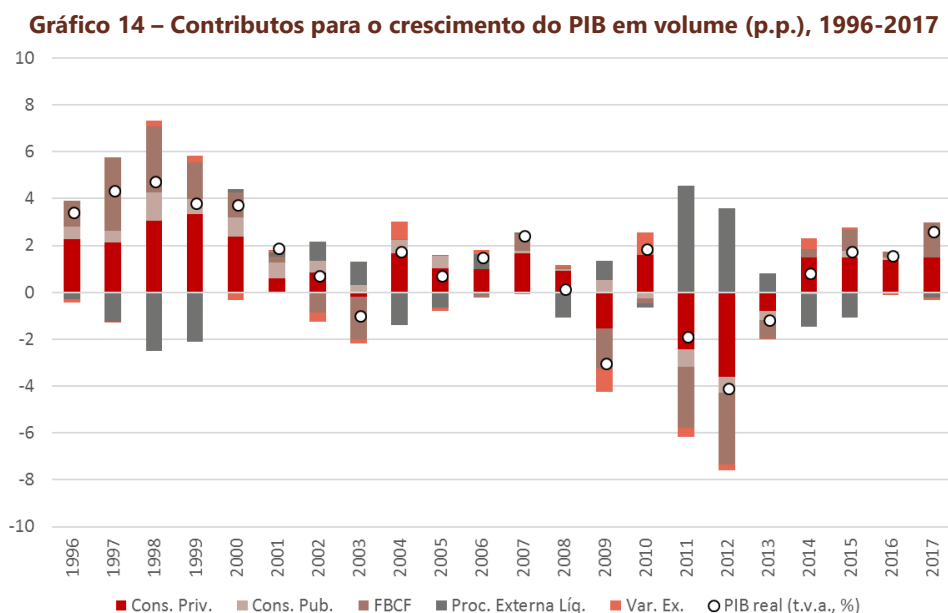
Fontes: INE (contas nacionais trimestrais por sector institucional), Banco de Portugal e cálculos CFP.

Nesta subamostra lidamos com três períodos recessivos. Em termos médios, a última recessão foi a que originou o défice orçamental mais elevado (7,7%). Foi caracterizada pelo Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), conduzindo a uma política procíclica de corte da despesa pública durante a recessão, com vista a assegurar a capacidade de financiamento externo da economia.

A gestão da função de estabilização em Portugal, através de políticas discricionárias, resultou na acumulação de défices orçamentais e num efeito permanente de aumento do rácio de dívida pública, com forte aceleração a partir da eclosão da recessão internacional em 2008 (Gráfico 13). A agravar as consequências desta postura da política orçamental, está o facto de algumas componentes mais rígidas da despesa apresentarem uma contínua trajetória ascendente em percentagem do PIB nominal, retirando espaço orçamental para fazer face a períodos de contração na economia. Nos últimos anos a trajetória foi corrigida para a despesa total, cujo rácio desceu 2,5 p.p., enquanto as prestações sociais que não em espécie, em média, estabilizaram em torno de 17,5%. A potenciação dos riscos descendentes associados aos efeitos permanentes dos ciclos económicos nas finanças públicas depende agora da evolução futura: prolongar a dinâmica contra-cíclica mais recente ou, pelo contrário, regressar ao padrão anterior.

4.3 RISCOS ASSOCIADOS À COMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DO PIB

A composição do PIB revela-se muito importante para a formação da receita fiscal, uma vez que há componentes do PIB que são mais geradoras de receita fiscal do que outras. Contudo, aquelas componentes não são necessariamente as que mais contribuem para o crescimento potencial do PIB.



Fontes: INE e cálculos CFP.

O Gráfico 14 mostra que a variável que em termos médios mais contribuiu para o crescimento do PIB em volume desagregado segundo a ótica da despesa foi o consumo privado. Esta é também a componente que mais gera receita fiscal, nomeadamente IVA e IEC. Contudo, numa pequena economia aberta, o consumo privado tem tipicamente uma elevada

componente importada,¹⁶ pelo que o seu crescimento, embora gerador de receita, tem um efeito menor sobre o crescimento do PIB e gera pressões sobre o endividamento externo da economia.

Pelo contrário, o investimento privado e as exportações líquidas são componentes pouco geradoras de receita fiscal de forma direta, mas podem ter efeitos mais importantes no crescimento da economia e na sua capacidade de financiamento, tanto no curto como nos médio e longo prazos.

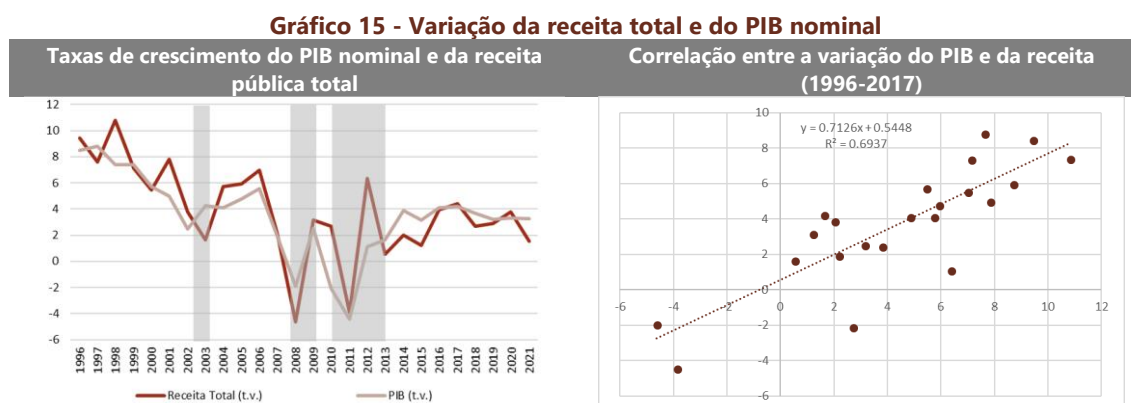
Em Portugal o contributo do investimento para o crescimento do PIB real caracterizou-se por ser insuficiente mesmo para manter o *stock* de capital da economia após a quebra do sector da construção a partir do início da década de 2000. Como já foi referido, o baixo crescimento do investimento nos últimos anos levou à redução do capital por trabalhador, contribuindo para a fraca dinâmica da produtividade do trabalho e limitando o crescimento potencial no longo prazo. O fraco crescimento do investimento impõe-se, assim, como um risco descendente, uma vez que penaliza o crescimento potencial da economia.

As exportações líquidas são uma importante componente para a geração de riqueza. Embora contribuam de forma menos direta para a receita fiscal, a sua atividade gera rendimento, sob a forma de lucros e de salários que, além de estarem sujeitos a diversos impostos, alimentam consumo e emprego, que são geradores de receita fiscal e contributiva. Além disso, as empresas exportadoras tendem a ser mais produtivas (Arnold, 2015; Wagner, 2012), pelo que o seu dinamismo se reflete no crescimento potencial da economia. O maior risco subjacente às exportações é de natureza exógena e resulta da conjuntura externa, a que uma pequena economia aberta está exposta. Como a evolução da economia e das finanças públicas portuguesas demonstra, esta é a razão fundamental que aconselha atenção à função estabilizadora da política orçamental ao longo de todo o ciclo económico, evitando a acumulação de défices orçamentais resultante do agravamento da vulnerabilidade da economia a essa conjuntura.

¹⁶ Ver a Caixa 2 “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, Boletim Económico de dezembro de 2017 do Banco de Portugal, para uma visão mais abrangente sobre os conteúdos importados da procura global em Portugal.

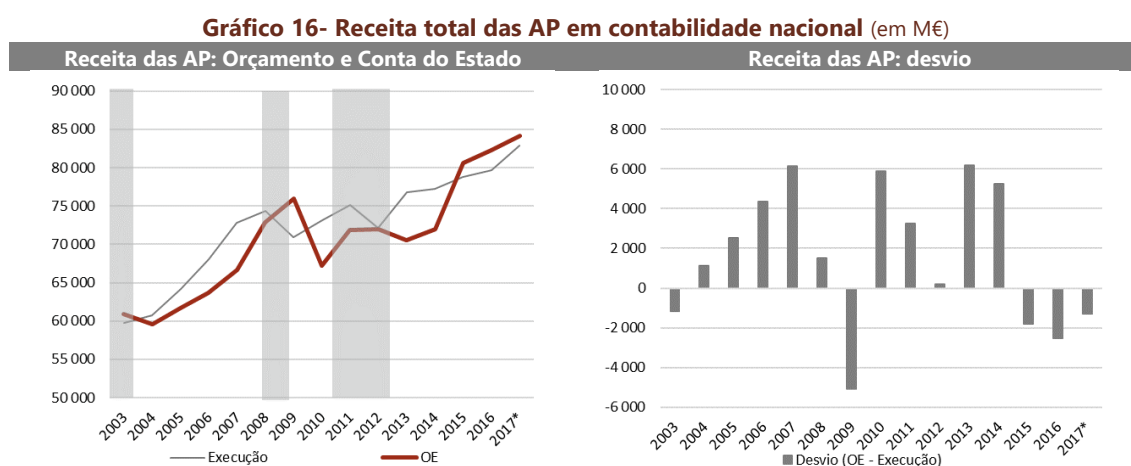
5 RISCOS SOBRE A RECEITA

Portugal apresenta uma correlação significativa entre a variação da receita pública e a variação do PIB. Esta sensibilidade às flutuações cíclicas da economia reflete a natureza de estabilizador automático da política fiscal. Contudo, em resultado do modo como foi gerida a função estabilizadora da política orçamental ao longo do tempo e perante o aumento dos défices orçamentais nos períodos de crise, o país foi geralmente obrigado a adotar medidas que, destinadas a corrigi-lo, acabam por traduzir-se no crescimento persistente da receita, quer em termos absolutos quer de peso no PIB.



Fonte: Comissão Europeia (AMECO) e INE; Cálculos CFP.

A introdução de medidas tendentes ao aumento da receita fiscal e contributiva ou de outras receitas nas fases descendentes do ciclo económico resultou da necessidade de cumprir objetivos orçamentais exigidos para assegurar a capacidade de financiamento externo da economia. Assim, nos 15 anos para os quais se dispõe de informação consistente em contas nacionais, foi geralmente possível cumprir os objetivos estabelecidos nos orçamentos anuais, mesmo nos períodos de maior contração da economia, o que conduziu, até 2014, a desvios anuais entre a previsão e a execução orçamental na maior parte de sinal positivo.

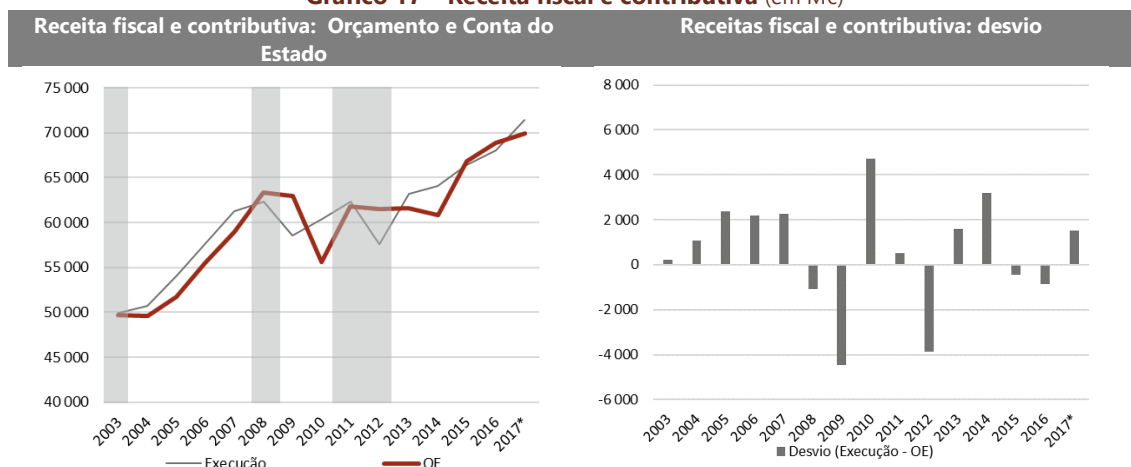


Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Considerando apenas a receita fiscal e contributiva, que depende mais diretamente dos ciclos económicos, a generalidade dos desvios observados é positiva, ou seja, o Estado arrecadou em impostos valores superiores ao previsto no momento da elaboração do OE. Além disso,

verifica-se que a correção dos desvios negativos no saldo conduziu sistematicamente a um aumento da receita, ainda que numa escala intra-anual possa ter sido compensada com outro tipo de receita não fiscal não contributiva.

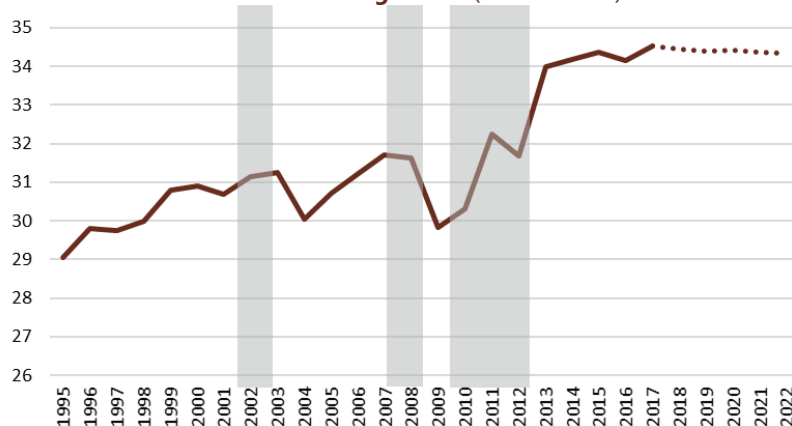
Gráfico 17 – Receita fiscal e contributiva (em M€)



Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Desta evolução resultou a subida persistente da carga fiscal, particularmente rápida no período que coincidiu com a crise financeira e das dívidas soberanas, altura após a qual estabilizou nos últimos anos entre os 34% e os 35% do PIB.

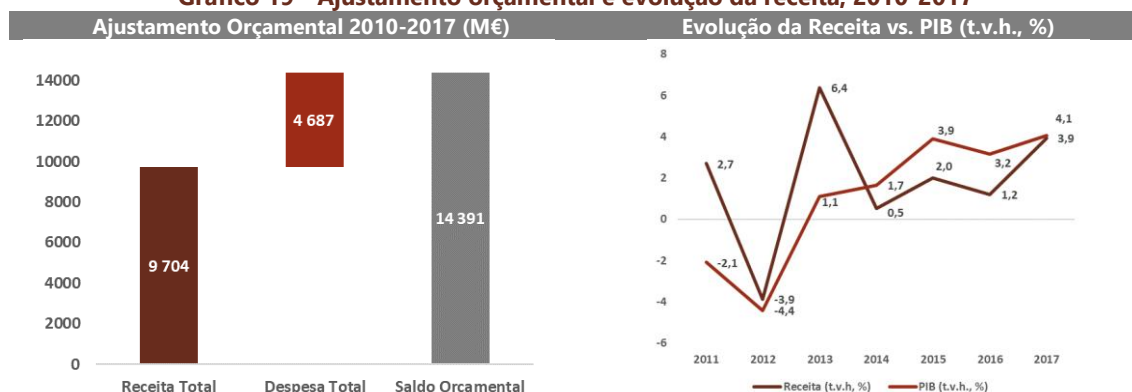
Gráfico 18 - Carga fiscal (em % do PIB)



Fonte: Comissão Europeia (AMECO) e projeções CFP.

5.1 DESVIOS PASSADOS NA PREVISÃO DA RECEITA

Entre 2010 e 2017 a receita total cresceu 9704 M€ (13,3%, correspondendo a 7,3 p.p. do PIB), dando o contributo maioritário (67,4%) para o ajustamento orçamental de 14 391 M€ ocorrido desde o início da década.

Gráfico 19 - Ajustamento orçamental e evolução da receita, 2010-2017

Fonte: INE.

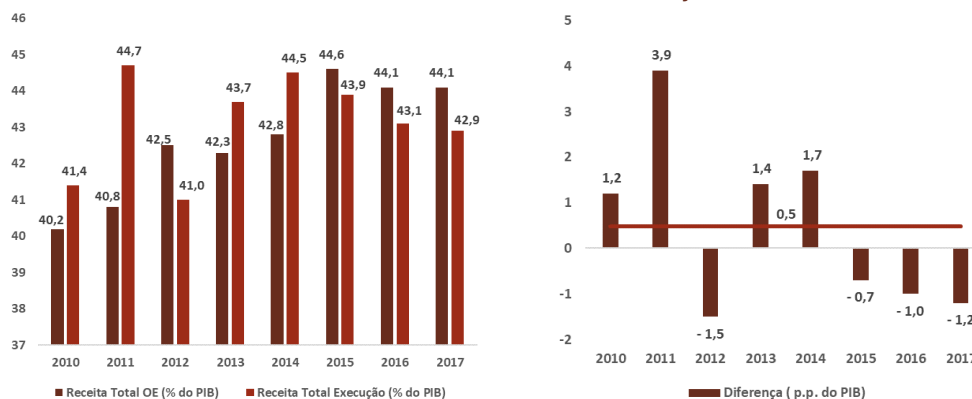
De facto, a capacidade de implementar medidas de aumento das receitas e de atingir os resultados previstos para os respetivos agregados tem mitigado os riscos de incumprimento dos objetivos orçamentais, constituindo o principal instrumento de correção dos desequilíbrios identificados ao nível do saldo das AP. Entre 2010 e 2017, as verbas inscritas para a receita total nos OE iniciais de cada ano afastaram-se, em média, 0,5 p.p. do PIB dos valores executados e apurados pelas autoridades estatísticas no primeiro apuramento da execução anual¹⁷. Este desvio médio está, contudo, influenciado pelo facto de, no período entre 2011 e 2015, terem sido adotadas medidas de política com impacto na receita, tendo, nos casos de 2011 e 2013¹⁸, contribuído para que a execução da receita excedesse o previsto no OE.

Nos três últimos anos, e já após a conclusão do PAEF, a execução da receita total tem ficado aquém do projetado nos diversos orçamentos, o que indica a existência de uma tendência de sobre orçamentação da receita não fiscal e não contributiva, em particular das vendas e da receita de capital, não obstante o desempenho macroeconómico superior ao previsto. A manter-se esta tendência, se não for compensada pela contenção da despesa ao longo do ano, o risco de incumprimento das metas orçamentais poderá acentuar-se no futuro.

¹⁷ Compara-se a previsão do OE com o primeiro apuramento da execução da receita efetuado pelas autoridades estatísticas a fim de se removerem os efeitos provenientes de revisões de séries estatísticas posteriores e que o MF não teria como incorporar na sua previsão aquando da elaboração dos OE.

¹⁸ No ano de 2011, cobrou-se uma sobretaxa de IRS que apenas foi legislada no mês de agosto e, já no final do ano, integraram-se os fundos de pensões do setor bancário na Segurança Social. Em 2013, no mês de outubro, aprovou-se um programa excecional de regularização de dívidas fiscais.

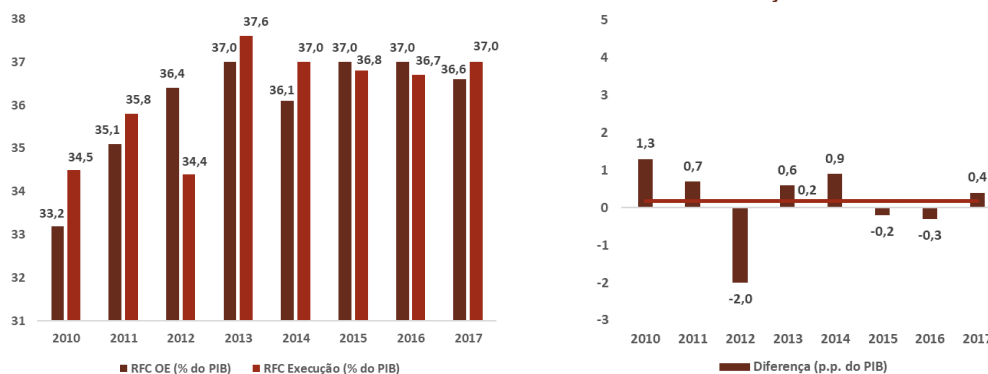
Gráfico 20 – Receita Total: OE vs. Execução, 2010-2017



Fonte: INE e Ministério das Finanças. Nota: Comparação do OE com a execução publicada na primeira nota do INE sobre a execução do respetivo ano. Excetua-se 2010 pelo facto de a primeira publicação do ano não conter o detalhe necessário. Desse modo, para 2010, usa-se a informação relativa a 2010, mas publicada aquando do encerramento da conta de 2011. A reta horizontal presente no gráfico da direita indica o desvio médio das previsões, em p.p. do PIB, ao longo dos anos considerados.

Entre 2010 e 2017, as previsões do MF relativas apenas à receita fiscal e contributiva estiveram, em média, 0,2 p.p. do PIB acima do valor efetivamente executado. As contribuições sociais e a receita fiscal são as componentes mais relevantes da receita das AP e representaram, em média, 84% do total da receita das AP entre 2010 e 2017. Em percentagem do PIB, a receita fiscal e contributiva ascendeu a 36,2%, levando, dessa forma, a um desvio médio de 0,5% face à média das previsões iniciais de receita dos diversos OE ao longo dos anos considerados. Nos últimos três anos, os desvios da receita fiscal e contributiva situaram-se em -0,03 p.p. do PIB, inferiores à média dos últimos 8 anos, refletindo uma maior precisão das previsões do MF com respeito a estas rubricas. Salvedor-se, no entanto, que, em 2016, a receita fiscal e contributiva beneficiou da existência de um programa excecional de regularização de dívidas fiscais¹⁹, não previsto no orçamento inicial, que ascendeu a 0,3% do PIB.

Gráfico 21 – Receita fiscal e contributiva: OE vs. Execução, 2010-2017

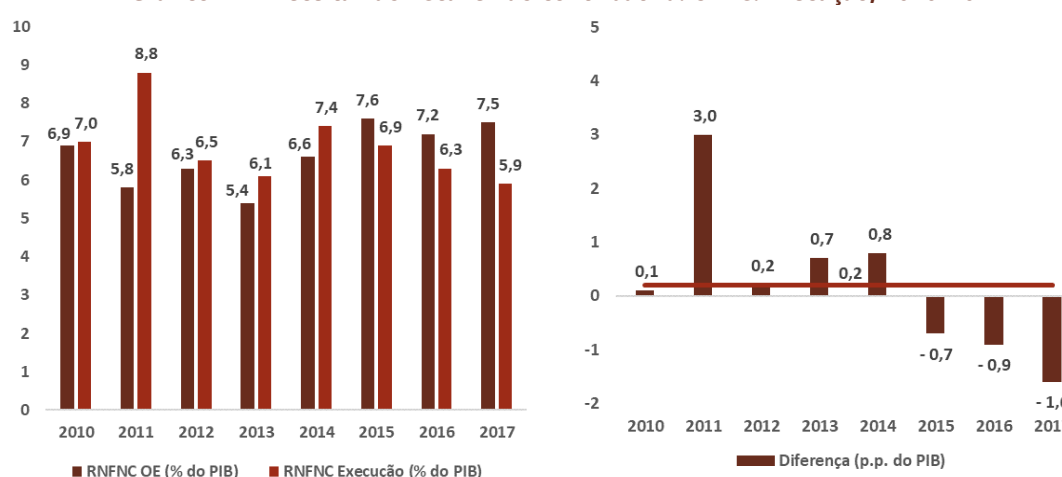


Fonte: INE e Ministério das Finanças. Nota: Comparação do OE com a execução publicada na primeira nota do INE sobre a execução do respetivo ano. Excetua-se 2010 pelo facto de a primeira publicação do ano não conter o detalhe necessário. Desse modo, para 2010, usa-se a informação relativa a 2010, mas publicada aquando do encerramento da conta de 2011. A reta horizontal presente no gráfico da direita indica o desvio médio das previsões, em p.p. do PIB, ao longo dos anos considerados.

¹⁹ O Programa Especial de Redução do Endividamento ao Estado (PERES) foi estabelecido através da aprovação do Decreto-Lei n.º 67/2016, de 3 de novembro de 2016.

Ao nível da receita não fiscal e não contributiva, o histórico de previsão nos últimos oito orçamentos indica um desvio médio positivo de 0,2 p.p. do PIB face aos valores executados. Este desvio, apesar de em valor absoluto ter magnitude idêntica à observada na receita fiscal e contributiva, é mais significativo em termos relativos, na medida em que, no período 2010-2017, a receita não fiscal e não contributiva representou em média apenas 16% da receita total das AP e 6,9% do PIB, configurando assim um desvio médio de +2,9% face à média das previsões iniciais de receita dos diversos OE (contra os -0,6% observados na receita fiscal e contributiva). Este desvio positivo está, todavia, fortemente influenciado pelo valor registado em 2011, em resultado, substancialmente, da integração dos fundos de pensões do sector bancário na Segurança Social. Nos últimos três anos (pós-PAEF), verifica-se, pelo contrário, um desvio negativo crescente deste agregado da receita, contribuindo para que a receita total das AP não atinja os valores inicialmente previstos. A manter-se nos próximos exercícios, esta tendência reforça o risco de incumprimento das metas orçamentais, traduzindo-se numa pressão adicional de controlo da despesa.

Gráfico 22 – Receita não fiscal e não contributiva: OE vs. Execução, 2010-2017



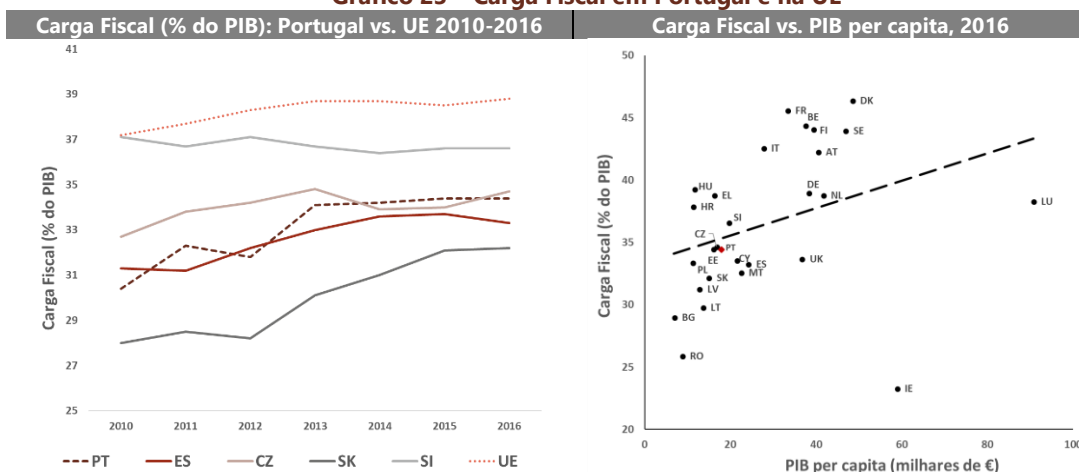
Fonte: INE e Ministério das Finanças. Nota: Comparação do OE com a execução publicada na primeira nota do INE sobre a execução do respetivo ano. Excetua-se 2010 pelo facto de a primeira publicação do ano não conter o detalhe necessário. Desse modo, para 2010, usa-se a informação relativa a 2010, mas publicada aquando do encerramento da conta de 2011. A reta horizontal presente no gráfico da direita indica o desvio médio das previsões, em p.p. do PIB, ao longo dos anos considerados.

5.2 RISCOS SOBRE AS BASES FISCAIS E DE CONCENTRAÇÃO DAS RECEITAS FISCAIS NUM NÚMERO REDUZIDO DE CONTRIBUÍNTES

A integração de Portugal num bloco económico com completa mobilidade dos fatores trabalho e capital e a crescente liberalização a nível global exigem que decisões quanto ao nível e à composição da carga fiscal tenham em conta as práticas vigentes noutros países, que condicionam o seu efeito na economia nacional. Em 2016, a carga fiscal em Portugal situou-se em 34,4%, abaixo dos 38,8% registados na UE. Considerando a linha de tendência que relaciona o PIB per capita com a carga fiscal suportada, verifica-se que Portugal se encontra abaixo dessa linha (Gráfico 23). No entanto, apesar desta aparente folga no indicador da carga fiscal, Portugal enfrenta um risco caso pretenda aumentar o esforço fiscal

exigido aos agentes económicos visados. Este risco deriva do facto de alguns países concorrentes de Portugal, em particular na atração de investimento, apresentarem rácios de carga fiscal ainda mais distantes da linha de tendência referida. Assim, subidas futuras da carga fiscal devem ter em consideração esta limitação. De facto, a mobilidade dos fatores trabalho e capital, em particular dentro da UE, mas também a nível global, permite que os agentes económicos optem pelas jurisdições fiscais mais favoráveis. Tal implica um risco de agravamento da tributação, assim como de implementação de medidas que complexificam o sistema fiscal, tornando-o também menos estável, o que seria contraproducente, dado o seu efeito negativo sobre as bases fiscais.

Gráfico 23 – Carga Fiscal em Portugal e na UE



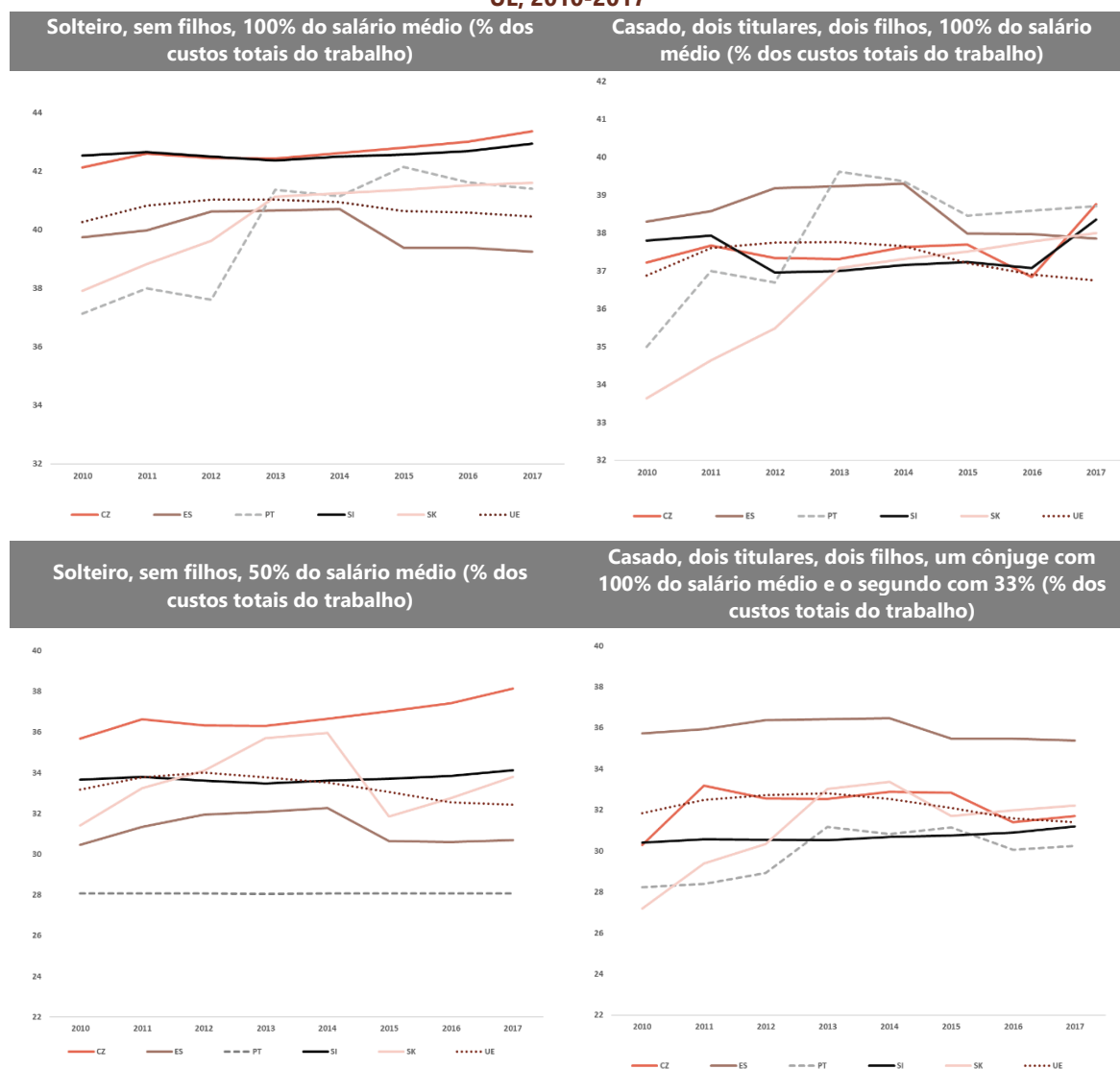
Fonte: Eurostat

A carga fiscal sobre o fator trabalho (*tax wedge*),²⁰ revela uma situação particular quanto à competitividade fiscal portuguesa. Com efeito, observando o gráfico abaixo verifica-se que a carga fiscal sobre o fator trabalho em Portugal se encontra acima da média da UE para contribuintes que auferam um salário médio no país, independentemente da situação familiar em que se encontrem (solteiros ou casados e com filhos). Inclusivamente, para um casal com dois filhos em que ambos os cônjuges auferem um salário médio, Portugal apresenta a mais elevada carga fiscal sobre o fator trabalho (a par da República Checa) de todos os países considerados na amostra²¹. No entanto, Portugal destaca-se como o Estado mais competitivo de todos os selecionados quando se consideram as mesmas situações familiares, mas com salários inferiores.

²⁰ Ver nota de pé-de-página 1.

²¹ Países foram selecionados tendo por critério a semelhança do PIB per capita em Paridades de Poder de Compra (PPC).

Gráfico 24 – Carga fiscal sobre o trabalho (tax wedge) por tipo de agregado familiar: Portugal vs. UE, 2010-2017



Fonte: Comissão Europeia.

Em Portugal, tanto o peso da tributação das empresas como a perceção dos empresários quanto ao impacto dos impostos nas decisões de investimento podem constituir riscos ao nível da receita de IRC. O nível de tributação médio do lucro das empresas²² sediadas em Portugal compara pior quer com a média da UE, quer com os países mais próximos em termos de desenvolvimento²³. Também ao nível da perceção dos empresários sobre o efeito negativo da tributação sobre potenciais decisões de investimento, Portugal destaca-se pela negativa, tendo ficado em 2016 na 109.^a posição em 137 economias analisadas no *Global Competitiveness Report 2017-18*²⁴, e comparando pior com países tradicionalmente concorrentes na atração de capital como Espanha, República Checa e Eslováquia. Deste

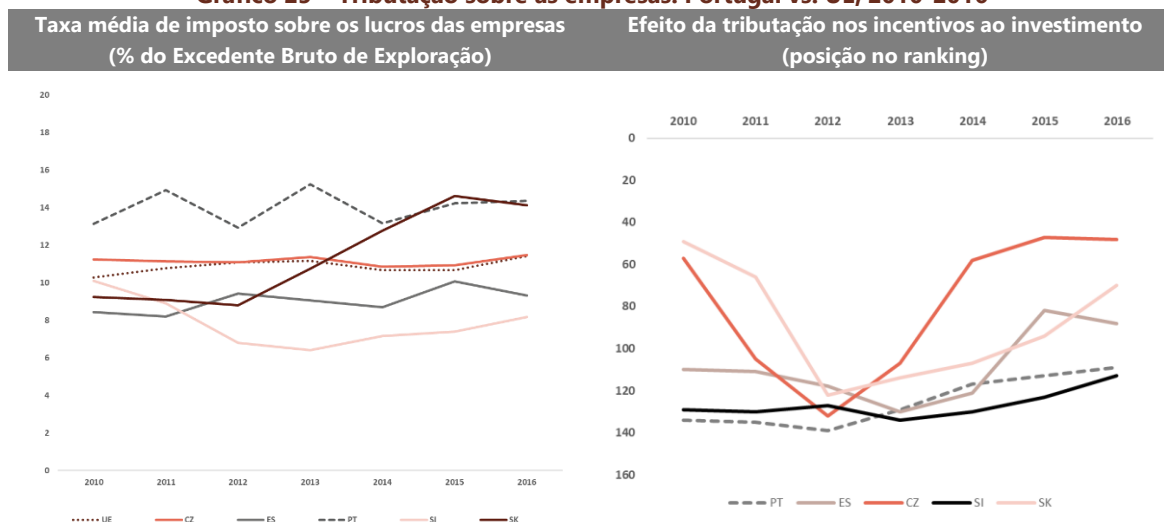
²² Medido como o rácio dos impostos pagos sobre os lucros empresariais e a soma do excedente bruto de exploração das sociedades financeiras e não financeiras.

²³ Medido pelo nível do PIB per capita em Paridades de Poder de Compra (PPC).

²⁴ World Economic Forum (2017): <http://www3.weforum.org/docs/GCR2017-2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2017%E2%80%932018.pdf>

modo, e porque a mobilidade do fator capital é tradicionalmente superior à do fator trabalho, a aparente falta de competitividade fiscal portuguesa quando medida por estes dois indicadores e comparada com países diretamente concorrentes dentro da UE, põe em risco a receita futura de IRC caso se materializem deslocações de empresas por motivos fiscais.

Gráfico 25 – Tributação sobre as empresas: Portugal vs. UE, 2010-2016



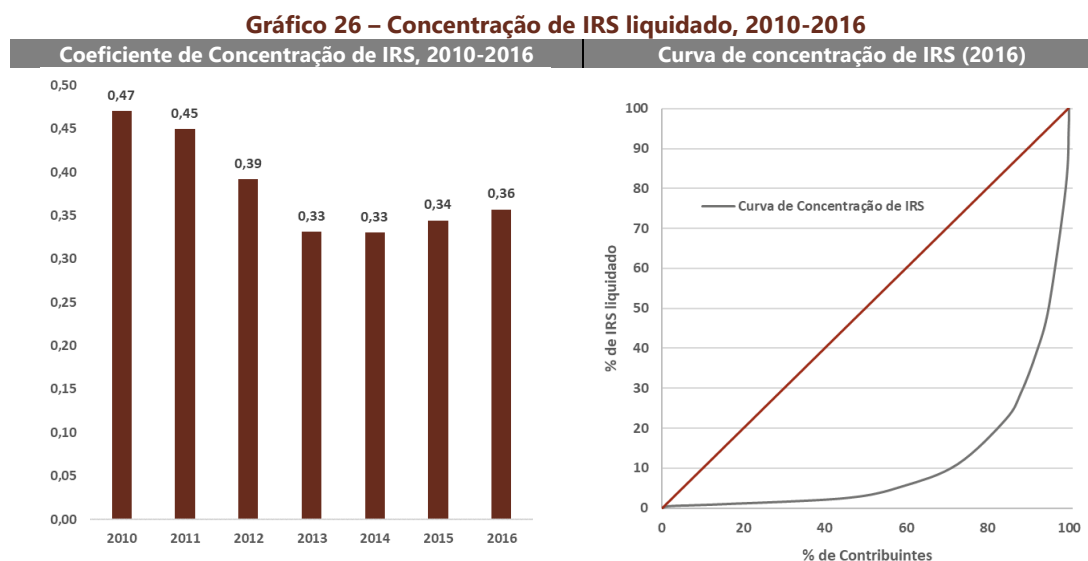
Fonte: Eurostat e *World Economic Forum (WEO)*. Nota: O gráfico da direita baseia-se na informação retirada dos *Global Competitiveness Reports* do WEO e ordena os países de acordo com um inquérito realizado junto de empresários dos países em questão. A questão colocada é a seguinte: “*In your country, to what extent do taxes reduce the incentive to invest?*”

O risco de perda de receita associado à possibilidade de deslocação dos fatores trabalho e capital variará não só com o nível da tributação aplicada, mas também com o nível de concentração da liquidação dos impostos sobre os rendimentos do trabalho e do capital. Em 2017, os impostos sobre os rendimentos do trabalho e do capital (IRS e IRC) foram responsáveis por 38,8% do total da receita fiscal e por 22,8% da totalidade da receita das AP. Neste contexto, torna-se necessário analisar os níveis de concentração da liquidação destes impostos, uma vez que, se a concentração da liquidação destes impostos num número reduzido de agentes económicos for substancial, eleva-se o risco de perda de uma porção considerável da receita caso um número reduzido de agentes opte pela deslocalização para outras jurisdições fiscais. Para o mesmo grau de concentração do imposto, o risco de perda de receita no IRC é superior ao do IRS, na medida em que o fator capital tende a ser mais móvel do que o fator trabalho porque, em teoria, uma pessoa coletiva dispõe de mais meios económicos, técnicos e jurídicos para levar a cabo um processo de seleção e deslocalização da sua sede fiscal.

A concentração da liquidação do IRS registou um recuo entre 2010 e 2016 traduzindo um alargamento do número de agentes que liquidam o imposto. Entre 2010 e 2016, houve uma efetiva desconcentração da liquidação da receita de IRS, o que – de um ponto de vista de avaliação do risco associado à perda de receita pela mobilidade do fator trabalho – é benéfico para o Estado português, já que, comparado com o início da década, se alargou a percentagem de contribuintes que liquidam imposto. Em 2016, verificou-se que 8% dos agregados foram responsáveis pela liquidação de 61% do IRS, traduzindo-se num coeficiente

de concentração de 0,36. Em 2010, 6% dos agregados haviam liquidado 62,3% do imposto, estando subjacente um coeficiente de concentração de 0,47.

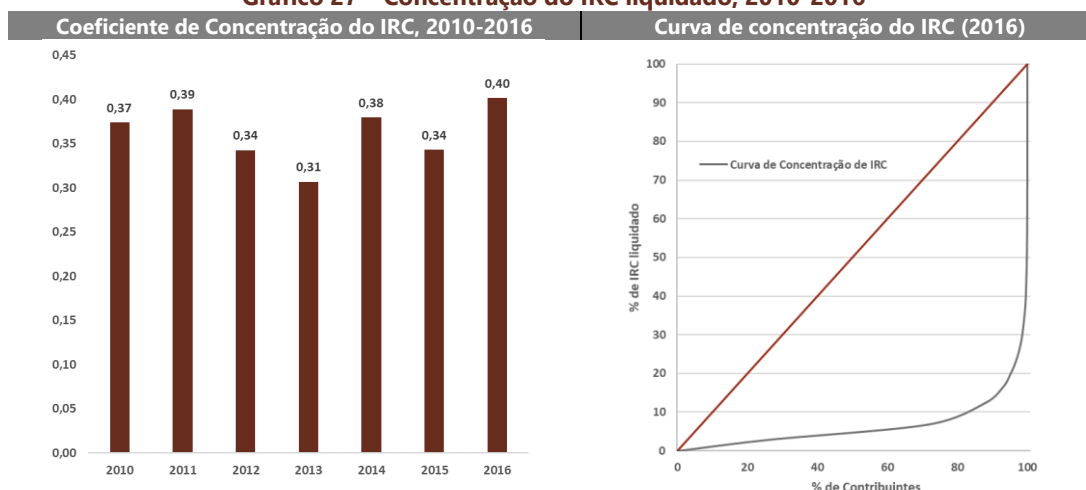
Refira-se, todavia, que, na série analisada no Gráfico 26, o grau mínimo da concentração da liquidação do IRS foi atingido em 2013 e 2014, tendo a concentração voltado a aumentar desde então. Do ponto de vista do risco de concentração do IRS, esta evolução não é desejável e deve ser acompanhada no futuro. Na verdade, o sistema fiscal sobre as pessoas singulares voltou a tornar-se mais dependente da coleta de um menor número de agregados familiares. Em 2016 sensivelmente 20% dos contribuintes suportaram 80% do IRS pago.



Fonte: AT. Cálculos CFP. Nota: O coeficiente de concentração varia entre 0 e 1 e tem interpretação análoga à do coeficiente de Gini: um valor de 0 significa que todos os contribuintes pagam o mesmo montante enquanto um valor de 1 significa que um único contribuinte suportará a totalidade do imposto. A curva de concentração tem cálculo e interpretação análoga à da curva de Lorenz.

Após um recuo verificado entre 2010 e 2013, o coeficiente de concentração do IRC tem vindo a aumentar, tendo atingido o valor mais elevado da década no ano de 2016. No início da década o coeficiente de concentração deste imposto encontrava-se em 0,37. Este resultado traduzia um nível de concentração menor que o do IRS, o que, em termos de gestão de risco de concentração da receita de IRC, parecia adequado tendo em consideração as questões anteriormente referidas. Até 2013, o coeficiente de concentração da liquidação de IRC reduziu-se, atingindo o mínimo da série analisada (0,31), e mantendo-se abaixo do coeficiente de concentração do IRS (0,33). No entanto, após esse exercício fiscal, o coeficiente de concentração do IRC foi subindo até atingir 0,4 em 2016. Este valor é superior ao registado para o coeficiente de concentração do IRS (0,36), e traduz uma liquidação de 57,3% do imposto por 0,4% dos sujeitos passivos. Note-se que, em 2010, essa percentagem de sujeitos passivos assegurava 52,2% da liquidação da receita de IRC. Deste modo, há a sinalizar dois aspetos que merecem acompanhamento para os próximos anos: o primeiro prende-se com o facto de o coeficiente de concentração do IRC estar mais elevado que o do IRS e o segundo com a evolução ascendente deste indicador nos últimos três anos, sugerindo um maior grau de risco sobre a receita de IRC. No caso do IRC, menos de 20% das empresas pagam 90% do total de imposto arrecadado.

Gráfico 27 – Concentração do IRC liquidado, 2010-2016



Fonte: AT. Cálculos CFP. Nota: O coeficiente de concentração varia entre 0 e 1 e tem interpretação análoga à do coeficiente de Gini. Um valor de 0 significa que todos os contribuintes pagam o mesmo montante enquanto um valor de 1 significa que um único contribuinte suportará a totalidade do imposto. A curva de concentração tem cálculo e interpretação análoga à da curva de Lorenz.

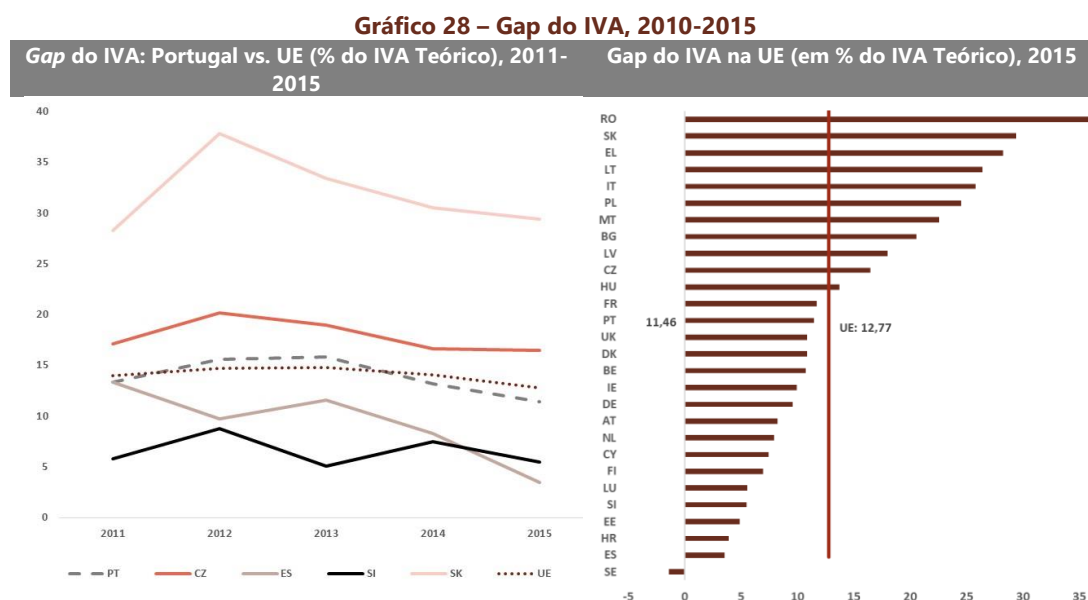
Outro dos fatores de risco que pende sobre a receita das AP está relacionado com a existência de *gaps* fiscais, cujo alargamento afeta o nível de receita fiscal obtida. O *gap* fiscal representa a diferença entre a totalidade da receita fiscal que teoricamente deveria ser cobrada, tendo em consideração a quantidade de eventos fiscais ocorridos dentro de uma determinada jurisdição, e a receita fiscal efetivamente arrecadada. Na medida em que a receita fiscal depende da relação direta Estado-contribuinte, o seu nível estará sempre dependente da capacidade de a máquina fiscal exercer eficazmente a sua função de coleta dos diversos impostos. Consequentemente, quanto menos eficaz for a máquina fiscal maior o risco orçamental uma vez que, além da verba não cobrada devido à existência de medidas de política comumente designadas de despesa fiscal, existem perdas associadas ao facto de haver contribuintes que, intencionalmente ou não, não pagam a totalidade do tributo que legalmente lhes é exigido. Deste modo, a dimensão e evolução deste indicador é determinante para a aferição do nível de risco que pende sobre a receita fiscal e, de modo mais abrangente, sobre a totalidade da receita das AP.

Entre 2010 e 2015, o *gap* do IVA²⁵ em Portugal reduziu-se, situando-se abaixo da média da UE. Nos últimos anos para os quais existe informação²⁶, este *gap* estreitou, de 13,34% do IVA teórico em 2010 para 11,46% em 2015. Esta redução de 1,88 p.p. do IVA teórico foi superior à queda de 1,21 p.p. do IVA teórico observada para o conjunto da UE. Como consequência, o *gap* do IVA português encontrava-se abaixo da média europeia no final da série considerada (2015). Também quando comparado com os países da UE com níveis de

²⁵ Representa a diferença entre o IVA teoricamente coletável resultante da aplicação das taxas em vigor às transações ocorridas e a receita efetivamente cobrada. Apresenta-se mais como um *compliance gap* na medida em que não inclui o *gap* gerado pelas opções de política fiscal adotadas pelo legislador (*policy gap*).

²⁶ A Comissão Europeia encomenda estudos anuais para aferir o *gap* do IVA. O estudo mais recente analisa o horizonte temporal compreendido entre 2010 e 2015. A informação sobre esta temática e a ligação para o relatório mais recente pode ser consultada [aqui](#).

desenvolvimento semelhantes ao português²⁷, verifica-se que o *gap* do IVA nacional se situa na mediana dos Estados considerados. Esta evolução, que teve uma expressão significativa após o ano de 2013 (queda de 4,37 p.p. entre 2013 e 2015), indica que Portugal terá adotado medidas eficazes no que concerne à eficácia da máquina fiscal, permitindo reduzir a percentagem de receita perdida em sede de IVA. Deste modo, o risco associado à perda de receita devido à existência de uma economia paralela relevante e não passível de ser combatida pela autoridade fiscal foi também mitigado ao longo do período em questão.



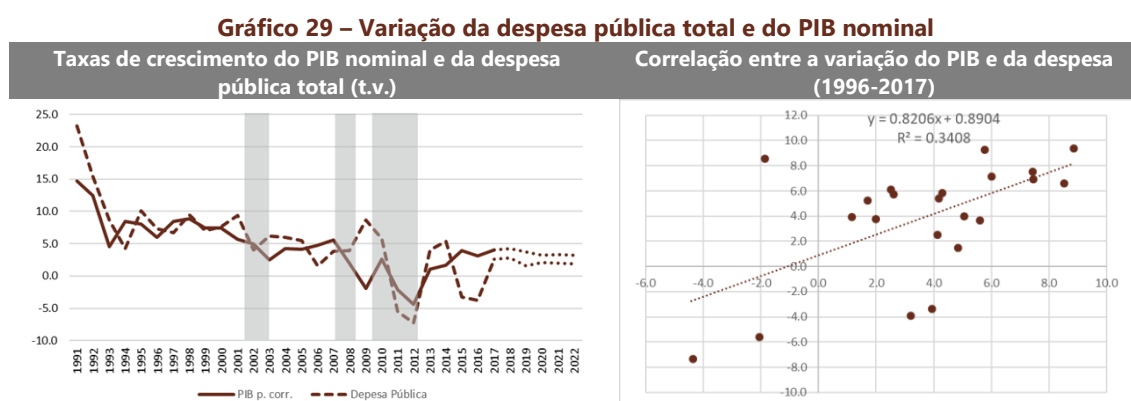
Fonte: Belkinds et al. (2017).

²⁷ Medido pelo nível do PIB per capita em Paridades de Poder de Compra (PPC).

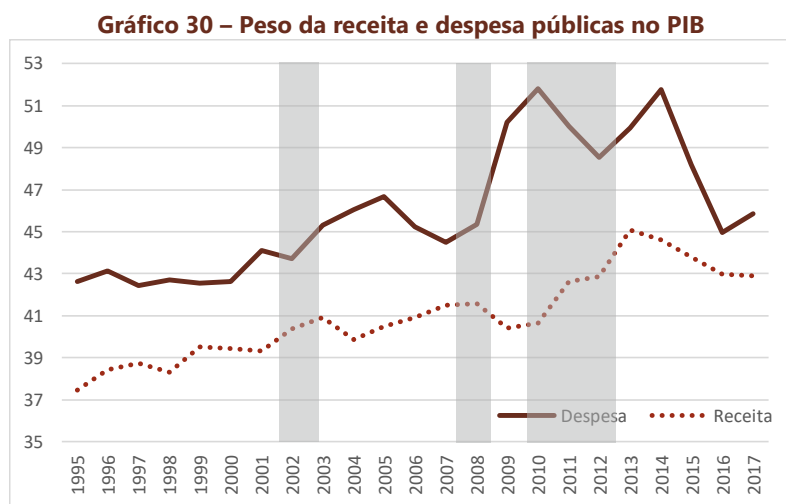
6 RISCOS SOBRE A DESPESA

6.1 EVOLUÇÃO DA DESPESA E DESVIOS NA PREVISÃO

Tal como a receita, a despesa pública total está correlacionada com a evolução do PIB, ainda que com uma relação mais ténue. Como ilustrado no Gráfico 29, a despesa tende a ter um comportamento mais rígido e a crescer mais rapidamente. Entre 1995 e 2010 a despesa cresceu 150% enquanto o PIB português a preços correntes duplicou (cresceu cerca de 100%). Durante o período do PAEF e nos anos subsequentes as taxas de crescimento foram mais baixas e, de acordo com as projeções do CFP, tendem mesmo a estabilizar. A rigidez da despesa permanece, contudo, um risco orçamental severo.



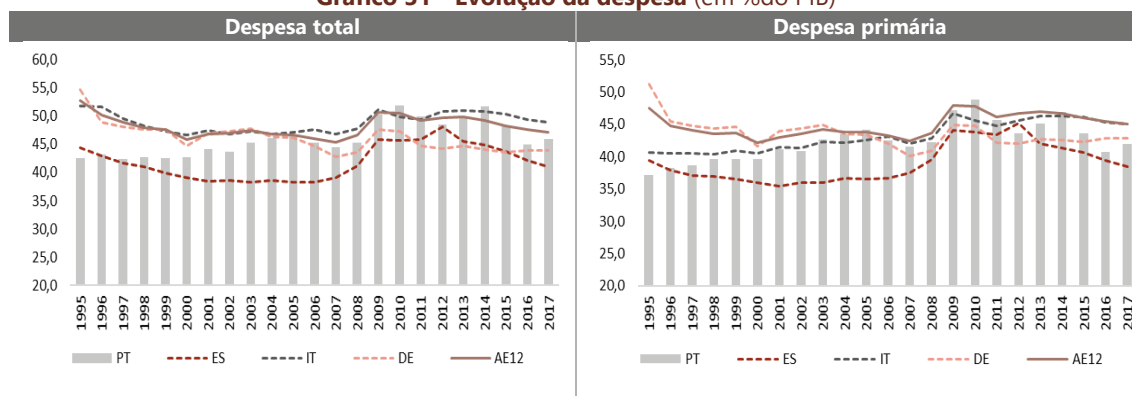
Fonte: Comissão Europeia (AMECO), e projeções CFP.



Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

Desde 1995, observou-se um crescimento quase contínuo da despesa pública, que reflete principalmente a prestação de serviços públicos e as prestações sociais suportadas pelo Estado. Em percentagem do PIB, a despesa pública portuguesa acompanhou, embora com algum desfasamento, o crescimento de outros congéneres europeus, convergindo para a média da área do euro até 2009, uma trajetória interrompida aquando da adoção do PAEF.

Gráfico 31 - Evolução da despesa (em %do PIB)



Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

Em termos nominais, a despesa primária, excluindo medidas temporárias e fatores especiais, mais que duplicou entre 1995 e 2005, registando um aumento de 111% em 10 anos (Quadro 4). A tendência de crescimento é menos acentuada em 2006 e 2007, voltando a acentuar-se em 2008 e 2009, uma evolução quebrada entre 2010 e 2012 com a adoção de cortes salariais e suspensão dos subsídios de férias e de Natal dos trabalhadores da Administração Pública e das pensões financiadas pela Segurança Social e Caixa Geral de Aposentações (CGA). Em 2013 e 2014, o comportamento descendente da despesa sofre uma reversão, maioritariamente explicada pelo efeito das decisões do Tribunal Constitucional, bloqueando a suspensão dos subsídios de férias e de Natal e a aplicação da redução remuneratória²⁸ determinada no Orçamento do Estado para 2014. Por último, a partir de 2016, a despesa ajustada retoma a trajetória ascendente, refletindo sobretudo a reposição total dos salários da função pública e a atualização das prestações sociais (Quadro 4).

As despesas com pessoal juntamente com as prestações sociais representam quase três quartos (74,1%) da despesa primária ajustada, um peso que tem vindo a aumentar desde 1995, quando representavam 66,5% desse agregado, constituindo assim o principal fator de aumento da despesa pública.

Quadro 4 – Evolução da despesa pública ajustada

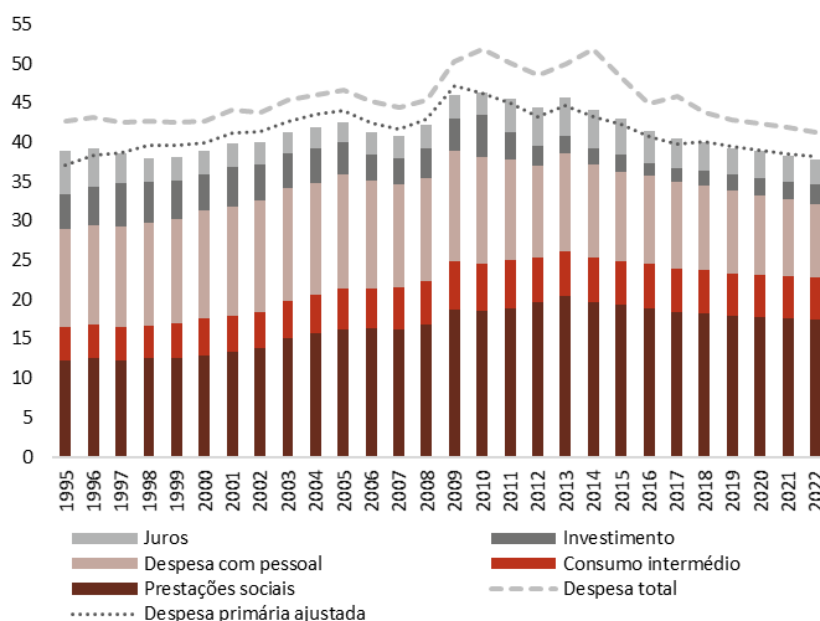
	1995	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Despesa total	37 951	74 054	75 214	78 060	81 093	88 116	93 237	88 112	81 719	85 032	89 598	86 669	83 371	88 550
<i>em % do PIB</i>	42,6	46,7	45,2	44,5	45,3	50,2	51,8	50,0	48,5	49,9	51,8	48,2	44,9	45,9
Despesas com pessoal	11 093	23 044	22 916	23 007	23 491	24 608	24 611	22 614	19 688	21 317	20 515	20 349	20 881	21 270
Prestações sociais	10 865	25 780	27 053	28 342	29 946	32 917	33 452	33 325	33 010	34 785	34 088	34 711	35 113	35 616
Juros da dívida	4 929	4 046	4 599	5 174	5 556	5 218	5 268	7 604	8 214	8 258	8 483	8 210	7 761	7 475
Medidas temporárias e fatores especiais	0	202	0	-195	-1 157	112	4 824	1 158	580	700	6 186	2 463	-34	4 286
Despesa primária ajustada	33 022	69 806	70 614	73 081	76 693	82 786	83 145	79 350	72 924	76 074	74 929	75 996	75 644	76 789
<i>em % do PIB</i>	37,1	44,0	42,5	41,6	42,9	47,2	46,2	45,0	43,3	44,7	43,3	42,3	40,8	39,8

Fontes: INE e CFP. Nota: A despesa primária ajustada exclui a despesa com juros e o efeito de medidas temporárias e fatores especiais.

²⁸ Acórdão do Tribunal Constitucional de 5 de abril de 2013 – determina a reposição do subsídio de férias ou prestações correspondentes ao 14.º mês em 2013; e Acórdão do Tribunal Constitucional de 30 de maio de 2014 – impossibilita a redução remuneratória prevista no Orçamento do Estado para 2014, voltando a ser aplicadas as reduções remuneratórias vigentes entre 2011 e 2013.

A partir de 2018 e até 2022, a evolução projetada pelo CFP²⁹ aponta para a diminuição, em percentagem do PIB, da despesa total e ajustada, justificada pela descida do peso das despesas com pessoal e das prestações sociais. Essa projeção – que assume a manutenção das medidas em vigor ou anunciadas com suficiente detalhe para permitir estimar o seu impacto orçamental – aponta para a redução da despesa com pessoal em percentagem do PIB e em termos absolutos a partir de 2020, refletindo essencialmente (i) o crescimento do PIB nominal; (ii) poupanças via *wage drift* (diferença salarial entre os trabalhadores que saem para aposentação em final de carreira e aqueles que entram); (iii) o impacto do descongelamento gradual das progressões; e (iv) a regra de contratação de funcionários públicos³⁰.

Gráfico 32 - Evolução e composição da despesa total (t.v.h %)



Fontes: INE e CFP | Notas: 1995-2017 dados do INE, os dados entre 2018 e 2022 são calculados pelo CFP; publicados no relatório “Finanças Públicas: Situação e Condicionantes 2018-2022”; e a despesa primária ajustada consiste na despesa excluindo os juros da dívida, medidas temporárias e fatores especiais.

No que respeita à despesa com prestações sociais, projeta-se a diminuição do seu peso no PIB, embora aumentando em termos absolutos em resultado: (i) da reposição da atualização anual das pensões da Segurança Social e da CGA, (ii) da atualização extraordinária das pensões inferiores a 1,5 Indexante dos Apoios Sociais, IAS e (iii) da nova regra de reforma antecipada sem penalizações e sem aplicação do fator de sustentabilidade para trabalhadores com carreiras contributivas longas, em concordância com as mais recentes projeções demográficas. Importa realçar o contributo dado pela despesa com subsídios de desemprego para a redução observada na despesa com prestações sociais³¹, que acentua a

²⁹ Disponível em <http://www.cfp.pt/wp-content/uploads/2018/03/CFP-REL-02-2018-PT.pdf>.

³⁰ Em 2018, contratação de dois novos funcionários por cada três que saíam (regra 3 por 2); em 2019 contratação de quatro novos funcionários por cada cinco que saíam (regra 5 por 4) e a partir de 2020 assume-se a estabilização do emprego público.

% do PIB	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Taxa de desemprego	1,2	1,2	1,5	1,6	1,3	1,0	0,8	0,7

importância da evolução cíclica da economia e das perspetivas para o crescimento económico e para o emprego. A despesa com subsídios de desemprego apresentou uma trajetória crescente até 2013, atingindo 1,6% do PIB, e reduzindo-se a partir de 2014 ao ritmo de 0,2 p.p. do PIB em média anual, atingindo 0,7% do PIB em 2017.

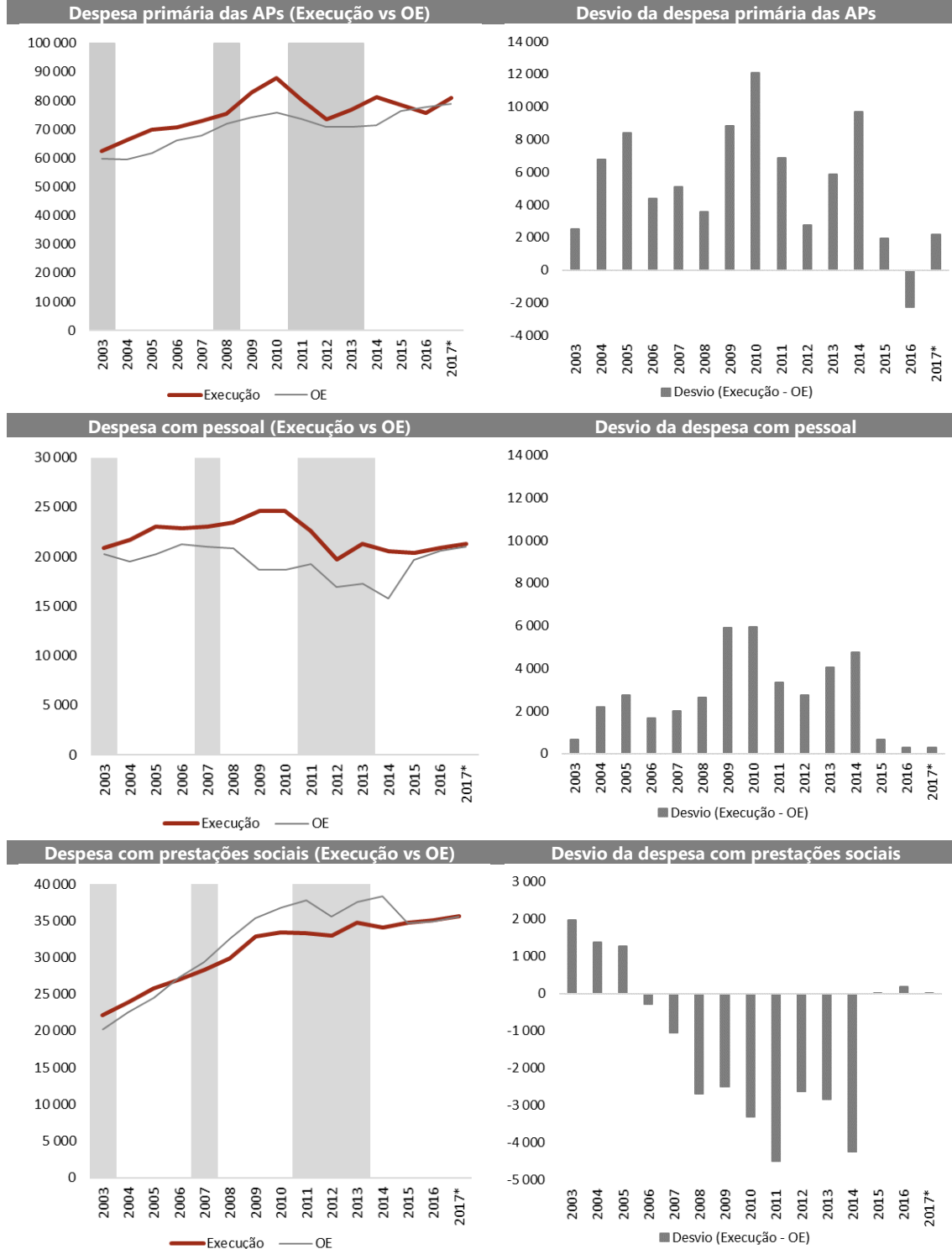
Os riscos implícitos na trajetória da despesa pública estão associados às escolhas relativas à prestação de bens e serviços públicos e às prestações sociais, cuja evolução irá depender, por um lado, da combinação da procura (efeito volume) e dos indexantes estipulados para a sua atualização (inflação e PIB, correspondendo ao efeito preço) e, por outro lado, das medidas de política que venham a ser adotadas.

Comparando a execução das rubricas anteriores com a previsão inscrita nos Orçamentos do Estado entre 2003 e 2017, verifica-se que a despesa com pessoal evidencia desvios significativos, sendo os valores anuais realizados superiores às previsões (Gráfico 33), o que sublinha o risco quanto à sua evolução futura. A acentuar o risco associado à evolução das despesas com pessoal e prestações sociais, que largamente determina o comportamento da despesa das Administrações Públicas, está a possível manutenção dessa subestimação, tendo em conta, entre outros impactos, o do descongelamento gradual de carreiras dos funcionários públicos e das novas regras de reforma antecipada sem penalizações para carreiras contributivas longas, bem como as incertezas que têm vindo a acentuar-se com respeito ao cumprimento da regra de contratação de funcionários públicos – até agora não observada – e quanto aos encargos associados ao sector da saúde.

Embora com um impacto menor, no mesmo sentido concorrem os riscos decorrentes de outras pressões sobre a despesa corrente primária (nomeadamente as relativas a consumos intermédios e prestações sociais em espécie) poderem vir a revelar-se superiores ao assumido no exercício de projeção. As pressões incidentes nestas rubricas ocorrem essencialmente nas despesas no sector da saúde e no funcionamento dos diferentes níveis das administrações públicas.

A definição de instrumentos ou mecanismos que permitam fazer face a estes riscos é, por isso, de extrema importância. A evolução da despesa depende maioritariamente de políticas adotadas no passado, que geraram expectativas e deram origem a práticas de gestão cuja alteração se reveste de grande complexidade, política e técnica. Esta decorre da necessidade de criação de novos instrumentos, de carácter estrutural e seletivo, capazes de permitir um controlo da despesa, não só quantitativo, mas também qualitativo. Os exercícios de revisão de despesa, que têm vindo a generalizar-se nos países desenvolvidos, devem fornecer a base para esse controlo, necessariamente inseridos numa perspetiva de médio prazo e seguindo uma metodologia sistemática que assegure a melhoria do processo de decisão, assente na definição de prioridades, com vista a garantir a melhor utilização dos recursos disponíveis.

Gráfico 33 – Despesa primária da Administração Pública e desvios face às previsões do OE (em M€)



Fonte: INE, Ministério das Finanças e cálculos CFP.

A gestão da despesa pública em Portugal está ainda longe de contar com mecanismos deste tipo, que não devem confundir-se nem com cortes horizontais de despesa, nem com poupanças vistas numa ótica puramente pontual. Ela supõe, de resto, ferramentas que, mesmo quando previstas na legislação, se têm revelado de difícil – e sobretudo protelada – implementação. A orçamentação por programas e o estabelecimento efetivo de um sistema

contabilístico capaz de fornecer informação indispensável constituem exemplos paradigmáticos nesta área.

O sistema de contabilidade de acréscimo definido pelo Plano Oficial de Contabilidade Pública (POC-P) em 1997 não conseguiu ser implantado de forma generalizada e coordenada no conjunto das administrações públicas, ao longo dos quase vinte anos de vigência. A Lei de Enquadramento Orçamental (LEO) de 2015 consagrou um novo sistema de acréscimo – o Sistema de Normalização Contabilística das Administrações Públicas (SNC-AP) – adaptado à evolução das normas contabilísticas internacionais, entretanto ocorrida. Este sistema assenta em três pilares³² e constitui a base para um quadro orçamental plurianual para a despesa, definindo limites vinculativos para cada Ministério (do ano t a $t+4$), compatíveis com os objetivos estabelecidos no Programa de Estabilidade e incluindo a projeção da receita especificada por fonte de financiamento. A sua adoção pelo conjunto das administrações públicas deve fornecer a informação necessária à orçamentação por programas, também prevista na lei, integrada num sistema destinado a permitir a capacidade de acompanhamento e avaliação dos custos dos programas, bem como a responsabilização dos respetivos gestores.

Estas são bases fundamentais para um sistema de gestão da despesa pública, estruturado de acordo com os objetivos definidos pelo Governo num quadro plurianual, que hierarquize as prioridades e promova a eficiência nos gastos públicos e permita programar e acompanhar a sua efetiva execução. O estabelecimento de prioridades que atendam a uma prudente restrição de recursos e procurem assegurar a sua melhor utilização é tanto mais importante quanto a maior parte das decisões de despesa têm implicações que se estendem muito para além do orçamento anual que as consagra e, especialmente nos casos das despesas sociais, fortemente influenciadas por fatores como os ciclos económicos, a demografia, o ambiente ou as tecnologias, cujo impacto se faz sentir a prazo. Nos sistemas de proteção social, o envelhecimento da população coloca uma pressão direta nas despesas com pensões, com o aumento do número de beneficiários, sobretudo com carreiras contributivas completas e longas, e o decréscimo paralelo do número de contribuintes. Os sistemas de saúde são pressionados pela procura crescente de cuidados devido ao envelhecimento da população que, conjugado com os avanços tecnológicos, aumentam os custos inerentes aos cuidados de saúde prestados.

6.2 RISCOS NA DESPESA SOCIAL E COM PENSÕES

6.2.1 Custos do envelhecimento da população

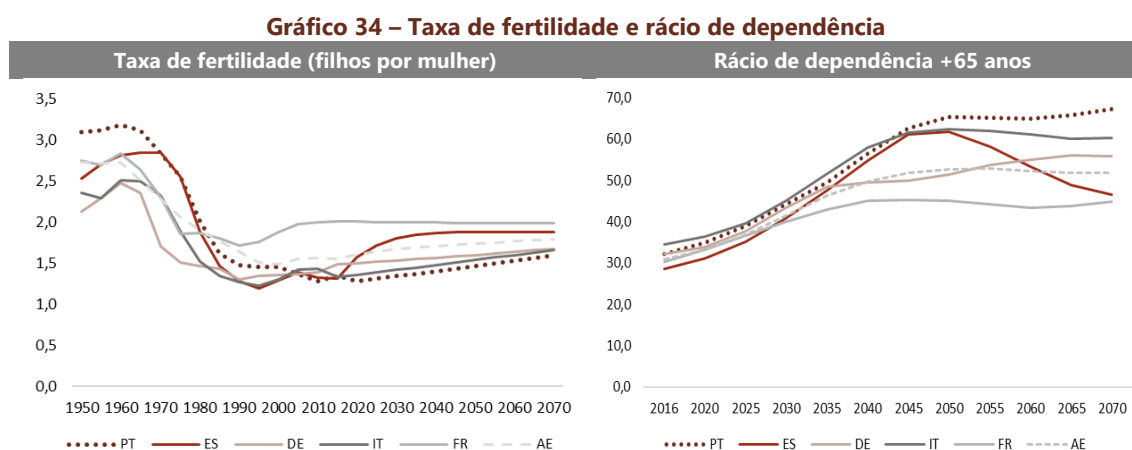
As despesas associadas ao envelhecimento da população, principalmente as relativas a pensões e saúde, têm apresentado um aumento contínuo ao longo do tempo, colocando desafios económicos, orçamentais e sociais. De acordo com as recentes projeções da despesa para o médio e longo prazo publicadas no *Ageing Report 2018*, serão necessários esforços

³² Os três subsistemas da contabilidade pública: i) a contabilidade orçamental; ii) a contabilidade financeira; e iii) a contabilidade de gestão.

adicionais em termos de finanças públicas, de forma a manter o nível de benefícios sociais concedidos atualmente (Gráfico 38).

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

Com base nas projeções demográficas realizadas pelo Eurostat em 2018³³, a evolução da estrutura demográfica em Portugal, bem como na maioria dos Estados Membros da União Europeia, deverá traduzir-se na mais que duplicação do rácio de dependência³⁴, de aproximadamente 32,1% para 67,2% no período de 2016 a 2070 (Gráfico 34, painel da direita). Em Portugal, o agravamento do rácio de dependência é mesmo superior à média da UE e deverá intensificar-se entre 2030 e 2045, decorrendo principalmente da inversão da taxa de natalidade já observada (Gráfico 34, painel da esquerda).



Fonte: Eurostat e Nações Unidas. Cálculos do CFP.

A alteração da estrutura etária da população resulta do efeito combinado da deterioração da taxa de fertilidade, dos recentes ganhos da esperança média de vida e a desaceleração da migração, levando à diminuição significativa das faixas etárias abaixo dos 30 anos e ao aumento da população com mais de 60 anos de idade. Globalmente, as projeções apontam para uma diminuição da população portuguesa entre 2015 e 2070 superior a 2,3 milhões de pessoas (Gráfico 35). A projeção do envelhecimento da população de acordo com o exercício EUROPOP2015 do Eurostat é visível nos gráficos seguintes, com os padrões para homens e mulheres.

³³ EUROPOP2015.

³⁴ Rácio entre a população com mais de 65 anos em percentagem da população com idade compreendida entre os 15 e 65 anos.

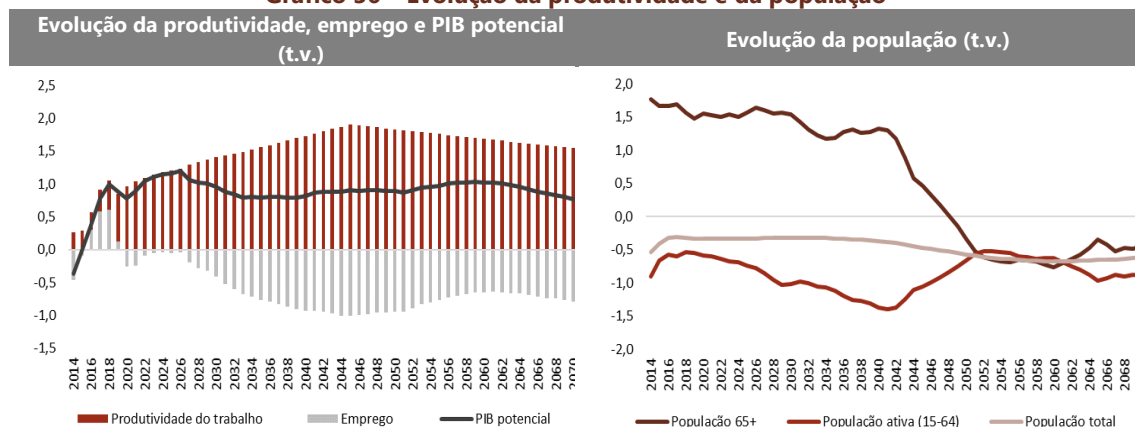
Gráfico 35 – Pirâmides populacionais



Fontes: INE, Eurostat e cálculos CFP.

A combinação das alterações demográficas juntamente com as projeções da produtividade e do crescimento económico influenciam os sistemas de pensões, financiados numa ótica de repartição intergeracional, assim como a capacidade de financiamento de um sistema público de cuidados de saúde, comprometendo a sustentabilidade das finanças públicas.

Gráfico 36 – Evolução da produtividade e da população

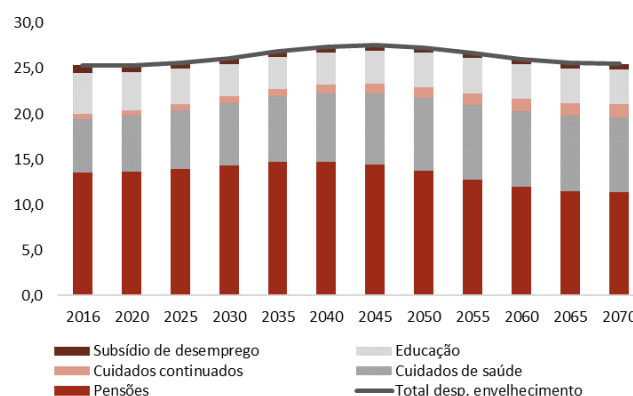


Fonte: Ageing Report 2018. Cálculos CFP.

Considerando a despesa estritamente relacionada com a demografia, as projeções para Portugal apontam para uma quase estabilização desta despesa, sendo o décimo país que apresenta menor crescimento entre 2016 e 2070. Este agravamento é fundamentalmente justificado pelo crescimento da despesa com saúde, apresentando Portugal um aumento de

2,4 p.p.³⁵ do PIB entre 2016 e 2070, o segundo maior do conjunto da UE, cujo aumento é de 0,9 p.p. para o mesmo horizonte de projeção. Os cuidados de saúde e continuados são os elementos para os quais se espera um aumento em percentagem do PIB.

Gráfico 37 - Projeções para a despesa pública associada ao envelhecimento para Portugal
(baseline, em % do PIB)



Fonte: *Ageing Report 2018*. | Nota: valores em percentagem do PIB.

6.2.2 Pensões

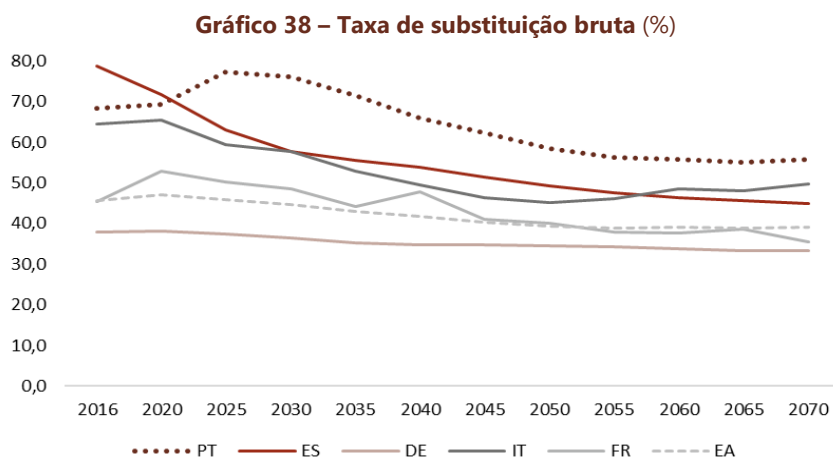
Num contexto de alterações demográficas, muitos Estados Membros têm vindo a efetuar reformas nos seus sistemas de pensões para reforçar a sua sustentabilidade financeira, sobretudo no período recente de acumulação de défices orçamentais, com consequências nos rácios de dívida pública, no âmbito de um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

Apesar do inquestionável contributo das medidas de reforma dos sistemas de pensões para a estabilização financeira dos mesmos, poderão surgir no futuro desafios de sustentabilidade social. Portugal regista a nona maior redução da taxa de substituição³⁶, passando de 68,3%, em 2016, para 55,9% em 2070 (Gráfico 13). Apesar desta redução, face ao exercício de projeção anterior, denotam-se melhorias neste indicador (57,5% em 2013 para 30,7% em 2060, no *Ageing Report 2015*), justificadas essencialmente: (i) pela aplicação do fator de sustentabilidade apenas a pensões antecipadas; (ii) pelo aumento da idade legal da reforma de acordo com a esperança média de vida; (iii) pela abolição da contribuição extraordinária

³⁵ No AR2015 a variação era de 2,5 p.p. do PIB.

³⁶ Rácio entre a pensão média dos novos pensionistas e o salário médio da economia no momento da reforma.

de solidariedade; (iv) pela eliminação da suspensão normal atualização de pensões; e (v) pela atualização extraordinária de pensões previstas no OE/2017 e OE/2018.



Fonte: *Ageing Report 2018*, Comissão Europeia. | Nota: * considera pensões do sistema público contributivo.

A diminuição esperada no valor futuro das pensões de velhice do sistema contributivo poderá, no caso português, colocar pressões adicionais no sistema não contributivo. De facto, à medida que o valor das pensões se aproxima do valor legal mínimo estabelecido, maior o número de beneficiários que terá acesso a prestações complementares previstas no sistema não contributivo, nomeadamente o atual complemento solidário para idosos (CSI).

A avaliação da “adequação” dos benefícios futuros atribuídos pelos sistemas de pensões é um tema complexo, sendo importante avaliar o efeito que estas reformas terão na garantia de distribuição de um nível adequado de rendimentos para a atual geração de idosos pensionistas e para as futuras gerações.

Com base no *Ageing Report 2018*, os resultados das projeções, num cenário de políticas invariantes, apontam para um aumento da despesa relacionada com o envelhecimento na área do euro de 1,1 p.p. do PIB entre 2016 e 2070. Estes acréscimos resultam essencialmente da evolução projetada para os cuidados continuados e cuidados de saúde, enquanto as despesas com pensões e subsídio de desemprego apresentam uma tendência decrescente. No caso de Portugal, o aumento projetado para as despesas relacionadas com o envelhecimento no mesmo horizonte temporal é consideravelmente inferior ao da média da UE, situando-se em 0,1 p.p. do PIB. A despesa pública estritamente relacionada com o envelhecimento (excluindo a despesa com o subsídio de desemprego) deverá aumentar 1,4 p.p. do PIB na UE e na área do euro e 0,4 p.p. em Portugal.

Verifica-se uma redução da despesa com pensões ao longo do período de projeção. A influência das alterações demográficas (rácio de dependência) é compensada, a partir de 2040, pelos rácios de benefício³⁷ e de cobertura³⁸ e pelos efeitos do mercado de trabalho³⁹.

Quadro 5 – Contributos para a variação da despesa com pensões
(em % e p.p. do PIB)

	2016-20	2020-30	2030-40	2040-50	2050-60	2060-70	2016-70
Var. despesa com pensões	0,1	0,7	0,4	-1,1	-1,7	-0,6	-2,2
Efeito do rácio de dependência	1,2	3,3	3,7	2,4	-0,1	0,4	10,9
Efeito do rácio de cobertura	-0,7	-1,2	-1,0	-0,9	-0,4	-0,5	-4,6
Efeito do rácio de benefício	0,1	-0,4	-1,5	-2,2	-1,5	-0,4	-5,9
Efeito do mercado de trabalho	-0,4	-0,8	-0,5	-0,2	0,3	-0,2	-1,9
Efeito residual	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,7

Fonte: *Ageing Report 2018* e MF/ MTSSS - Portugal Country Fiche, 2018 *Ageing Working Group pension projection exercise*.

O rácio de benefício decresce ao longo de todo o horizonte de projeção, com exceção dos primeiros anos, justificado pelo aumento extraordinário das pensões em 2017 e 2018, com impacto também em 2019. O rácio de cobertura reflete os efeitos combinados do maior crescimento da população com mais de 65 anos em relação às idades compreendidas entre os 50 e os 64 anos, pela diminuição do número de órfãos com direito a pensão de sobrevivência e, por último, pelo aumento da idade legal da reforma. Importa ainda referir o efeito do mercado de trabalho, cujo contributo negativo se deve sobretudo à diminuição da população em idade ativa entre os 20 e os 64 anos de idade nas primeiras três décadas da projeção, assim como pelo aumento da carreira contributiva, em resultado do aumento da idade legal da reforma.

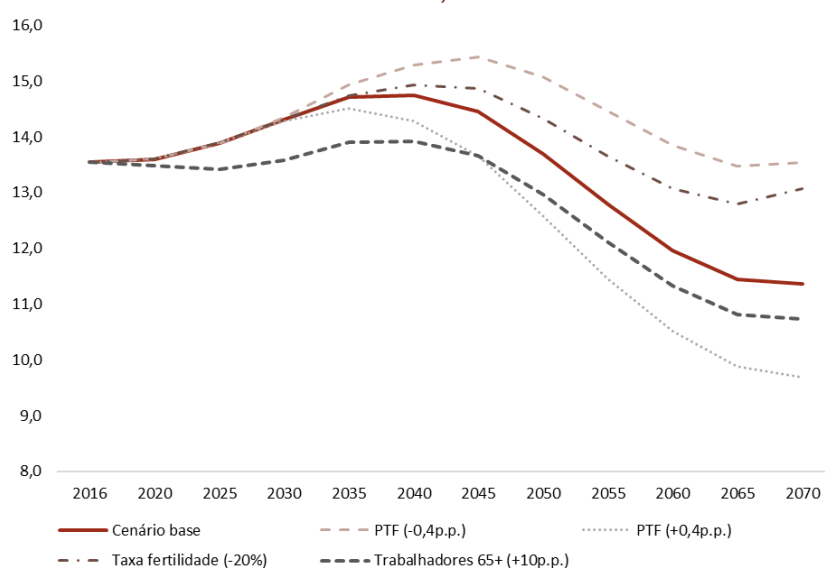
Os pressupostos subjacentes à projeção de despesa com pensões têm incertezas inerentes, como qualquer exercício de projeção, sobretudo de longo prazo. Assim, no *Ageing Report 2018*, foi publicado um conjunto de cenários alternativos com o intuito de ilustrar a sensibilidade a alterações aos principais pressupostos. Foram aplicadas alterações a dois tipos de variáveis: demográficas e macroeconómicas. Note-se a elevada sensibilidade da trajetória da despesa pública com pensões à evolução esperada da produtividade.

³⁷ O rácio de benefício é dado pela pensão média em percentagem do PIB sobre o número total de horas trabalhadas (produtividade do trabalho por hora trabalhada).

³⁸ O rácio de cobertura traduz a relação entre o número de pensionistas e a população acima dos 65 anos.

³⁹ O efeito do mercado de trabalho é dado pelo rácio entre a população com idades compreendidas entre os 20 e os 64 anos e as horas trabalhadas pelos trabalhadores entre os 20 e os 64 anos de idade.

Gráfico 39 – Projeções para a despesa pública com pensões – cenário base e alternativos (em % do PIB)



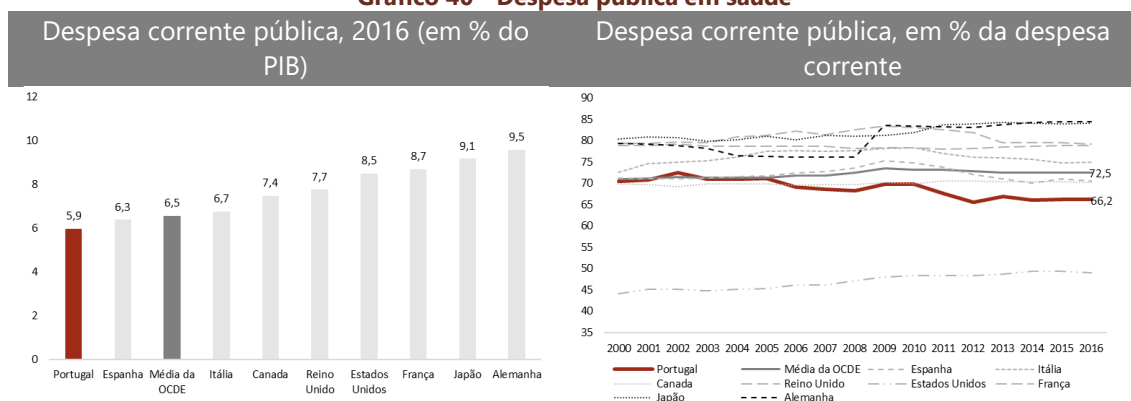
Fonte: *Ageing Report*, 2018. | Nota: PFT – Produtividade total dos fatores.

No entanto, a diferença muito significativa entre as projeções apresentadas em 2015 (*Ageing Report* 2015) e as que são apresentadas este ano, no que respeita à taxa de substituição⁴⁰, necessitaria de uma explicação mais detalhada e contextualizada, sob pena de permanecerem dúvidas sobre ambas. Entre 2015 e 2017, não houve qualquer reforma significativa das regras de acesso à pensão por velhice que possam justificar uma diferença de quase 100% no valor da taxa de substituição aplicável no final do horizonte de projeção. Em Portugal, como tem vindo a ser assinalado por diversas entidades, incluindo o [CFP](#), a indisponibilidade de informação necessária para replicar e avaliar as projeções oficiais constitui um fator que agrava a perceção dos riscos nesta área.

6.3 DESPESAS COM SAÚDE E CUIDADOS CONTINUADOS

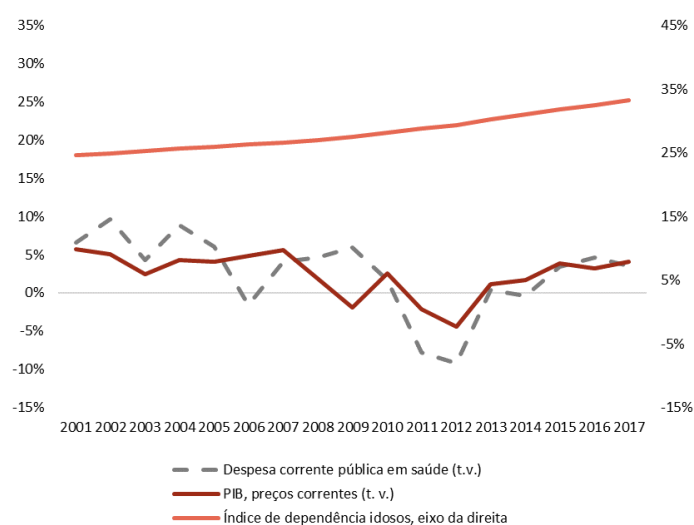
O sistema de saúde português é de financiamento misto. Na sua componente pública, é essencialmente financiado por impostos. O montante dos recursos financeiros afetos ao Serviço Nacional de Saúde (SNS) é definido no Orçamento do Estado e transferido para o Ministério da Saúde, que é responsável pela alocação dos recursos entre os prestadores públicos de cuidados de saúde e entidades terceiras. Os subsistemas de saúde privados também oferecem cuidados de saúde mediante adesão voluntária, que ocorre através do pagamento de um prémio de risco. Note-se que, tendo Portugal um rácio de despesa pública corrente em saúde inferior à média da OCDE (Gráfico 40), é também dos países em que a despesa pública tem um menor peso na despesa total em saúde.

⁴⁰ A taxa de substituição publicada no *Ageing Report* 2015 apresentava uma diminuição de 26,7 p.p. entre 2013 e 2060, situando-se em 30,7%, o que compara com os 55,7% atualmente projetados para 2060 no *Ageing Report* 2018).

Gráfico 40 - Despesa pública em saúde

Fonte: OCDE, *Health Data*, 2017.

Entre 2001 e 2005, Portugal apresentou taxas de crescimento da despesa corrente pública em saúde que foram superiores às taxas de crescimento do PIB (Gráfico 41). Na segunda metade da década não houve uma tendência clara, com taxas de crescimento da despesa anuais tanto maiores como menores que a do PIB. No entanto, é nítido o ajustamento efetuado a partir de 2010: a taxa média de crescimento da despesa em saúde foi de 5,4% entre 2001 e 2007, o que compara com uma taxa de -0,8% no período 2011-2017.

Gráfico 41 - Despesa corrente pública em saúde, PIB e rácio de dependência, Portugal

Fonte: INE.

A combinação de pressões sobre os custos (Gráfico 42), em função do aumento em volume e em valor dos cuidados de saúde prestados, com práticas de orçamentação e gestão das despesas públicas mal adaptadas ao sector, tornam a despesa em saúde num risco orçamental significativo.

Gráfico 42 - Fatores associados à despesa em saúde



Fonte: ACSS.

Fonte: DGAEP.

Fonte: DGO.

Notas: consultas médicas = consultas médicas em cuidados de saúde primários e em ambiente hospitalar; emprego, ganho e remuneração para Portugal Continental; SEE = sector empresarial do Estado; SNS = Serviço Nacional de Saúde; entidades de saúde = agrupamentos de centros de saúde + entidades públicas empresariais do SNS + unidades hospitalares do tipo instituto público; pagamentos em atraso do subsector da saúde e hospitais EPE.

A quantificação desse risco a médio e longo prazo requer a realização de projeções para a despesa em saúde com base em cenários hipotéticos, os quais são elaborados através da definição de pressupostos de base e de variação para os determinantes da despesa. A elaboração de cenários alternativos é complementar à projeção da despesa no cenário base, assente na hipótese de políticas invariantes. Dadas as diversas combinações possíveis, a Comissão Europeia, ao realizar o exercício de projeção da despesa em saúde, definiu um conjunto de cenários admissíveis. Em particular, as variáveis incluídas em cada cenário definem pressupostos sobre a evolução da população (dados do EUROPOP2015), o perfil de gastos em saúde por idade (uma aproximação do estado de saúde da população), a base de evolução dos custos e a elasticidade da procura. Os cenários utilizados são descritos no Quadro 6.

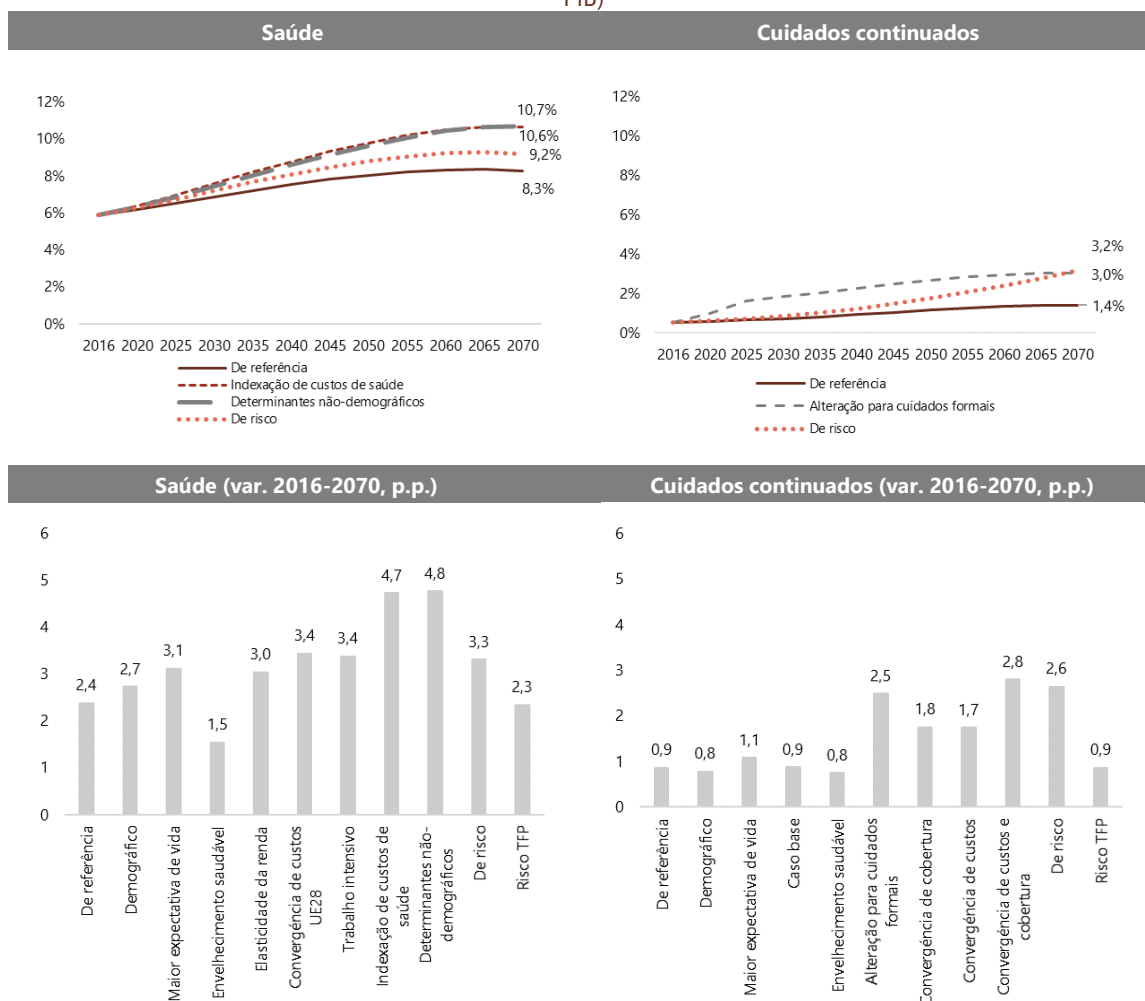
Quadro 6 - Cenários para projeção da despesa em saúde, pressupostos

Cenário	De referência	De risco	Determinantes não-demográficos	Indexação de custos de saúde
Projeção da população	EUROPOP2015	EUROPOP2015	EUROPOP2015	EUROPOP2015
Perfil da despesa em saúde, por idade	1/2 ganhos em longevidade vividos em boa saúde	1/2 ganhos em longevidade vividos em boa saúde	constante ao longo do período de projeção	constante ao longo do período de projeção
Evolução dos custos	PIB <i>per capita</i>	PIB <i>per capita</i>	PIB <i>per capita</i>	indexação específica dos inputs
Elasticidade da procura	1,1 em 2016 para 1 em 2070	1,4 em 2016 para 1 em 2070	1,4 em 2016 para 1 em 2070	1

Fonte: Comissão Europeia (2017).

Para Portugal, a projeção da despesa pública em saúde indica um aumento de 2,4 p.p. do PIB em 2070 face ao valor de 2016 no cenário de referência e de 3,3 p.p. no cenário de risco. Uma maior pressão dos determinantes não-demográficos pode elevar esta despesa em mais 2,4 p.p. Uma evolução de custos alinhada com o crescimento da produtividade no sector resultaria numa despesa pública projetada de 9,2% do PIB em 2070, que compara com um valor de 5,9% em 2016 (Gráfico 43). Estas projeções, independentemente do cenário escolhido, assinalam a existência de um risco orçamental positivo de médio e longo prazo para a sustentabilidade das finanças públicas, uma vez que a despesa corrente pública em saúde em 2070 será significativamente superior à observada em 2016 (entre 1,5 p.p. e 4,8 p.p.).

Gráfico 43 - Projeções para a despesa pública em saúde e cuidados continuados, Portugal (em % do PIB)



Fonte: Ageing Report 2018.

A projeção da despesa com cuidados continuados indica um crescimento de 0,5% do PIB em 2016 para 1,4% do PIB em 2070, considerando o cenário de referência. Subjacente à hipótese de substituição dos cuidados informais por cuidados formais, espera-se um crescimento da despesa em mais 1,6 p.p. do PIB face ao aos 1,4% projetados para o cenário de referência em 2070 (Gráfico 43). No entanto, a despesa com cuidados continuados apresenta um dos graus mais elevados de incerteza na projeção dos custos com o envelhecimento. Portugal tem um sistema difuso de prestação de cuidados continuados, muito fortemente dependente de cuidados informais prestados e/ou financiados diretamente pelas famílias, que estará ainda insuficientemente refletido nas projeções do *Ageing Report* 2018. O aumento da vida ativa, a urbanização e a redução da dimensão dos agregados familiares deverá levar a que estes cuidados tenham de passar para a economia formal aumentando porventura a despesa pública mais do que o assumido naquele exercício.

7 RESPONSABILIDADES CONTINGENTES

7.1 DEFINIÇÃO

As responsabilidades contingentes correspondem a passivos potenciais que apenas se tornam em responsabilidades efetivas caso ocorram eventos específicos. Podem resultar de compromissos formais, como as garantias governamentais firmadas em contrato ou as parcerias público-privadas (PPP), ou de responsabilidades não formalizadas, mas que envolvem um grau importante de compromisso público, como as assumidas por empresas públicas, ainda que classificadas fora do perímetro das administrações públicas. No texto que segue, estas são designadas por “responsabilidades contingentes gerais”.

A necessidade de acorrer a situações de crise económica grave dá origem a um outro tipo de responsabilidade contingente do Estado, de carácter descontínuo, mas, como foi o caso da crise financeira internacional, de dimensão potencialmente muito significativa. Ambas as características justificam, por isso, o seu tratamento individualizado.

Os dados sobre responsabilidades contingentes da administração pública são coligidos de acordo com a metodologia fixada pelo EUROSTAT que, desde 2009, procede igualmente à recolha e publicação de informação específica sobre passivos contingentes da administração pública em relação ao sector financeiro.⁴¹ A publicação destes dados visa aumentar a transparência das finanças públicas na União Europeia, garantindo a comparabilidade dos dados e facultando uma visão mais abrangente dos potenciais impactos das posições financeiras dos Estados-Membros.

7.2 RESPONSABILIDADES CONTINGENTES GERAIS

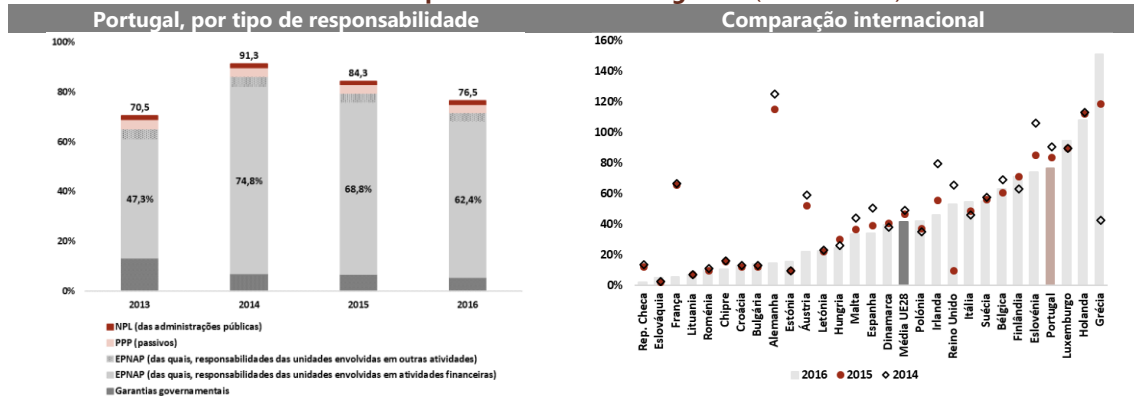
Em termos agregados, o total das responsabilidades em Portugal (76,5% do PIB) é superior à média observada para os Estados Membros da União Europeia (41,3% do PIB) em 2016, tendo aumentado de 70,5% para 76,5% do PIB entre 2013 e 2016, apesar de se observar uma redução continuada nos últimos três anos (Gráfico 44). A acentuada subida registada em 2014 resultante de medidas de suporte ao sector financeiro é representativa da importância dos riscos que estas responsabilidades representam e dos potenciais efeitos das mesmas sobre as Finanças Públicas.

Em termos comparativos, embora o peso das responsabilidades contingentes esteja a diminuir de forma sistemática desde 2014, Portugal apresentou ainda em 2016 o quarto valor mais elevado⁴² da União Europeia, somente abaixo da Grécia (150,8%), da Holanda (108,0%) e do Luxemburgo (94,4%), o que adiciona riscos de médio e longo prazo à sustentabilidade das finanças públicas, em particular com respeito às empresas públicas não incluídas no sector das administrações públicas (as chamadas entidades públicas não reclassificadas ou EPNR).

⁴¹ <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/contingent-liabilities>.

⁴² De acordo com a referência do [Eurostat](#), um mesmo risco pode estar refletido em dois ou mais indicadores. Nomeadamente, as garantias governamentais concedidas a EPNR estão incluídas em ambos, passivos das EPNR e garantias, o que implica uma sobrestimação do risco potencial.

Gráfico 44 - Responsabilidades contingentes (em % do PIB)



Fonte: Eurostat. | Notas: NPL = empréstimos *non-performing*; PPP = parcerias público-privadas; EPNAP = entidades públicas não incluídas no sector das administrações públicas.

Portugal tinha 352 entidades públicas não incluídas no sector das administrações públicas até o final de junho de 2018, as quais pertencem, maioritariamente, às Administrações Central (162 empresas) e Local (165 empresas), pertencendo as restantes às Administrações Regionais dos Açores (16 empresas) e da Madeira (9 empresas).⁴³

7.3 RESPONSABILIDADES EM RELAÇÃO AO SECTOR FINANCEIRO

Como se sabe, o impacto das intervenções no sector financeiro em resultado da crise internacional foi extensivo a um grande número de países desenvolvidos e, no caso da área do euro, pôs em evidência fragilidades que persistiam desde a sua constituição, em particular no domínio do sistema financeiro. Neste contexto, foram especialmente relevantes as intervenções na Irlanda (atingindo 21,6% do PIB em 2010), no Chipre (8,5% do PIB em 2012) e na Eslovénia (10,2% do PIB em 2013). Em Espanha, o pico dessa intervenção ascendeu a 3,6% do PIB em 2012.⁴⁴

A gravidade da crise levou a que fossem tomadas diversas medidas e criados mecanismos para controlar melhor os riscos do sector e reduzir o seu impacto nos défices orçamentais. Trata-se, contudo, de um processo ainda em curso, faltando até à data consenso quanto a características fundamentais do Mecanismo Europeu de Garantia de Depósitos, sobretudo ao nível da partilha de risco e da adoção de medidas adicionais de redução do risco no sector bancário.

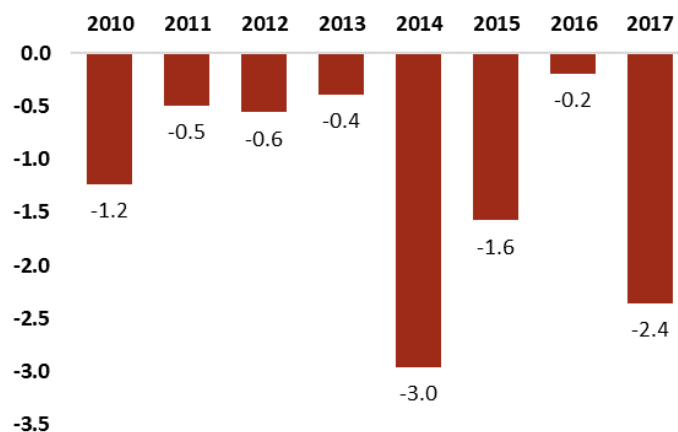
Em Portugal, o impacto da crise internacional foi fortemente ampliado por fragilidades acumuladas, tanto no sector financeiro, como nas finanças públicas e na própria economia. No caso do sector financeiro, a crise revelou a vulnerabilidade resultante do endividamento

⁴³ De acordo com as classificações do Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais de 2010 e da Instrução n.º 25/2014 do Banco de Portugal, as EPNR encontram-se nos seguintes sectores: (i) Banco Central (1 empresa); (ii) Sociedades não financeiras pertencentes ao sector público (284 empresas, com predomínio dos sectores do ambiente – águas e resíduos – e dos transportes); (iii) Instituições financeiras monetárias pertencentes ao sector público (4 empresas); (iv) Outros intermediários financeiros, auxiliares financeiros e instituições cativas e prestamistas pertencentes ao sector público (29 empresas); e (v) Fundos de investimento exceto fundos do mercado monetário pertencentes ao sector público (34 empresas). A lista completa encontra-se em <https://www.bportugal.pt/page/lista-de-entidades-para-fins-estatisticos?mliid=821>.

⁴⁴ [Supplementary tables for reporting government interventions to support financial institutions.](#)

privado excessivo e da enorme alavancagem do sector bancário, assente em grande parte em fundos de curto prazo provenientes do exterior. Para além de resolver os problemas de liquidez, tornou-se clara a necessidade de regulamentação mais exigente, no domínio da supervisão e da estabilidade financeira, com particular relevância para os requisitos de capital e para a resolução bancária. As principais intervenções em resultado da crise e da maior exigência regulamentar ocorreram nos casos de resolução do BPN (entre 2010 e 2014), BES (2014), BANIF (2013 e 2015) e CGD (2012 e 2017) correspondendo a 8,6% do PIB.

Gráfico 45 - Impacto no défice das intervenções de apoio ao sistema financeiro (em % do PIB)



Fonte: Eurostat. Nota: Efeito líquido.

Ao impacto direto da crise financeira sobre a rendibilidade do sistema bancário somou-se depois, como refere o Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal⁴⁵, um período prolongado de taxas de juro anormalmente baixas que, embora justificado pela necessidade de estímulo à retoma da economia, condiciona a já fraca rendibilidade do sistema, podendo constituir um estímulo à imprudente tomada de risco e ao abrandamento da necessária redução do endividamento do sector não financeiro.

O processo de estabilização do sistema bancário que tem vindo a ter lugar no país e na zona euro, a reformulação dos modelos de negócio do sistema bancário e o reforço da arquitetura institucional europeia permanecem como condições essenciais para reduzir a probabilidade de materialização de novos riscos.

Em Portugal, os empréstimos *non-performing*⁴⁶ (*NPL, non-performing loans*) permanecem como um dos principais riscos para a estabilidade financeira do sistema bancário nacional, apesar da melhoria que tem vindo a ser observada, com a diminuição do rácio de NPL e o

⁴⁵ https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_06_2018_pt.pdf.

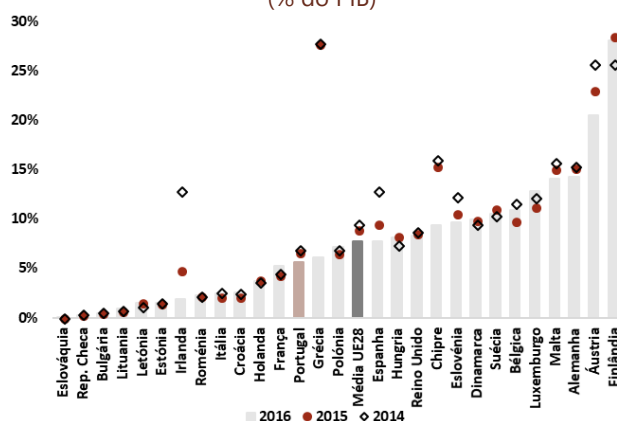
⁴⁶ O Banco de Portugal, em consonância com a Autoridade Bancária Europeia, classifica como NPL os empréstimos que verifiquem uma das seguintes condições: (i) exposições significativas com prestações vencidas há pelo menos 90 dias (critério quantitativo); (ii) considerar-se improvável que o devedor cumpra integralmente com as suas obrigações sem a realização de eventuais garantias (critério qualitativo); (iii) ativos com imparidade, exceto imparidade por perdas incorridas mas das quais a instituição ainda não teve conhecimento; e (iv) crédito em incumprimento de acordo com o conceito prudencial definido no Regulamento relativo aos requisitos de fundos próprios (ou CCR, do inglês *Capital Requirements Regulations*).

aumento do rácio de cobertura por imparidades. No entanto, o seu nível (que continua elevado) e a forte exposição a ativos imobiliários mantêm-se como fatores de vulnerabilidade do sector bancário, constituindo um risco para as finanças públicas.

7.4 GARANTIAS CONCEDIDAS, PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS E SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL

As garantias concedidas pelo Governo não estão, em geral, sujeitas ao mesmo grau de escrutínio orçamental que as despesas efetivas. A natureza potencial e diferida dos seus custos potenciais tende a introduzir um enviesamento no sentido da minimização dos custos esperados⁴⁷. A análise do Gráfico 46 incide em dados sobre garantias concedidas pelas administrações públicas, que podem transformar-se em passivos reais do governo caso determinadas condições se materializem.

Gráfico 46 - Garantias concedidas pela Administrações Públicas (Government guarantees)
(% do PIB)



Fonte: Eurostat.

As garantias concedidas pelos Governos são a forma mais comum de passivos contingentes e, de acordo com os mais recentes dados publicados pelo Eurostat, relativos a 2016, os valores mais significativos referem-se à Finlândia (28,0% do PIB) e Áustria (20,5%), seguidos pela Alemanha (14,3%). Os Estados Membros com menores valores de garantias, abaixo de 1%, são a Eslováquia (0,03%), a República Checa (0,3%), a Bulgária (0,5%) e a Lituânia (0,9%). Portugal encontra-se abaixo da média da União Europeia, atingindo 5,6% do PIB em 2016, um valor inferior ao registado nos dois anos anteriores (Gráfico 46). A natureza das garantias difere entre Estados Membros, uma vez que, apesar de a maioria das garantias ser concedida ao nível da Administração Central, há países em que o peso das garantias atribuídas pela Administração Local é significativo, como o é o caso da Dinamarca, da Finlândia e da Suécia. Destaca-se ainda um grupo de países,⁴⁸ em que Portugal se insere, onde uma parte considerável das garantias concedidas estão associadas a instituições financeiras, sobretudo nos anos de 2013 e 2014, no contexto da crise financeira.

⁴⁷ FMI, 2016. Analyzing and Managing Fiscal Risks – Best Practices.

⁴⁸ Bélgica, França, Hungria, Irlanda, Luxemburgo, Polónia, Portugal e Espanha.

A análise feita pelas autoridades nacionais divide as garantias entre (i) garantias concedidas ao sector bancário e (ii) garantias concedidas a “Outras Entidades”. Este conceito de garantias difere do conceito uniformizado usado pelo Eurostat, aplicável em todos os países da União Europeia. Em 2017, o stock da dívida garantida pelo Estado a instituições bancárias, designadas por Instituições de Crédito (IC), no âmbito da Garantia de Carteira⁴⁹, atingiu os 2,8 mil M€. No que respeita às garantias concedidas a “Outras Entidades”, excluindo as concedidas ao sector bancário, o *stock* da dívida garantida pelo Estado foi de 15,5 mil M€.

Quadro 7 – Garantias concedidas
(em M€)

	2013	2014	2015	2016	2017
Entidades incluídas na Administração Central	13 224	12 367	11 815	11 898	11 210
Parvalorem	3 318	2 885	2 591	2 290	1 995
Metropolitano de Lisboa	2 813	2 671	2 570	2 486	2 398
Infraestruturas de Portugal*	2 845	2 761	2 907	2 801	2 700
CP-Caminhos de Ferro Portugueses	812	767	722	679	643
EDIA-Emp. Des. Infra-estruturas do Alqueva	545	538	532	525	512
Metro do Porto	951	900	799	745	690
Parque Escolar	1 050	1 035	996	983	934
Fundo de Resolução	0	0	0	656	566
Fundo de Contragarantia Mútua	161	204	234	344	466
PARUPS	728	605	465	390	307
Entidades não incluídas na Administração Central	1 949	1 778	1 718	1 629	1 376
AdP -Águas de Portugal	1 388	1 382	1 373	1 327	1 276
STCP - Soc. Transportes Colectivos do Porto	220	100	100	100	100
CARRIS	341	297	245	202	0
Regiões Autónomas	988	1 106	1 195	1 186	1 398
Região Autónoma da Madeira	988	1 106	1 195	1 186	1 398
Outras**	16 349	5 697	5 542	3 742	1 511
Novo Banco (ex BES)	4 750	3 500	3 500	1 800	0
BCP	4 250	0	0	0	0
Caixa Geral de Depósitos	3 600	0	0	0	0
BANIF***	850	0	0	0	0
Total	32 512	20 948	20 270	18 456	15 494

Fonte: DGTF. | Notas: * Os anos 2013 e 2014 correspondem à soma do valor das garantias concedidas às antigas empresas Estradas de Portugal (EP) e REFER. ** Incorpora outras entidades públicas maioritariamente não incluídas nas Administrações Públicas, entidades privadas e países objeto de cooperação portuguesa. *** Inclui BANIF-Banco Internacional do Funchal e BANIF-Banco de Investimento.

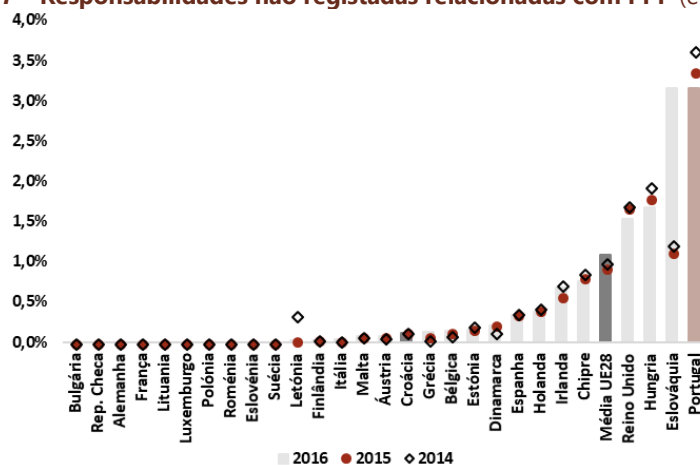
O valor das garantias concedidas apresenta uma diminuição acentuada desde 2013, explicada sobretudo pela diminuição das garantias concedidas a Instituições Bancárias (Quadro 7), em parte por força da sua resolução e correspondente intervenção direta do Estado, que as transformou em despesa efetiva.

As PPP têm potencial para melhorar a eficiência na provisão de infraestruturas, o que exige uma adequada definição e repartição de riscos entre os sectores público e privado. Tal como nas garantias, a natureza potencial e diferida dos seus custos eventuais pode introduzir enviesamentos na avaliação e repartição desses riscos, tornando-as numa importante fonte de encargos diferidos para o Estado. De acordo com o Eurostat (Gráfico 47), Portugal é o país da União Europeia que regista o maior peso deste tipo de responsabilidades no PIB

⁴⁹ No Programa de Estabilidade a Garantia de Carteira é descrita como sendo um instrumento 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, tem um prazo de sete anos, com maturidade em 2020, sendo que a maioria das operações beneficia de garantias bancárias, reduzindo assim o risco assumido pelo Estado.

(3,2%), estando 2,1 p.p. acima da média da União Europeia, seguido pela Eslováquia (3,1%), Hungria (1,7%) e Reino Unido (1,5%).

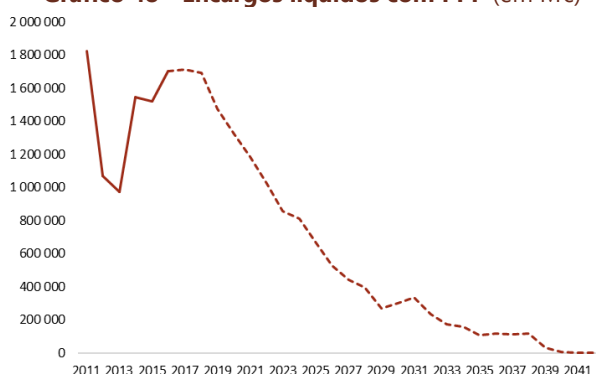
Gráfico 47 – Responsabilidades não registadas relacionadas com PPP (em % do PIB)



Fonte: Eurostat.

Segundos dados do Relatório do OE/2018, a estimativa para os encargos com as PPP nos sectores rodoviário, ferroviário, saúde e segurança era de 1,7 mil M€ em 2017, sendo de destacar que a curva das responsabilidades ultrapassou já o seu máximo.

Gráfico 48 – Encargos líquidos com PPP (em M€)



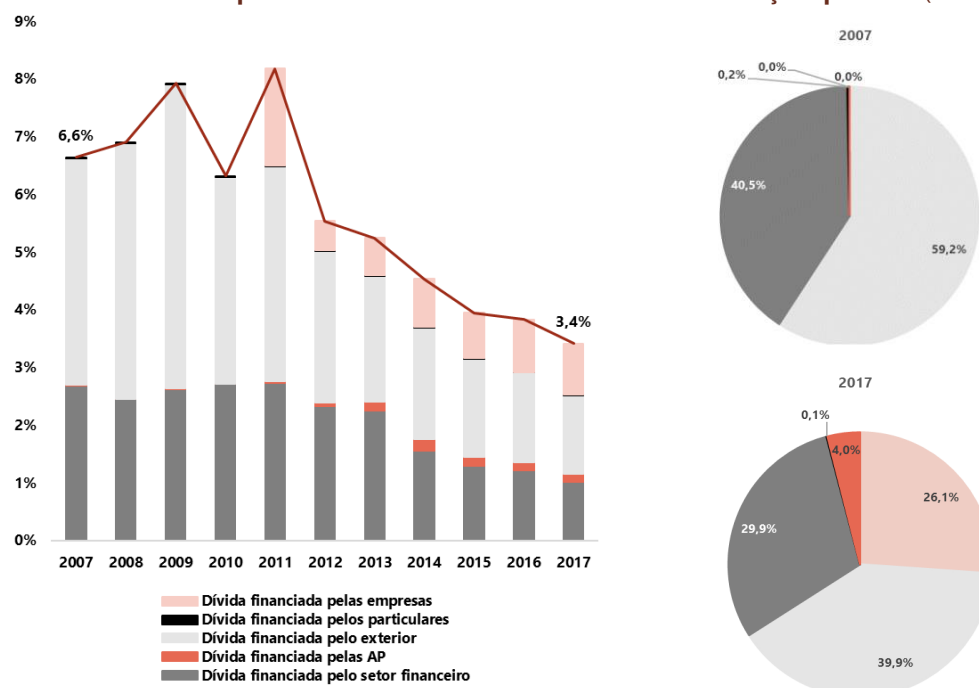
Fonte: Boletim Anual das PPP - 2012, 2013, 2015 e 2016; Relatório do Orçamento de Estado para 2018 (projeções para 2017 em diante). Notas: valores em milhares de Euros; valores em preços correntes até 2017; valores em preços constantes (2018) para 2018 a 2042; inclui parcerias público-privadas nos sectores rodoviário, ferroviário, saúde e segurança. Estes dados não são diretamente comparáveis com os publicados pelo Eurostat.

No que se refere às empresas públicas, a evolução da situação financeira das que se encontram classificadas dentro do perímetro das AP tem impactos diretos sobre o Orçamento do Estado, que integra o conjunto das receitas e despesas associadas. As suas necessidades de financiamento são igualmente asseguradas pelo Orçamento do Estado através do Tesouro e o seu endividamento é objeto de controlo quer pelos ministérios setoriais, quer pelo das Finanças.

Em situação diferente estão as entidades públicas não incluídas no sector das administrações públicas. Neste caso, os riscos orçamentais referem-se a eventuais incapacidades destas empresas para honrarem integralmente os compromissos assumidos e também ao nível de dividendos que possam transferir para o Estado. Embora o peso no PIB da dívida total destas

entidades tenha diminuído 3,2 p.p. nos últimos 10 anos (Figura 49), é de assinalar a alteração na estrutura dos detentores desta dívida. No caso da dívida detida pelas AP, embora esta tenha diminuído em 2017 face a 2014, teve um crescimento acumulado de 0,13 p.p. do PIB entre 2007 e 2017. A dívida detida pelo exterior e pelo sector financeiro diminuiu, enquanto a detida pelas empresas teve um aumento acumulado de 0,9 p.p. do PIB.

Gráfico 49 - Entidades públicas não incluídas no sector das administrações públicas (em % do PIB)



Fonte: Banco de Portugal. Nota: AP – administrações públicas; valores não comparáveis com os inscritos no Gráfico 44, porque o Eurostat regista o total das responsabilidades das entidades públicas classificadas fora do perímetro das administrações públicas.

8 ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA

8.1 BREVE ENQUADRAMENTO HISTÓRICO

Até à década de 1930, a história financeira de Portugal caracterizou-se por um elevado grau de instabilidade, partilhada pelas finanças públicas e pela banca. Ao longo do século XIX essa instabilidade acentuou-se, culminando na crise da dívida de 1890-1893, cujos efeitos se protelaram pelas décadas seguintes. Acontecimentos na esfera internacional, como a abertura dos portos do Brasil em 1808, pondo fim ao monopólio comercial de que a marinha portuguesa gozava e que estava na origem de grande parte da receita fiscal do país, à crise do Barings em 1890, à Primeira Guerra Mundial (1914-18), constituíram os detonadores das crises financeiras em Portugal. Este padrão confirma dois traços básicos da economia portuguesa ao longo de séculos: a sua dependência do exterior e a vulnerabilidade resultante de ver nele a fonte de recursos financeiros do país, garantidos pelo monopólio da sua exploração e não dando origem ao desenvolvimento dos recursos nacionais capazes de promover a resiliência face aos choques do exterior.⁵⁰

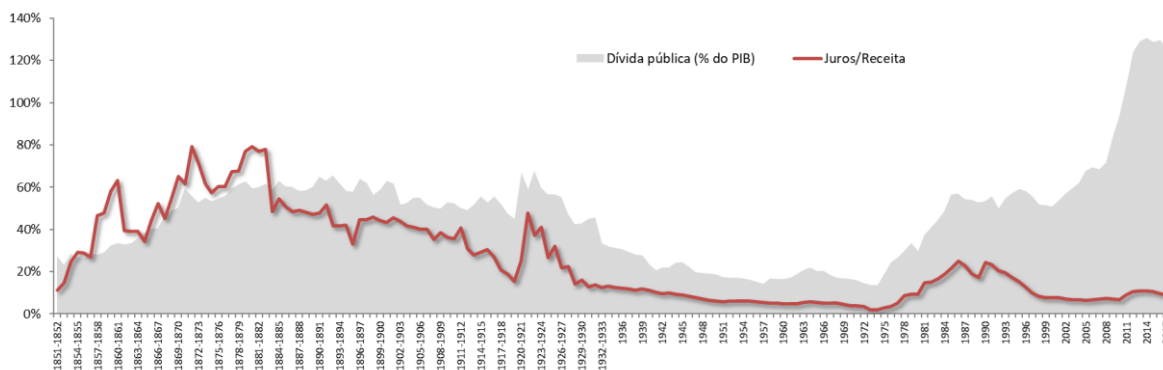
Com o período do Estado Novo, implantado em 1926, acabou esta instabilidade, através de um rígido controlo da despesa pública e da limitação do papel do Estado nos sectores sociais. No entanto, a contenção da instabilidade económica em que o país vivia foi apenas temporária, na medida em que, neste período, não se conseguiu reverter o atraso da economia, promover a sua abertura ao exterior e a concorrência interna e a sua dependência do Estado. Da alteração drástica na gestão das finanças públicas, com a adoção de um princípio rígido de equilíbrio orçamental, resultou a redução da dívida pública até ao princípio da década de 1970. A dívida externa foi totalmente liquidada em 1940, sendo a dívida pública integralmente financiada no mercado interno.⁵¹

A partir de 1974 altera-se profundamente a orientação da política económica com a reversão profunda do papel do Estado nos domínios sociais e com a reorganização administrativa do território. No domínio orçamental abandonou-se a rigidez na aplicação do princípio de equilíbrio orçamental.

⁵⁰ Duas obras que merecem referência e desenvolvem estes temas são Landes, David S. (2001) – *A Riqueza e a Pobreza das Nações*. Gradiva; Lains, Pedro e A.F. da Silva, orgs. (2005) – *História Económica de Portugal, 1700-2000*. Lisboa: ICS, Imprensa de Ciências Sociais.

⁵¹ Ver Marinheiro (2006)

Gráfico 50 - Evolução da situação orçamental das Administrações Públicas em Portugal 1851-2017
(em % do PIB)

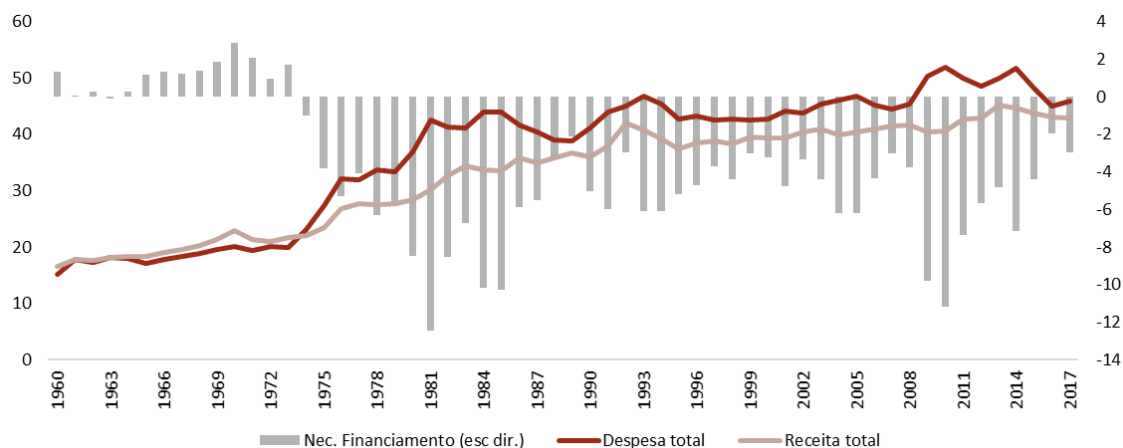


Fonte: Marinheiro (2006), INE e Banco de Portugal.

O rácio da dívida pública volta a apresentar uma clara tendência crescente (Gráfico 50), maioritariamente explicada, até 1985, pelo rápido aumento da despesa resultante do crescimento da massa salarial, das transferências para as administrações regional e local e das tentativas de controlo da inflação mediante a fixação de preços administrados que resultaram na acumulação de vultosos défices nas empresas públicas. O desenvolvimento do Estado social, que caracterizou a mudança de regime, não teve particular impacto ao longo desse período. Tal deveu-se, em primeiro lugar, ao carácter gradual da sua implementação que se iniciou ainda durante o anterior regime, sobretudo nas áreas da educação e da saúde. No caso das pensões, o sistema beneficiou inicialmente do predomínio da população jovem, reforçado pelo retorno de emigrantes da Europa e das colónias, que garantiu a manutenção de excedentes do sistema de segurança social.

A partir de 1986, com a entrada na União Europeia, Portugal atravessou um período de relativa estabilização do rácio da dívida, em resultado da aceleração do crescimento económico e da redução inicial do peso da despesa pública, não obstante o aumento do peso do investimento, parcialmente financiado pelas ajudas financeiras da União Europeia, mitigando o seu impacto na dívida e promovendo, simultaneamente, o aumento da procura interna, quer para consumo, quer para investimento.

Gráfico 51 - Necessidades líquidas de financiamento das AP em perspectiva de longo prazo (em % do PIB)

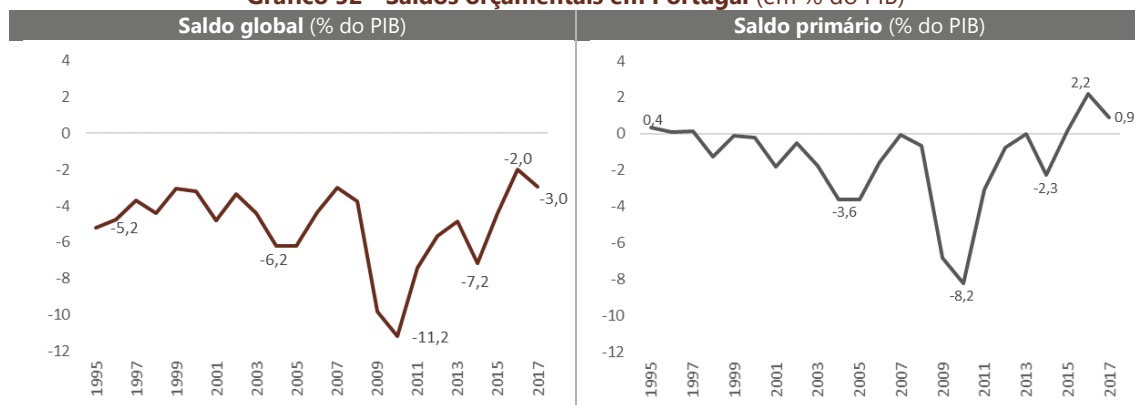


Fontes: Banco de Portugal, Séries Longas (1960-1994) e Comissão Europeia (AMECO) (1995-2017).

A partir do início da década de 1990, os défices orçamentais voltaram a crescer, embora beneficiando da redução das taxas de juro, que se acentuaria fortemente com as perspectivas e posterior concretização da adesão à União Económica e Monetária no final da década. A estabilização do rácio da dívida, que se manteve com pequenas oscilações em torno de 55% do PIB entre 1986 e 2000, refletia também o impacto das privatizações que acompanharam o processo de integração na UE, cujas receitas foram consignadas à sua amortização.

A integração na área do euro e a consequente facilidade acrescida no acesso ao financiamento ajudou à acumulação de défices orçamentais, sobretudo financiados pelo exterior, em contrapartida de um défice externo crescente. Contudo, a acumulação destes défices, sobretudo a partir da década de 2000, e a orientação da política económica, favorecendo o impulso à procura interna e ao investimento nos sectores não transacionáveis em detrimento da competitividade, acabariam por comprometer o crescimento da economia e por se traduzirem em níveis excecionalmente elevados de dívida externa (pública e privada). O desencadear da crise financeira internacional viria finalmente a pôr de novo em evidência a vulnerabilidade financeira do país, acarretando a necessidade de um novo ajustamento abrupto a nível das finanças públicas.

Gráfico 52 - Saldos orçamentais em Portugal (em % do PIB)

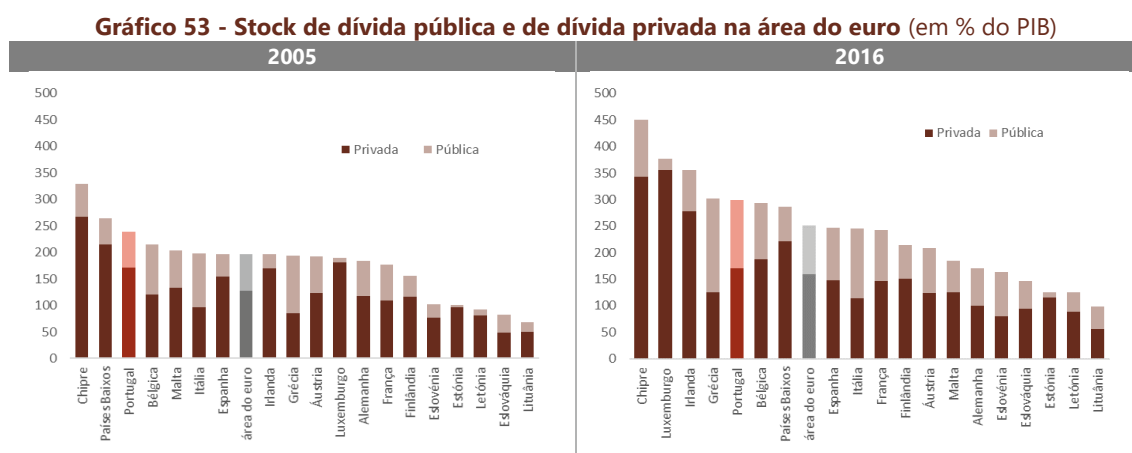


Fonte: INE. Cálculos do CFP.

O enfoque das políticas orçamentais nos efeitos de curto prazo e nos ciclos políticos, a par da desvalorização do seu impacto na sustentabilidade orçamental, promoveram quase constantemente a pró-ciclicidade da política económica e o consequente aumento dos rácios da dívida pública e externa. É, por isso, na correção dessa perspetiva e na atenção aos riscos orçamentais e à sustentabilidade da dívida que devem concentrar-se os esforços para reduzir a vulnerabilidade ancestral da economia e a capacidade de executar políticas anti-cíclicas quando as crises surgem.

8.2 O QUE MUDOU DESDE A CRISE?

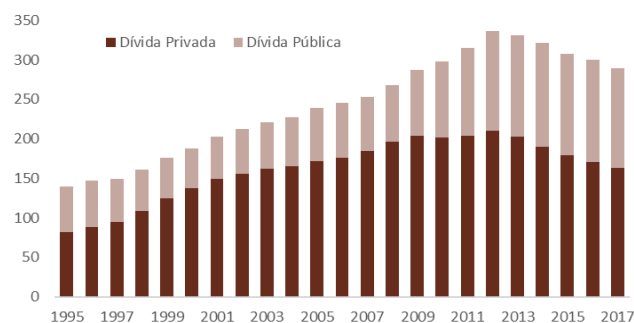
Uma das consequências da crise financeira foi o rápido crescimento da dívida pública na maioria das economias avançadas. Tal foi o resultado da convergência de um conjunto de riscos que as políticas anteriores à crise exacerbaram, em vez de atenuar. As secções anteriores ilustram esses riscos e o desempenho da economia portuguesa que, em 2005, apresentava o terceiro maior *stock* de dívida total, pública e privada, da área do euro (Gráfico 53).



Fonte: Comissão Europeia.

A partir de 2008 e na sequência da crise económica e financeira, os rácios da dívida pública portuguesa aumentaram significativamente, atingindo valores historicamente elevados e acima da generalidade de países comparáveis da área do euro.

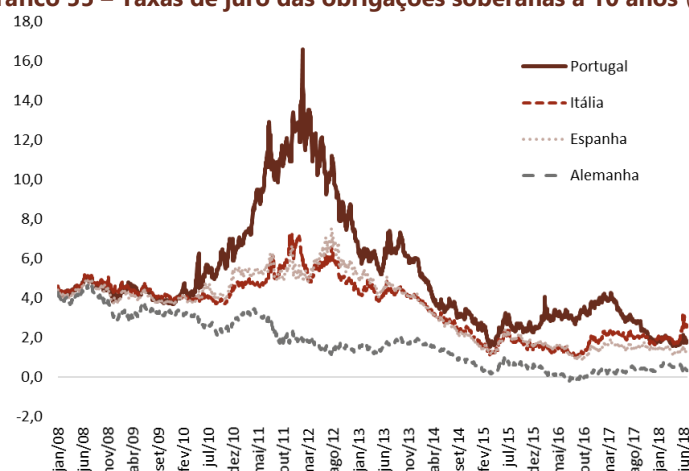
Gráfico 54 – Evolução do stock de dívida pública e de dívida privada em Portugal (em % do PIB)



Fonte: Comissão Europeia.

A vulnerabilidade acumulada pela economia portuguesa e a súbita inversão da perceção do risco pelos mercados financeiros conduziram ao aumento abrupto dos custos de financiamento e à dificuldade de acesso aos mercados internacionais, fatores agravados pela concentração no curto prazo do financiamento externo captado pelo sistema bancário. O aumento dos custos de financiamento em 2011 e 2012 está em parte ligado aos sucessivos *downgrades* do rating da dívida pública portuguesa para níveis abaixo do grau de investimento. O ajustamento orçamental realizado em 2011/12 permitiu que, a partir do final desse ano, o prémio de risco da dívida pública invertesse a trajetória crescente, tendência que se acentuou no segundo semestre de 2014 e sobretudo em 2017. A este efeito somou-se o da política monetária do BCE, no seguimento do [discurso de Mario Draghi](#), comprometendo-se a tomar as medidas que fossem necessárias para pôr termo à crise na área do euro.⁵² (Gráfico 55).

Gráfico 55 – Taxas de juro das obrigações soberanas a 10 anos (%)

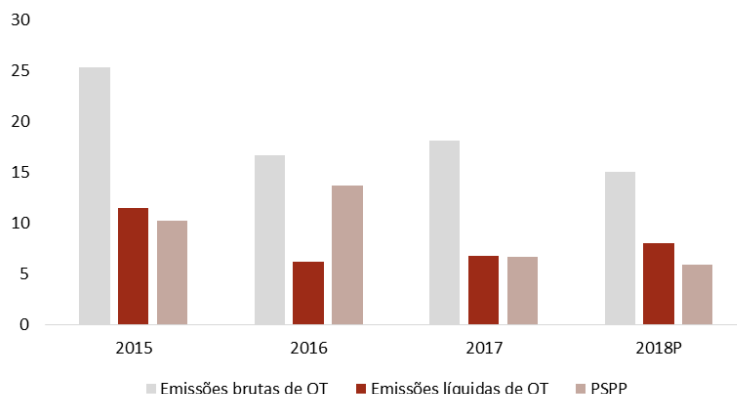


Fonte: IGCP.

Além do ajustamento orçamental realizado, a evolução favorável em 2017 reflete a melhoria da conjuntura económica na área do euro, com impacto direto em Portugal, levando à subida do *rating* da República para um nível de investimento pelas agências *Standard & Poor's* (S&P) e *Fitch*, respetivamente, em setembro e dezembro desse ano. Esta reversão ocorreu num enquadramento de redução das compras realizada ao abrigo do programa de compra de ativos pelo BCE que teve início em março de 2015. Embora este permaneça como um agente de relevo no mercado da dívida pública portuguesa, a sua posição relativa tem vindo a diminuir.

⁵² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

Gráfico 56 – Emissões de Obrigações do Tesouro (em mil M€)



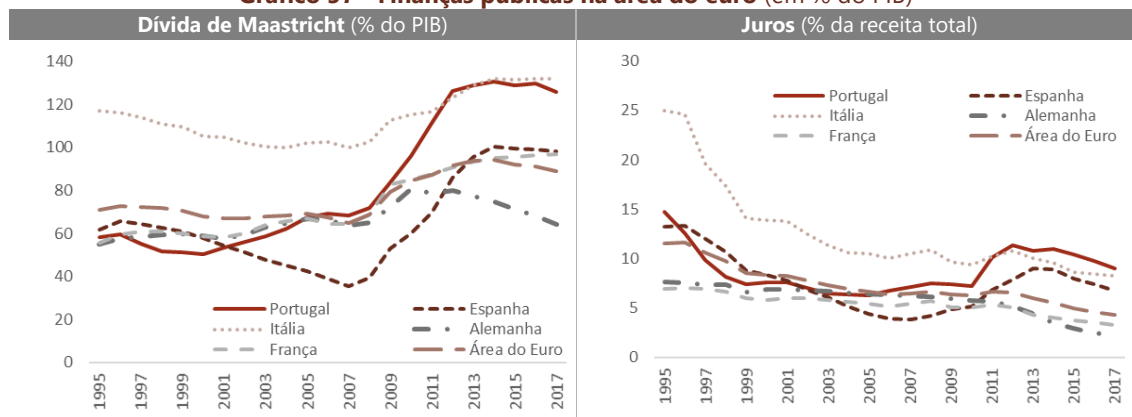
Fonte: IGCP e BCE. Cálculos do CFP. | * A projeção de emissões brutas e líquidas de Obrigações do Tesouro (OT) considerada em 2018 inclui emissões de MTN, tal como na apresentação aos investidores do IGCP de 16 de março 2018. Assume-se que as compras no âmbito do PSPP em 2018 se mantêm iguais à média do 1.º trimestre 2018.

Em 2017, as taxas de juro médias da dívida pública denotaram uma diminuição, tanto no curto como no longo prazo, com particular ênfase nas maturidades mais longas, devido à amortização antecipada dos empréstimos do FMI no montante de 10 mil M€.

Apesar do progresso observado, no final de 2017, Portugal continuava a ser um dos países mais endividados da área do euro, encontrando-se na quinta posição, apresentando um *stock* conjunto de dívida bruta pública e privada apenas inferior ao da Grécia, de Chipre, da Irlanda e do Luxemburgo, sendo que, no caso deste último, a esse *stock* de dívida correspondem ativos de montante muito elevado, ao contrário do que sucede em Portugal. (Gráfico 53).

Desde a falência do banco norte-americano Lehman Brothers, em 2008, que a dívida pública soberana portuguesa, bem como a da maioria dos países da área do euro, apresentou acentuados crescimentos (Gráfico 57), sendo esta evolução especialmente notória nos países que já apresentavam níveis mais elevados no passado.

Gráfico 57 - Finanças públicas na área do euro (em % do PIB)



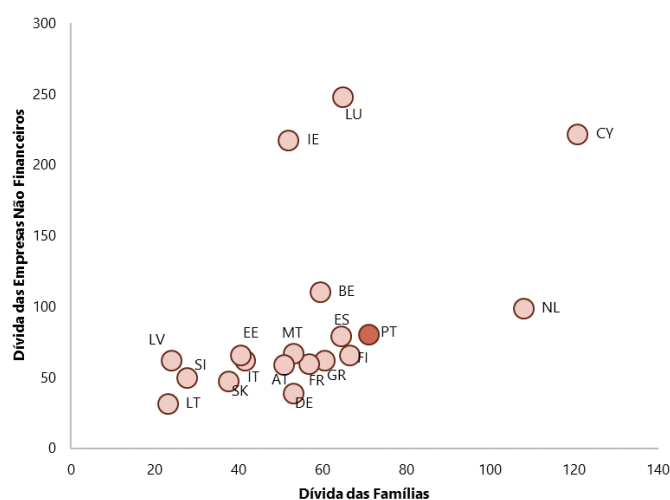
Fonte: Comissão Europeia. Cálculos do CFP.

O rápido aumento dos *stocks* de dívida pública numa conjuntura de maior volatilidade financeira e o reduzido crescimento evidenciaram novamente a necessidade de avaliação da

sustentabilidade da dívida.⁵³ A monitorização das regras europeias⁵⁴ permaneceu durante muito tempo descontínua e pouco aprofundada, sobretudo confiando na capacidade das autoridades nacionais de garantir o seu cumprimento. Mais recentemente, o acompanhamento pelas instituições europeias passou a ser mais abrangente e coordenado nas diferentes fases do processo orçamental. Esta alteração tornou claras as falhas que o enquadramento orçamental português tinha mantido e levou à reforma consignada na Lei de Enquadramento Orçamental (LEO, Lei n.º 151/2015, de 11 de setembro). Ainda que insuficiente nalguns aspetos, esta implica um importante esforço com vista a melhorar a qualidade das decisões de política orçamental e da gestão das despesas públicas.

No entanto, e apesar do crescente acompanhamento e sensibilização da sociedade para a importância do debate sobre a sustentabilidade das finanças públicas, o peso do *stock* de dívida de Portugal continuará a constranger a economia nos próximos anos, enquanto os agentes públicos e privados prosseguem um esforço de desalavancagem.

Gráfico 58 - Dívida das famílias e dos setores não financeiros em 2016 (em % do PIB)



Fonte: Comissão Europeia. Cálculos do CFP. Nota: lista de abreviaturas disponível em anexo.

8.3 RISCOS PARA A SUSTENTABILIDADE DAS FINANÇAS PÚBLICAS

Os principais riscos para a sustentabilidade da dívida na área do euro permanecem elevados. No final de 2016, o BCE⁵⁵ destacava o reduzido crescimento nominal do PIB, os riscos remanescentes dos apoios ao sector financeiro e as insuficientes reformas estruturais e orçamentais, juntamente com a crescente incerteza política. Já em 2018,⁵⁶ o BCE confirma que o ambiente de estabilidade financeira permaneceu favorável, mas aponta riscos que continuam a dever ser tidos em conta no conjunto da área do euro, nomeadamente quanto

⁵³ BCE, Boletim Mensal, abril de 2012.

⁵⁴ [Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia \(TFUE\)](#), [Regulamento \(UE\) N.º 1175/2011](#), [Regulamento \(UE\) N.º 1176/2011](#), [Regulamento \(UE\) N.º 1174/2011](#), [Regulamento \(UE\) N.º 1173/2011](#), [Regulamento \(UE\) N.º 473/2013](#), [Regulamento \(UE\) N.º 472/2013](#).

⁵⁵ BCE, *Financial Stability Review*, novembro de 2016.

⁵⁶ *Financial Stability Review*, maio de 2018: <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/ecb.fsr201805.en.html#toc2>.

(i) aos efeitos de uma possível correção dos valores dos ativos; (ii) aos problemas suscitados quanto à capacidade de intermediação dos bancos pelo seu fraco desempenho financeiro e pelos desafios estruturais que enfrentam e (iii) pelos riscos decorrentes dos elevados níveis de endividamento, público e privado. Por estas razões, a melhoria das condições de financiamento de que a área do euro beneficia atualmente pode ser rapidamente revertida no caso de materialização de um cenário negativo.

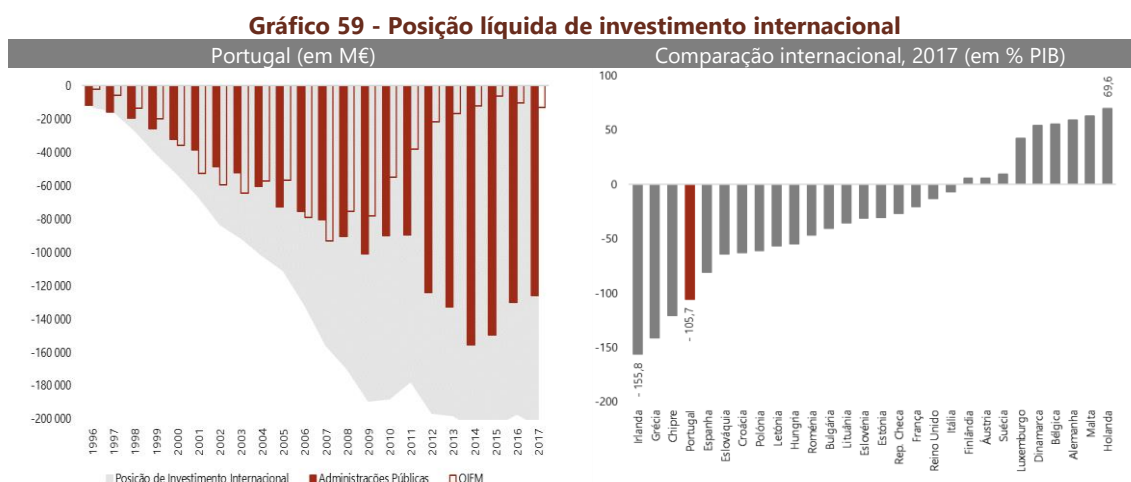
Para mitigar os riscos associados a possíveis aumentos das taxas de juro ou ao risco de paragem repentina (*sudden stop*), é necessário monitorizar sistematicamente um conjunto de indicadores económicos, financeiros e demográficos, que permitam avaliar regularmente a vulnerabilidade das economias e das finanças públicas. Os riscos associados à demografia são especialmente relevantes num quadro de envelhecimento e contração populacional. Os riscos financeiros, por sua vez, incluem a posição líquida do investimento internacional, a composição da dívida externa, as responsabilidades contingentes e o crédito malparado. De seguida são apresentados, de forma não exaustiva, alguns destes riscos associados à sustentabilidade das finanças públicas em Portugal.

A restrição de financiamento externo constitui uma das maiores condicionantes ao funcionamento da economia portuguesa, encontrando-se refletida de forma bastante clara na Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII), que agrega as posições ativas e passivas dos sectores institucionais residentes face ao exterior. Este agregado serve como indicador de solvabilidade e de vulnerabilidade de um país aos mercados internacionais e reflete fluxos de diferentes naturezas, desde o investimento direto de/no estrangeiro à detenção/acumulação de dívida. Quanto mais negativo for o rácio entre a PLII e o PIB, tanto maior será o risco negativo decorrente de flutuações dos mercados financeiros internacionais.

Em 1996, o primeiro ano para da série para o qual há dados, Portugal detinha uma posição de quase equilíbrio, resultante em larga medida do acesso limitado aos mercados internacionais e do elevado risco de câmbio associado ao financiamento em divisas. A integração na área do euro eliminou este risco e facilitou aquele acesso, que foi utilizado pelos diferentes sectores institucionais e conduziu a um significativo aumento do saldo devedor.

Esta mudança é particularmente evidente na evolução da posição líquida negativa dos sectores das Administrações Públicas e das outras instituições financeiras monetárias (OIFM).⁵⁷ Como resposta à diminuição do acesso destas aos mercados financeiros internacionais que antecedeu o PAEF, as Administrações Públicas aumentaram de forma significativa a sua exposição, tendo ocupado o lugar do sector financeiro como captador de financiamento à economia, em larga medida através do financiamento associado ao Programa de ajustamento. Face aos restantes países da área do euro, em 2017, Portugal tinha a quarta PLII mais negativa, superado apenas pelas posições da Irlanda, da Grécia e de Chipre.

⁵⁷ Bancos, Caixas Económicas e Fundos do Mercado Monetário.



Fonte: Banco de Portugal. Nota: OIFM – outras instituições monetárias financeiras. Fonte: Comissão Europeia. Cálculos do CFP.

8.4 CENÁRIOS DE ANÁLISE À SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA PELO CFP

A ferramenta utilizada para a construção de cenários de evolução da dívida pública consiste num modelo determinístico, baseado na equação da dinâmica da dívida. De acordo com a expressão algébrica de acumulação de dívida, a variação do rácio da dívida sobre o PIB é determinada pelo saldo primário, pelo efeito bola de neve (efeito juros e efeito crescimento) e ainda por ajustamentos pontuais défice-dívida, como sejam por exemplo a utilização de depósitos, as ajudas ao sector financeiro e as receitas de privatização.

8.4.1 Breve apresentação

“Uncertainty is the nemesis of all projections, and more so for those that span generations.”
Allen Schick, 2005

Um cenário é um exercício de explicitação e quantificação de um futuro possível.⁵⁸ Nesse sentido neste relatório são apresentados de forma razoavelmente detalhada os pressupostos do cenário central e de cada um dos cenários alternativos resultantes dos choques que são simulados.

Os cenários de evolução do rácio da dívida sobre o PIB apresentados neste capítulo são elaborados para um horizonte temporal de 15 anos, sendo 2018 o primeiro ano de projeção.

⁵⁸ “Scenarios are stories about the future. They represent relevant, plausible, challenging and divergent stories about the future context for an issue and its stakeholders. One cannot expect any given scenario to come true as it stands. Scenarios are not predictions, preferences or forecasts. Rather, the process of developing and using scenarios is intended to help actors generate learnings and insights, both from exploring each scenario individually and from comparing and contrasting them.” (World Economic Forum (2011), Scenarios for the Mediterranean Region, Geneva.)”

Este horizonte foi considerado o mais adequado para os objetivos pretendidos: trabalhar com um período de 15 anos tem a vantagem de permitir observar um futuro possível em que as ações tomadas hoje terão uma influência determinante e em que a relação causal ainda pode ser intuída.

Se é indubitável que a análise das questões de sustentabilidade das finanças públicas ganha em incorporar horizontes mais dilatados (até 50 anos), permitindo mitigar os eventuais desequilíbrios de longo prazo através de ações corretivas no presente, a necessidade de estabelecer hipóteses sobre evolução de preços, juros e crescimento para períodos tão distantes aumenta de tal forma a incerteza que qualquer hipótese possui um grau de arbitrariedade elevado.

A metodologia utilizada pelo CFP neste capítulo baseia-se nos modelos de análise de sustentabilidade da dívida incluídos nos exercícios publicados anualmente pela CE. Estes modelos têm um fundamento determinístico assente num cenário de políticas invariantes, que tem como variáveis exógenas as utilizadas na equação da dinâmica da dívida (ver Caixa 1). As principais diferenças do modelo aqui apresentado face ao da CE residem no facto de esta usar uma decomposição do saldo primário⁵⁹ e na inclusão do efeito de bola de neve apenas para o horizonte de previsão (até 2017). No que respeita ao horizonte temporal considerado, a metodologia do CFP apresenta um período de análise mais alargado (até 2033), quando comparado com a CE (2028).

A ferramenta utilizada pelo CFP para a construção de cenários de evolução da dívida pública consiste num modelo determinístico (Caixa 1). A variação do rácio da dívida sobre o PIB é definida pelo saldo primário, pelo efeito de bola de neve (efeito juros e efeito crescimento do PIB) e ainda por receitas de emissão monetária ou senhoriagem e ajustamentos pontuais défice-dívida, como sejam a utilização de depósitos, as ajudas ao setor financeiro que não sejam consideradas no défice e as receitas de privatização. O CFP não considerou receitas de senhoriagem⁶⁰ como também não considerou ajustamentos défice-dívida no período de projeção⁶¹, uma vez que não existe informação que permita sustentar hipóteses de longo prazo para esta variável. Tal não significa que não se saiba à partida que estes ajustamentos irão acontecer.

⁵⁹ A Comissão Europeia decompõe o saldo primário em: saldo primário estrutural, esforço orçamental acumulado, componente cíclica, medidas não recorrentes e temporárias, custos do envelhecimento, rendimento de propriedade e receita.

⁶⁰ Proveitos auferidos pelos bancos centrais (os quais podem ser juros sobre os empréstimos que concede, ou rendimentos com os ativos que adquire) através da emissão de moedas e notas. Para mais informação, consultar a página do [BCE](#).

⁶¹ Com exceção da variação de depósitos e da *prepaid margin*, tidos em conta até 2022.

Caixa 1 – Equação da dinâmica da dívida pública

Por simplificação, analise-se uma economia na qual a dívida pública é emitida exclusivamente em moeda nacional.

Assumindo que i_t representa a taxa de juro nominal no período t e M_t a base monetária no período t , a restrição orçamental do Estado diz que a soma da despesa primária (G_t) com a despesa em juros (calculada à taxa vigente em t sobre o valor da dívida no final do período anterior, $i_t D_{t-1}$) é igual à totalidade da receita disponível. Esta é composta por receita total (sem operações com ativos e passivos financeiros) T_t , nova dívida contraída ($D_t - D_{t-1}$), variação da moeda primária em circulação ($M_t - M_{t-1}$) e ajustamentos défice-dívida, A_t . Esta formulação assume que o Estado detém o monopólio da base monetária e que tem o direito de dispor da respetiva receita de senhoriagem, $M_t - M_{t-1}$. Simbolicamente, a restrição orçamental pública no período t (ou restrição de curto prazo) é dada pela equação (1):

$$G_t + i_t D_{t-1} = T_t + (D_t - D_{t-1}) + (M_t - M_{t-1}) + A_t \quad (1)$$

Reorganizando, temos:

$$D_t = D_{t-1} + i_t D_{t-1} + T_t - G_t - (M_t - M_{t-1}) - A_t \quad (2)$$

em que $T_t - G_t$ é o saldo primário (simétrico do défice primário) e $i_t D_{t-1} + G_t - T_t$ representa o défice global do Estado. Para aliviar a notação, sejam $B_t \equiv T_t - G_t$ e $\Delta M_t \equiv M_t - M_{t-1}$. Dividindo os dois membros de (2) por Y_t e usando a nova notação, chega-se a

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1+i_t)}{Y_t} D_{t-1} - \frac{B_t}{Y_t} - \frac{\Delta M_t}{Y_t} - \frac{A_t}{Y_t} \quad (3)$$

Para o que se segue, é conveniente definir os rácios em relação ao PIB da seguinte forma: $d_t \equiv D_t/Y_t$, $b_t \equiv B_t/Y_t$, $s_t \equiv \Delta M_t/Y_t$ e $a_t \equiv A_t/Y_t$. A equação (3) transforma-se então em

$$d_t = \frac{(1+i_t)Y_{t-1}}{Y_t} d_{t-1} - b_t - s_t - a_t. \quad (4)$$

A taxa de crescimento do PIB nominal é decomponível em dois termos, um que traduz o crescimento do volume de atividade económica e outro o crescimento do nível geral de preços ou do deflator do produto. Sendo y_t , g_t e π_t as taxas de crescimento no período t do PIB nominal, do PIB real e do deflator, respetivamente, tem-se a definição

$$1 + y_t = (1 + g_t)(1 + \pi_t). \quad (5)$$

De igual modo, a taxa de juro nominal (i_t) pode ser decomposta na componente real (r_t) e na componente inflação, utilizando-se a taxa de variação do deflator do produto como indicador da taxa de inflação. Assim,

$$1 + i_t = (1 + r_t)(1 + \pi_t) \quad (6)$$

Inserindo (5) e (6) na equação (4) e usando o facto de $Y_t \equiv Y_{t-1}(1 + y_t)$, obtém-se

$$d_t = \frac{(1 + r_t)(1 + \pi_t)}{Y_{t-1}(1 + g_t)(1 + \pi_t)} D_{t-1} - b_t - s_t - a_t$$

que, simplificando, resulta em

$$d_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} d_{t-1} - b_t - s_t - a_t \quad (7)$$

A expressão (7) é comumente designada como a *equação da dinâmica da dívida*. Diz que a dívida no período t é igual a uma determinada fração da dívida no período anterior deduzida do saldo primário, das receitas de senhoriagem e dos ajustamentos défice-dívida, estando todas as variáveis definidas em percentagem do PIB nominal. Repare-se que a equação (7) mais não é do que uma maneira diferente de escrever a restrição orçamental que o Estado enfrenta no período t . Tanto uma como outra são *meras identidades contabilísticas*. Não incorporam qualquer teoria, qualquer arquétipo mental que vise explicar comportamentos de qualquer agente económico, público ou privado. Quaisquer que sejam as opções de política orçamental e de política monetária, as duas equações verificam-se necessariamente.

Por conveniência argumentativa, defina-se o rácio que multiplica d_{t-1} por $\alpha_t \equiv (1 + r_t)/(1 + g_t)$. O termo *dinâmica* na designação da equação (7) deriva do facto de o *tempo* ter um papel na formação do nível da dívida no período t . Esse papel consiste no efeito que a dívida passada tem na dívida presente. Para valores normais das taxas de juro real e crescimento real, o numerador e o denominador de α são positivos, pelo que α também o será. Então, para um dado α , quanto maior tiver sido a dívida acumulada até final do período anterior, maior será a dívida presente. Note-se ainda que α é um fator de capitalização, razão que pode conduzir à interpretação económica do termo $\alpha_t d_{t-1}$ como o valor capitalizado para hoje da dívida passada. Na verdade, r_t , sendo a taxa de juro real implícita no *stock* de dívida, legitima esta interpretação: mostra o custo de oportunidade do capital imobilizado sob a forma de dívida pública. A taxa de crescimento real do produto, sendo positiva, torna esse custo de oportunidade menos oneroso para o Estado, quando medido em unidades de PIB, como fazemos na equação (7). Daí também ser frequente designar-se $d_{t-1}/(1 + g_t)$ como *dividendo do crescimento económico*.

Pode-se aproveitar esta digressão algébrica para deduzir uma outra equação frequentemente usada nas análises do CFP à execução orçamental, nomeadamente quando se explica a variação da dívida ocorrida no ano analisado. Subtraindo d_{t-1} aos dois lados da equação (7) e simplificando, ela é equivalente a

$$\Delta d_t = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - b_t - s_t - a_t \quad (8)$$

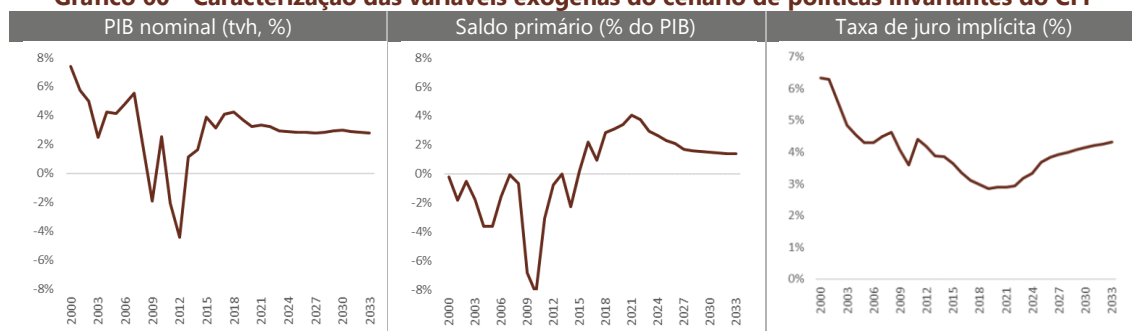
Diz que o endividamento (*i.e.*, variação na dívida) ocorrido no período t resulta do *efeito de bola de neve*, do saldo primário, das receitas de senhoriagem e dos ajustamentos défice-dívida. O efeito de bola de neve é aritmeticamente igual à expressão $[(r_t - g_t)/(1 + g_t)]d_{t-1}$, que combina a taxa de juro real, a taxa de crescimento real e a dívida no final do período anterior. Também pode ser encontrado considerando a taxa de juro nominal e o crescimento nominal.

Regresse-se agora ao tema do capítulo. A equação da dinâmica da dívida (7) importa porque ela é o ponto de partida para a análise de sustentabilidade do CFP. A aplicação deste exercício a Portugal permite fazer duas simplificações na equação (7). A primeira prende-se com a receita de senhoriagem. Fazendo Portugal parte da área do Euro, está abrangido por duas regras básicas dos tratados: são proibidos os financiamentos à autoridade orçamental através de emissão monetária e a autoridade monetária é independente da orçamental. Logo, na análise do CFP assume-se que $s_t = 0 \forall t$. A segunda prende-se com os ajustamentos défice-dívida. Estes podem ter qualquer sinal e são imprevisíveis a médio e longo prazo porque resultam normalmente de opções de política casuísticas determinadas em função de eventos inesperados ou dificilmente antecipáveis no tempo e no montante (exemplos: intervenções financeiras na banca). Uma vez que o horizonte da análise é o futuro distante, até quinze anos após o período inicial, não há informação capaz de sustentar qualquer valor para esses ajustamentos ao longo dos anos da projeção. Assim, assume-se $a_t = 0 \forall t$.

A Caixa 1 apresenta a equação dinâmica da dívida em função do crescimento do PIB real e da taxa de juro real. No entanto, o modelo do CFP utiliza estes dados em termos nominais, tendo assim subjacentes três variáveis exógenas: crescimento do PIB nominal, saldo primário e taxa de juro implícita da dívida (também ela nominal). Os dados utilizados são os das séries do INE até 2017. Para os primeiros cinco anos de projeção (2018-2022) assumiram-se os valores do cenário macroeconómico de políticas invariantes [publicado pelo CFP em março de 2018](#). A partir de 2023 e para o restante horizonte de projeção para a variação do PIB nominal, saldo primário e taxa de juro implícita da dívida pública foram utilizados os pressupostos da Comissão Europeia (2018 *Debt Sustainability Monitor* e *Sustainability Indicators*, CE) e cálculos elaborados pelo CFP.

De acordo com as hipóteses assumidas, considera-se um crescimento nominal do PIB nominal ao ritmo médio de 3,5% entre 2018 e 2022. A partir de 2023 a taxa média de variação homóloga do PIB nominal situa-se nos 2,9%, convergindo para 2,8% nos últimos dois anos do horizonte de projeção. Este crescimento nominal tem por base uma taxa de inflação de 1,7% em 2018 convergindo para 2% a partir de 2023. O saldo primário fixa-se em 2,2% do PIB em 2016 e 0,9% do PIB em 2017. Entre 2018 e 2022 a projeção média considerada para o saldo primário é de 3,4%, reduzindo-se gradualmente até 1,4% em 2033, sendo esta uma hipótese favorável face ao histórico observado. Antecipa-se que a taxa de juro implícita permaneça estável em 2018-2022, em 2,9%, aumentando progressivamente até 4,3% no final do período de projeção, voltando à média da taxa de juro implícita observada anteriormente (2005-2011).

Gráfico 60 - Caracterização das variáveis exógenas do cenário de políticas invariantes do CFP



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

Quadro 8– Fonte das variáveis exógenas

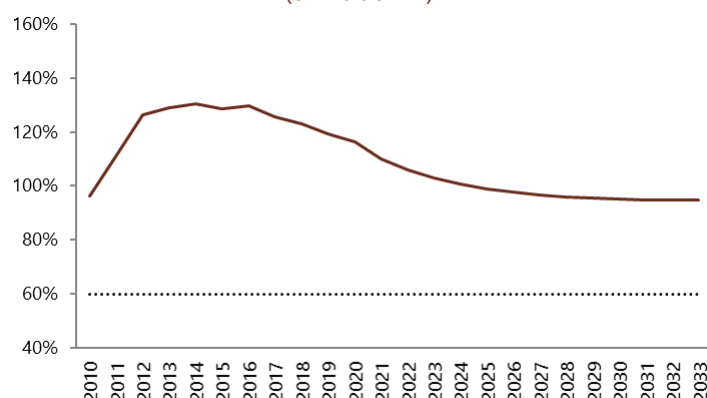
Variável	Fonte histórica	Fonte 2018-22	Fonte 2023-2033
PIB nominal (tvh, %)	INE	CFP	CFP e CE
Saldo primário (% do PIB)	INE	CFP	CFP e CE
Taxa de juro implícita (%)	BdP e MF*	CFP	CFP e CE

Fonte: CFP.

Notas: * correspondem a séries calculadas pelo CFP através de dados provenientes das fontes indicadas. Foram utilizadas interpolações lineares no cálculo do saldo primário.

Com base nestas hipóteses, o rácio da dívida pública no PIB apresenta uma redução nos primeiros anos de projeção, que dependerá sobretudo da acumulação de excedentes primários e do efeito dinâmico favorável, isto é, o efeito do crescimento do PIB deverá mais do que compensar o impacto desfavorável dos juros, partindo de 125,7% do PIB em 2017 para 106% do PIB em 2022. A partir de 2023 a redução é menos acentuada, essencialmente justificada pela projeção de saldos primários e taxas de crescimento do PIB inferiores, atingindo os 94,7% do PIB em 2033 (Gráfico 61).

Gráfico 61 - Cenário de políticas invariantes do CFP e CE, dívida de Maastricht (em % do PIB)



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

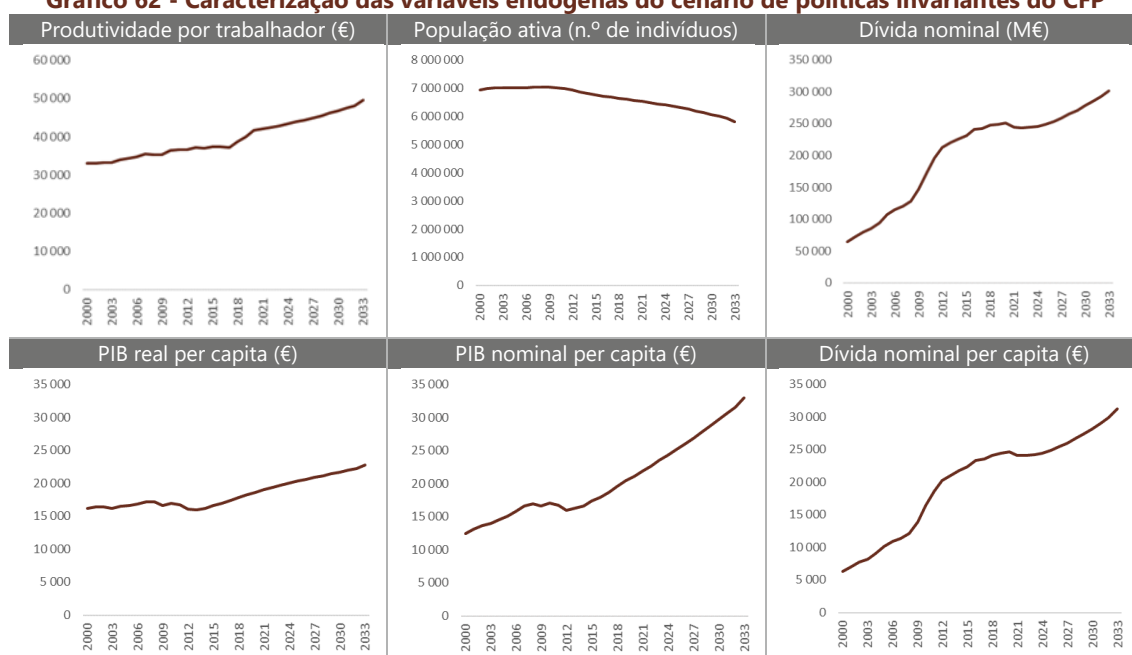
Importa relembrar que esta projeção está sujeita a grande incerteza. Contudo, e apesar de serem de improvável concretização, as projeções de cenários de políticas invariantes servem dois propósitos úteis: o de evidenciar como se comportarão as finanças públicas num futuro relativamente distante caso se verifique a trajetória orçamental que é projetada e o de

constituírem uma base sobre a qual se podem estimar os impactos das alterações de política.⁶²

Sendo um cenário um exercício de explicitação e quantificação de uma trajetória possível, neste relatório são apresentados de forma consideravelmente detalhada os pressupostos do cenário central, bem como os pressupostos dos cenários alternativos. Para esta trajetória possível é disponibilizada uma caracterização das variáveis exógenas do modelo (crescimento do PIB nominal, saldo primário e taxa de juro implícita da dívida). É ainda apresentada a evolução de outras variáveis que, não tendo sido usadas como *inputs* na metodologia do CFP, permitem enquadrar a trajetória do rácio da dívida de cada cenário numa perspetiva mais abrangente do ponto de vista económico.

No cenário de políticas invariantes, espera-se um aumento bastante gradual da produtividade por trabalhador, de 37,1 mil € em 2017 para 49,6 mil € em 2033. No sentido inverso, a população ativa continuaria a decrescer, passando de 6,7 milhões em 2017 para 5,8 milhões de indivíduos em 2033. A projeção para a dívida nominal em 2033 é de 309,8 mil M€, face a 242,6 mil M€ no final de 2017. Neste cenário, a dívida nominal per capita é superior ao PIB nominal per capita até 2027, invertendo esta relação para o restante horizonte de projeção, fixando-se, respetivamente, em 32,1 mil € e 33 mil € em 2033, o que compara com 23,5 mil € e 18,7 mil € em 2017. O PIB real per capita aumenta de 16,5 mil € em 2015 para 22,2 mil € em 2032.

Gráfico 62 - Caracterização das variáveis endógenas do cenário de políticas invariantes do CFP



Fontes: INE, Banco de Portugal, CFP e Comissão Europeia. Projeções e cálculos CFP.

Estas variáveis endógenas fazem parte do cenário macroeconómico do CFP publicado em março de 2018, em *Finanças Públicas: Situação e Condicionantes 2018-2022*, do *2018 Ageing Report*, publicado pela CE, o qual inclui as séries de índole demográfica (população total,

⁶² Schick, Sustainable Budget Policy: Concepts and Approaches, 2005.

população empregada e população ativa) do Eurostat (EUROPOP 2015) e do 2018 *Debt Sustainability Monitor*.

Quadro 9 – Fontes das variáveis endógenas

Variável	Fonte histórica	Fonte 2018-22	Fonte 2023-2033
Produtividade por trabalhador (%)	INE*	CFP	CE
População ativa (nº de indivíduos)	INE*	CFP e CE	CE
Dívida nominal (M€)	BdP	CFP e BdP	CFP
PIB real per capita (€)*	INE*	CFP e EUROPOP *	CE*
PIB nominal per capita (€)*	INE*	CFP e EUROPOP *	CE*
Dívida nominal per capita (€)	BdP*	CFP, BdP e EUROPOP *	CFP e CE*

Fonte: CFP. | Nota: * correspondem a séries calculadas pelo CFP através de dados provenientes das fontes indicadas.

8.4.2 Análise de sensibilidade

Nos cenários alternativos apresentados nesta secção é realizada uma análise de sensibilidade para cada variável exógena (crescimento do PIB nominal, saldo primário e taxa de juro implícita da dívida), e ainda um choque simultâneo, que engloba os três anteriores. Os intervalos a sombreado representam variações na trajetória de evolução do rácio da dívida pública de acordo com choques simétricos de 0,5 p.p. e de 1 p.p. nas variáveis assinaladas.

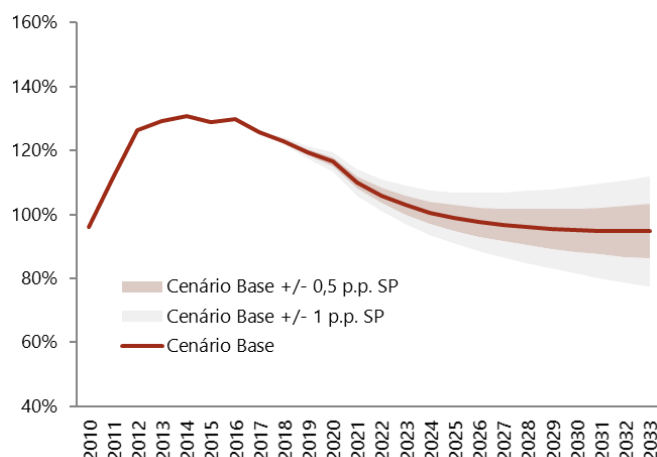
De entre as três variáveis exógenas tidas em consideração, a taxa de crescimento nominal do PIB é aquela cujas variações têm maior impacto na trajetória da dívida. Por oposição, a taxa de juro implícita é o elemento cujas variações se afiguram como tendo menor influência na trajetória da dívida face ao cenário de políticas invariantes, dado que a sua alteração influencia apenas a nova dívida emitida em cada ano.

8.4.2.1 Cenário de choque no saldo primário

Face à caracterização do cenário de políticas invariantes, uma alteração no saldo primário teria consequências para a dívida nominal e, mantendo-se tudo o resto constante, para a dívida nominal *per capita*. Note-se, contudo, que o saldo primário, para além do impacto que tem sobre a dinâmica da dívida, tem um efeito reputacional muito significativo sobre a perceção da sustentabilidade das finanças públicas e tenderá a afetar positiva ou negativamente o risco soberano e logo a taxa de juro.

Face ao cenário de políticas invariantes, no qual a dívida se situa em 94,7% do PIB no último ano de projeção, um choque positivo de 1 p.p. no saldo primário ao longo de todo o horizonte projetado conduziria a uma dívida de 77,6% do PIB em 2033, enquanto um saldo primário inferior em 1 p.p. resultaria no rácio da dívida de 111,8% do PIB em 2033.

Gráfico 63 – Análise de sensibilidade a variações no saldo primário
(em % do PIB)



Fontes: Banco de Portugal, Comissão Europeia, CFP e INE. Projeções e cálculos CFP.

8.4.2.2 Cenário de choque na taxa de juro implícita

Face aos restantes cenários de análise de sensibilidade, o de choque na taxa de juro implícita é aquele em que se evidencia uma menor oscilação da dívida nominal. No entanto esta característica decorre da natureza mecânica do modelo de projeção utilizado.

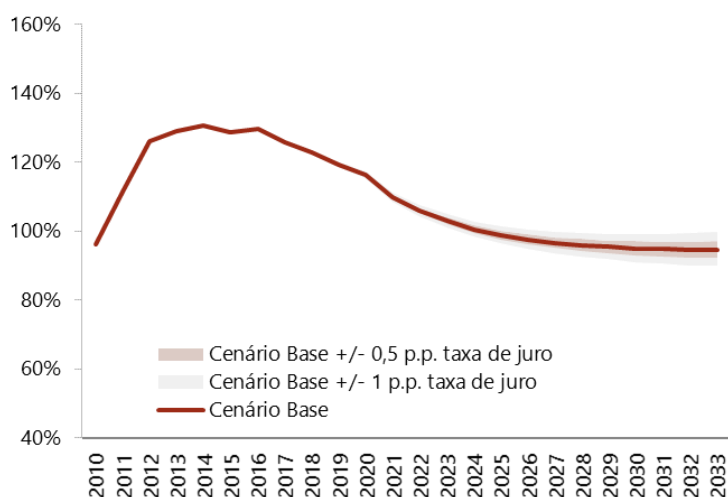
Se o aumento da taxa de juro decorrer de uma alteração global das condições de mercado (ou seja, se não representar um aumento do risco soberano específico do país) então é natural que não tenha reflexo muito significativo no crescimento por via das condições de financiamento da economia. Contudo, se o aumento da taxa de juro decorrer de um aumento do prémio de risco do soberano, então este exercício perde capacidade explicativa, já que tal poderá ter implícito um risco elevado para a economia, com implicações para a competitividade e o investimento.

Para o choque na taxa de juro implícita, considerou-se que 28,4%⁶³ da dívida é refinanciada em cada ano, sendo apenas esta percentagem que está sujeita à variação da taxa de juro. Aplicando um choque positivo (+1 p.p.) e um choque negativo (-1 p.p.), idênticos aos acima descritos, obter-se-ia um rácio de dívida pública de 99,7% e 89,9% do PIB, respetivamente. Apesar do relativamente reduzido impacto de alterações graduais da taxa de juro na trajetória da dívida, salienta-se que, em situações de crise, a sua dimensão e impacto podem tornar-se muito relevantes, em função da perceção do risco da economia pelos mercados financeiros e pelas agências de notação de risco. A título de exemplo, recorde-se o aumento dos *spreads* face à Alemanha, que teve início em 2010 e atingiu níveis máximos no princípio de 2012, conjugada com a descida dos *ratings* da dívida portuguesa, fazendo com que o país fosse excluído de carteiras de investimento. Entre junho de 2011 e junho de 2012 as taxas de juro em mercado secundário fixaram-se acima dos 10% na maturidade a 10 anos, o que

⁶³ O valor de 28,4% corresponde à média (2000-2017) de dívida de curto prazo, e Obrigações do Tesouro emitidas anualmente, ponderada pelo respetivo peso no montante de dívida *outstanding*.

compara com 6,6% no final de 2010 (um choque bastante superior ao 1 p.p. aqui considerado).

Gráfico 64 - Análise de sensibilidade a variações na taxa de juro implícita
(em % do PIB)



Fontes: Banco de Portugal, Comissão Europeia, CFP, IGCP, INE e MF. Projeções e cálculos CFP.

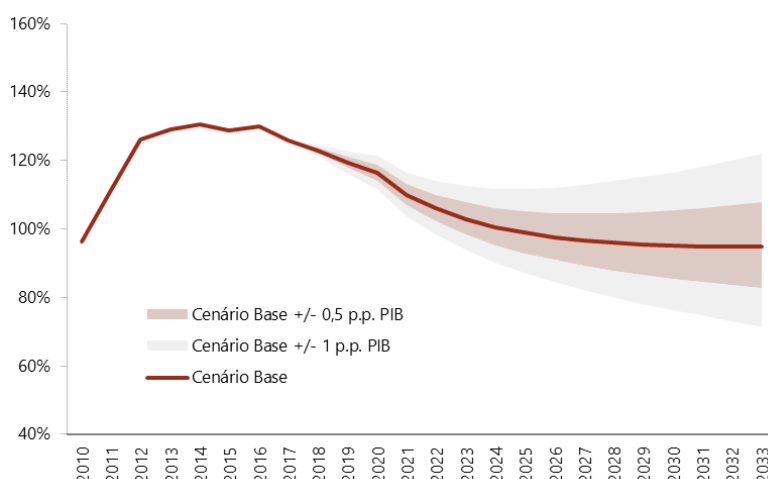
8.4.2.3 Cenário de choque no crescimento do PIB nominal

Assumiu-se uma inflação constante e igual à do cenário de políticas invariantes, sendo por isso o diferencial de crescimento do PIB nominal face ao cenário central explicado pelos choques no crescimento do PIB real. Estes refletem-se também no PIB real *per capita* e na produtividade por trabalhador (uma vez que a população total é mantida face ao cenário de políticas invariantes).

Alterações da mesma magnitude no crescimento do PIB ((variações reais de +1 p.p. e -1 p.p.) implicam que a dívida se situe entre 71,6% e 122% do PIB, respetivamente, no final dos 15 anos de projeção. Na análise de sensibilidade da dívida pública a variações do PIB foi considerada uma elasticidade de 0,45 do saldo primário a variações do PIB. Este pressuposto baseia-se na premissa de que variações na taxa de crescimento do PIB têm impacto na evolução das variáveis orçamentais, tanto do lado da receita, nos impostos indiretos, impostos diretos e contribuições sociais, como do lado da despesa ao nível das prestações sociais. O valor da elasticidade foi calculado com base na média das elasticidades entre o saldo primário e o PIB nos últimos dez anos (2007-2017), excluindo o ano de 2010⁶⁴. Note-se que a experiência demonstra que choques negativos com efeitos no PIB de magnitude superior a 1% são muito frequentes (ver capítulo 4). Ainda que os efeitos desses choques não sejam permanentes introduzem perturbações significativas na trajetória das finanças públicas e da dívida acumulada.

⁶⁴ As taxas de variação de ambas as variáveis no ano de 2010 constituem um *outlier*, tendo-se optado por excluir este valor no cálculo da média das elasticidades (incluindo este valor a elasticidade seria de 0,11%).

Gráfico 65 - Análise de sensibilidade a variações no crescimento do PIB
(em % do PIB)



Fontes: Banco de Portugal, Comissão Europeia, CFP, INE e MF. Projeções e cálculos CFP.

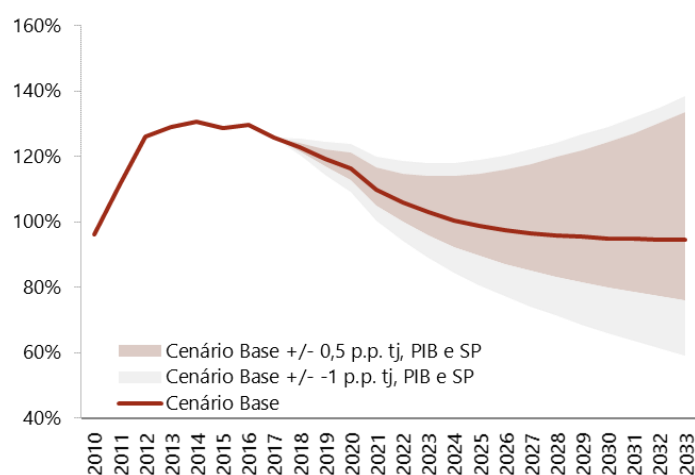
8.4.2.4 Cenário de choque simultâneo

No choque simultâneo os intervalos a sombreado representam variações na trajetória de evolução do rácio da dívida pública de acordo com choques de $\pm 0,5$ p.p. e de ± 1 p.p. no crescimento do PIB, no saldo primário e na taxa de juro implícita (para a dívida a financiar em cada ano).

As bandas que representam uma evolução menos favorável de uma variável endógena face ao cenário de políticas invariantes traduzem os cenários em que os três choques simultâneos foram imputados no sentido mais adverso para a economia (quer de 0,5 p.p. ou de 1 p.p.), ou seja, em que existe uma diminuição do crescimento do PIB e saldo primário, acompanhada de um aumento da taxa de juro implícita. Da mesma forma, as bandas em que a trajetória é mais favorável quando comparada com o cenário de políticas invariantes revelam cenários de aumento do crescimento do PIB e saldo primário e diminuição da taxa de juro implícita.

No choque simultâneo, no caso de aumento de 1 p.p. do saldo primário e do crescimento do PIB, juntamente com diminuição de 1 p.p. da taxa de juro implícita, observar-se-ia uma dívida pública de 59,1% do PIB em 2033. No cenário mais adverso, simétrico a este último, a dívida fixar-se ia em 138,4% no último ano projetado.

Gráfico 66 – Análise de sensibilidade a um choque simultâneo (PIB, taxa de juro implícita e SP)
(em % do PIB)



Fontes: Banco de Portugal, Comissão Europeia, CFP, IGCP, INE e MF. Projeções e cálculos CFP.

9 OUTRAS ANÁLISES DA SUSTENTABILIDADE NO CONTEXTO DAS REGRAS EUROPEIAS

Neste capítulo são tratados os resultados dos exercícios de análise de sustentabilidade da CE e do FMI por serem instituições que participam ativamente no acompanhamento das políticas económica e orçamental portuguesa. Importa salientar que a CE partilha com o Governo português a responsabilidade pela formulação das políticas económica e orçamental, uma vez que Portugal está sujeito ao cumprimento das regras orçamentais europeias⁶⁵ monitorizadas no âmbito do semestre europeu por esta instituição.

A CE, na mais recente atualização da publicação *Debt Sustainability Monitor* (DSM), apresenta os indicadores de sustentabilidade de curto prazo (S0), médio prazo (S1) e longo prazo (S2). Trata-se de indicadores de solvabilidade, que medem a capacidade de pagamento da atual dívida pública de um país através do valor atual esperado dos saldos primários futuros (restrição orçamental intertemporal) incluindo o aumento previsto das despesas públicas devido ao envelhecimento da população. Estes indicadores diferenciam-se pelo horizonte temporal, finito (S1) ou infinito (S2), e pelo facto do S1 incluir a redução ou manutenção do rácio da dívida num determinado nível até 2032. Na formulação destes indicadores considera-se ainda a hipótese de políticas invariantes (sem alterações discricionárias da despesa e da receita) em todo o horizonte da projeção.

A análise da sustentabilidade da dívida (DSA)⁶⁶ por parte da CE pode ser decomposta em três perspetivas temporais:

- Curto-prazo: avaliada através do S0, um indicador composto constituído por 28 variáveis que mede o risco de existência de um episódio de *stress* macroeconómico, orçamental ou financeiro no ano subsequente. Calcula-se o risco de *rollover* e analisa-se o equilíbrio do perfil da dívida nas perspetivas de maturidade, tipo de moeda e base de investidores;
- Médio-prazo: a avaliação é feita de acordo com dois instrumentos (S1 e DSA) para um horizonte de 15 anos. Considera-se que o país enfrenta desafios à sustentabilidade quando pelo menos um dos dois instrumentos aponta nesse sentido:
 - **S1**: revela o ajustamento adicional necessário, em termos cumulativos, do saldo primário estrutural ao longo dos 5 anos seguintes ao último ano das previsões da CE (i.e., de t+3 a t+8) para alcançar um rácio de dívida pública de 60% do PIB em 2032. Inclui as despesas futuras relacionadas com o envelhecimento da população. Os intervalos usados para avaliar os desafios de sustentabilidade de um país baseados no indicador S1 são os seguintes: i) S1 menor que zero, implicando risco baixo; ii) S1 entre 0 e 2,5 (exigindo, portanto, um ajuste no saldo primário estrutural de até 0,5 p.p. do PIB por ano até 2024), classificado como

⁶⁵ [Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia \(TFUE\)](#), [Regulamento \(UE\) N.º 1175/2011](#), [Regulamento \(UE\) N.º 1176/2011](#), [Regulamento \(UE\) N.º 1174/2011](#), [Regulamento \(UE\) N.º 1173/2011](#), [Regulamento \(UE\) N.º 473/2013](#), [Regulamento \(UE\) N.º 472/2013](#).

⁶⁶ DSA – Debt Sustainability Analysis.

risco médio; iii) S1 maior que 2,5 (implicando um ajuste no saldo primário estrutural superior a 0,5 p.p. do PIB por ano), conduzindo à classificação de alto risco.

- **DSA:** a CE usa um cenário base de políticas invariantes. Neste cenário, para os dois primeiros anos de projeção, são usadas as previsões da Comissão, sendo assumido posteriormente que a política orçamental se mantém constante ao longo do horizonte de projeção. A CE calcula diversos cenários alternativos entre os quais: cenário base sem custos de envelhecimento; cenário elaborado com base em médias históricas; cenário com saldo primário calculado através de uma função de reação orçamental; cenário de convergência para o OMP, com cumprimento das Regras Orçamentais Europeias; e cenário com os valores inscritos no Programa de Estabilidade. Salientam-se ainda os testes *standard* e *enhanced*, conduzidos pela Comissão, aplicados às taxas de juro de curto e longo-prazo, bem como ao PIB. Existem ainda testes para choques na inflação, saldo primário e taxa de juro. As variáveis testadas são alteradas em todos os períodos, até ao final do horizonte de projeção.
- **Longo-prazo (até 2070):** o indicador S2 indica o ajustamento necessário à partida no saldo primário estrutural para estabilizar o rácio da dívida num horizonte infinito, sendo esse ajustamento mantido constante indefinidamente. Não indica, assim, qualquer valor para o rácio da dívida. Inclui, à semelhança do S1, os custos com o envelhecimento da população. Para o indicador de sustentabilidade de longo prazo S2, são usados os seguintes intervalos na avaliação do desafio de sustentabilidade: i) se S2 for menor que 2, o país é designado de baixo risco; ii) se S2 estiver entre 2 e 6, o é atribuído ao país um grau de risco médio; iii) se S2 for maior que 6, é atribuída a classificação de risco elevado ao país.

No caso do FMI, a análise da sustentabilidade da dívida contém duas componentes: para a dívida externa e para a dívida pública, com um horizonte de previsão de 5 anos. Cada componente é constituída pelo cenário base e testes de sensibilidade, através dos quais são testadas várias hipóteses para as políticas, variáveis macroeconómicas e custos de financiamento, incluindo a possível materialização de responsabilidades contingentes, analisando-se a vulnerabilidade do perfil da dívida. A DSA de Portugal é feita através do modelo para países com acesso ao mercado (existindo também um modelo para países em desenvolvimento) complementado com indicadores de referência que enquadram os países em grupos de “escrutínio elevado” ou “escrutínio reduzido”. Para as economias avançadas, estes indicadores são:

- Nível de dívida pública superior a 60% do PIB;
- Necessidades brutas de financiamento maiores que 15% do PIB;
- Acesso excecional a financiamento do FMI;

Se uma dada economia ultrapassar algum destes limites, é colocada em “escrutínio elevado”, passando-se a uma análise mais detalhada através dos indicadores de riscos de crescimento, orçamentais e do perfil da dívida, nomeadamente:

- Ajustamento acumulado do saldo primário nos 3 últimos anos (% do PIB)

- Coeficiente de variação do crescimento (rácio do desvio padrão/média)
- *Spreads* face à Alemanha ou EUA (pontos base)
- Necessidades de financiamento externas (% do PIB)
- Dívida pública detida por não residentes (% do total)
- Dívida pública denominada em moeda estrangeira (% do total)
- Variação anual da percentagem de dívida de curto-prazo na maturidade original (%)

Existem ainda análises ao realismo dos pressupostos e, à semelhança da prática da CE, cenários alternativos ao cenário base:

- cenário elaborado com base em médias históricas;
- cenário com saldo primário constante;
- cenários de choque a variáveis macroeconómicas (choques isolados e choques combinados);
- cenário com materialização das responsabilidades contingentes.

No caso do FMI (à exceção do cenário histórico, que é alterado em todo o horizonte de projeção), são alteradas as variáveis para os períodos $t+1$ e $t+2$, voltando a assumir-se os pressupostos do cenário base a partir de $t+3$.

Vantagens e limitações das metodologias usadas pela CE e FMI

A CE calcula indicadores de sustentabilidade ($S0$, $S1$, $S2$) que agregam num único valor um alargado volume de informação, o qual permite quantificar o ajustamento necessário no saldo estrutural para se atingir um determinado rácio da dívida ou para estabilizar o rácio da dívida num horizonte temporal infinito. Porém, sendo uma simplificação tem em si limitações. Os seus resultados não podem ser interpretados de forma isolada. É necessário ter em conta o perfil dos défices assim como a sua composição (receita e despesa). Adicionalmente, nenhum dos indicadores fornece qualquer sinal qualitativo sobre o rácio ideal da dívida. O indicador $S1$ assume o limite máximo estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento (60%) e o indicador $S2$ não incorpora nenhum rácio específico, podendo um país não necessitar de ajustamento de acordo com este indicador e apresentar ao mesmo tempo um rácio da dívida muito elevado, desde que num horizonte infinito a dívida possa ser paga. Por outro lado, a sua conceção torna-os muito sensíveis aos valores iniciais assumidos pelo saldo primário estrutural e dívida, pelos valores assumidos pelas variáveis de médio e longo prazo e pelo horizonte considerado.

Na análise de sustentabilidade da dívida pública, a Comissão Europeia incorpora outros fatores relevantes, nomeadamente a estrutura da dívida pública, os passivos contingentes e os ativos das administrações públicas. Deste modo, a análise do sinal e da ordem de grandeza do indicador importam mais do que o seu valor exato. O objetivo dos indicadores é sinalizar a necessidade de um ajustamento orçamental (sinal) e uma aproximação à sua ordem de grandeza.

No caso do FMI, o detalhe considerado pelo modelo de DSA nos *inputs* da receita e despesa das Administrações Públicas, mas, principalmente, na estrutura da dívida (em termos de maturidade, tipo de moeda e detentores) é com certeza uma das vantagens do modelo, permitindo uma maior adaptação de cada caso e maior escrutínio das idiossincrasias da economia em questão. No entanto, uma das limitações mais evidentes é a do horizonte temporal da projeção se afigurar como relativamente curto face a outras análises. Os cinco anos contemplados não permitem fazer considerações de médio ou longo-prazo, o que pode limitar a informação de base para a conceção de políticas que fomentem a equidade intergeracional. O elevado número de indicadores que complementam a DSA, os quais são usados pelo FMI para a classificação dos países de acordo com determinados *benchmarks*, tem a vantagem de ancorar as projeções de dívida realizadas pelo modelo.

Avaliação da sustentabilidade das finanças Públicas portuguesas

O Quadro 10 apresenta a análise da CE para Portugal, de acordo com a atualização do *Debt Sustainability Monitor* de junho de 2018, o qual tem subjacentes as previsões de Primavera da CE, publicadas em maio de 2018, e as projeções de longo prazo do 2018 *Ageing Report*.

Quadro 10 – Pressupostos da análise da sustentabilidade das finanças públicas portuguesas pela CE

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Crescimento do PIB real (%)	1,6	2,7	2,3	2,0	0,9	0,6	0,6	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Crescimento do PIB nominal (%)	3,2	4,1	3,7	3,4	2,4	2,3	2,6	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Saldo primário (% PIB)	2,2	0,9	2,7	2,8	2,6	2,3	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6
Saldo primário estrutural (% PIB potencial)	2,2	2,8	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Dívida pública (% PIB)	129,9	125,7	122,5	119,5	117,5	115,9	114,5	112,8	111,5	110,3	109,5	108,9	108,5
Taxa de juro implícita (%)	3,4	3,1	2,9	2,9	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4	3,5	3,7	3,8	3,9

Fonte: *Debt Sustainability Monitor*, Comissão Europeia.

Servindo-se das quatro ferramentas referidas anteriormente, a CE analisou a sustentabilidade da dívida pública portuguesa em três perspetivas temporais:

- **S0:** O indicador encontra-se abaixo do valor crítico para Portugal, revelando que não se esperam riscos elevados no curto-prazo. No entanto, os indicadores orçamentais que complementam esta análise apontam algumas fragilidades, como o elevado *stock* de dívida bruta e líquida e as elevadas necessidades de financiamento em percentagem do PIB. Também a posição de investimento internacional, a poupança líquida das famílias e o nível e variação (positiva) do montante de empréstimos em risco de incumprimento expõem Portugal a choques externos e à volatilidade dos mercados financeiros. A estrutura de maturidade e de base de investidores da dívida (residentes vs. não residentes) devem também ser acompanhadas de perto.
- **S1:** no médio-prazo, tendo como objetivo um rácio da dívida de 60% do PIB em 2032, os riscos afiguram-se como elevados para Portugal, situando-se o S1 em 4,4 p.p. do PIB, acima do limite de risco elevado. Tal significa que seria necessário um ajustamento acumulado adicional face ao cenário base de políticas invariantes de 6,7 p.p. no saldo primário estrutural para atingir um rácio da dívida de 60% em 2032
- **DSA:** na última análise de sustentabilidade da dívida (DSA), em junho 2018, foi considerada uma taxa de juro implícita de 3,1% em 2017 atingindo 3,9% em 2028 e a convergência da inflação para 2% até 2024. A CE considera que a dívida pública

portuguesa se encontra numa trajetória sustentável, estando, no entanto, vulnerável a choques negativos, nomeadamente crescimento do PIB nominal inferior ao previsto, aumento dos custos de financiamento ou diminuição do esforço de consolidação orçamental. No cenário base de políticas invariantes espera-se que o rácio da dívida diminua gradualmente até ao final do horizonte de previsão. A trajetória da dívida parte de 125,7% em 2017, prevendo-se rácios da dívida de 122,5% e 119,5% do PIB, em 2018 e 2019, respetivamente. No médio-prazo, em 2028, perspetiva-se um rácio da dívida de 108,5% do PIB.

- **S2:** Devido às reformas no sistema de pensões e à redução dos custos com o envelhecimento da população, o indicador não aponta riscos de maior. O S2 situa-se em 0,7 p.p., colocando Portugal num nível de risco reduzido no longo-prazo.

O FMI na sua última avaliação de sustentabilidade referente a Portugal publicada em fevereiro de 2018, aquando da publicação do artigo IV, a dívida portuguesa aponta para uma trajetória descendente, diminuindo a um ritmo superior ao projetado pela CE. No cenário base espera-se que a dívida em percentagem do PIB se encontre em 108% em 2023.

Quadro 11 – Pressupostos da análise da sustentabilidade das finanças públicas portuguesas pelo FMI

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Crescimento do PIB real (%)	1,5	2,6	2,2	1,8	1,5	1,2	1,2	1,2
Crescimento do PIB nominal (%)	3,0	4,2	3,7	3,3	3,2	2,9	2,9	2,9
Saldo primário (% PIB)	2,2	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Saldo primário estrutural (% PIB potencial)	2,9	2,7	2,4	2,0	1,8	1,8	1,7	1,7
Dívida pública (% PIB)	130,1	125,7	121,7	118,4	115,4	112,7	110,4	108,0
Taxa de juro implícita (%)	3,4	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9

Fonte: *Sixth Post-Programme Monitoring Discussions, Article IV Consultation*, FMI (2018).

Esta evolução está sujeita, segundo a instituição, a diversos riscos, nomeadamente o elevado *stock* de dívida (125,7% do PIB em 2017 face ao *benchmark* de 85% do PIB para economias avançadas), responsabilidades contingentes, nomeadamente impactos negativos vindos do setor bancário e relativos ao controlo da despesa, com especial atenção aos pagamentos em atraso, sobretudo no sector da saúde. Apesar das projeções refletirem as políticas orçamentais em vigor, o FMI realça que a continuidade da consolidação orçamental, que inclui a implementação da nova Lei de Enquadramento Orçamental e o cumprimento total da Lei dos Compromissos, é necessária para garantir que a trajetória descendente se verifica.

Os testes de *stress* do FMI revelam que a trajetória da dívida se encontra menos vulnerável a choques negativos face a análises anteriores. Nos diferentes cenários apresentados, a dívida mantém a trajetória descendente, com exceção do cenário que combina um choque macro-orçamental com materialização das responsabilidades contingentes (de 10% do PIB). Neste caso, a dívida aumentaria para 136% do PIB em 2020, mantendo-se estável ao longo do restante horizonte de projeção. No cenário com menor crescimento do PIB (- 1 p.p.), a dívida atingiria 127% do PIB em 2020, reduzindo-se posteriormente a um ritmo mais lento que no cenário base. Por outro lado, um aumento dos custos de financiamento teria efeitos apenas no médio-prazo, levando a uma redução mais lenta do *stock* da dívida em percentagem do PIB (111% do PIB em 2023).

Conclusões das abordagens sobre a situação portuguesa

A CE e o FMI antecipam, nas mais recentes publicações sobre DSA, que a dívida pública portuguesa apresente uma trajetória mais favorável, continuando vulnerável a alguns riscos sobretudo devidos ao elevado *stock* em percentagem do PIB conjugado com o menor espaço de consolidação orçamental. A CE adianta que Portugal apresenta um risco das finanças públicas de médio-prazo elevado, apontando os indicadores S1 e DSA nesse sentido. É classificado com risco de sustentabilidade de longo prazo baixo, sendo condicional à manutenção de um saldo primário estrutural elevado no longo prazo. Adicionalmente, o FMI salienta o possível impacto negativo dos empréstimos *non-performing*, de alterações na política monetária do BCE e, por último, os efeitos adversos provocados pelas flutuações dos ciclos económicos em Portugal e nos seus principais parceiros comerciais. Ambas as Instituições salientam a vulnerabilidade a choques, que sublinha a importância da continuação do esforço de consolidação orçamental e da implementação de reformas estruturais que promovam o crescimento, aspetos essenciais para garantir que o rácio da dívida continuará a baixar nos respetivos horizontes de projeção.

REFERÊNCIAS

- Almeida, V. e R. Félix (2006). "Cálculo do produto potencial e hiato do produto para a economia portuguesa." Banco de Portugal, Boletim Económico, Outono 2006.
- Araújo, S. (2017). "Aumentar as qualificações em Portugal." OECD, No. 1405, OECD Publishing, Paris.
- Arnold, J. (2015). "Boosting Export Performance in Portugal." OECD Economics Department Working Papers, No. 1257.
- Balassone, F. e Franco, D. (2000). "Assessing fiscal sustainability: a review of methods with a view to EMU, em 'Proceedings of a Banca d'Italia workshop on Fiscal Sustainability'.
- Belkindas, M., M. Bonch-Osmolovskiy e G. Poniowski (2017). "Study and Reports on the VAT Gap in the EU-28 Member States: 2017 Final Report," CASE Reports 0492, CASE-Center for Social and Economic Research.
- Bova, E., M. Ruiz-Arranz, F. Toscani, e H. E. Ture (2016). "The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset", IMF Working Paper 16/14 (Washington: International Monetary Fund).
- Bry, G e C. Boschan (1971). *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*. National Bureau of Economic Research, New York.
- Centeno, M., J. Maria, e A. Novo (2010). "Como Medir o Desemprego? Implicações para a NAIRU." Banco de Portugal, Boletim Económico, Verão 2010.
- Comissão Europeia (2017). "The 2018 Ageing Report. Underlying Assumptions and Projection Methodologies." European Economy, Institutional Paper 065.
- Comissão Europeia (2018). "The 2018 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)." Institutional Paper 079.
- Duval, M., M. Hong, e Y. Timmer (2017). "Financial frictions and the great productivity slowdown." International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/17/129.
- Fundo Monetário Internacional (2009). "Fiscal Risks. Sources, Disclosures and Management" (Washington).
- Fundo Monetário Internacional (2016). "Analyzing and Managing Fiscal Risks – Best Practices" (Washington).
- IFCA (2011), "Reporting on the Long-Term Sustainability of a Public Sector Entity's Finances", International Public Sector Accounting Standards Board, International Federation of Accountants, Ontario

- Lendvai, J., M. Salto, e A. Thum-Thysen (2015). "Structural unemployment vs. NAWRU: implications for the assessment of the cyclical position and the fiscal stance." *European Economy. Economic Papers* 552.
- Patterson, C., A. Şahin, G. Topa, e G. Violante (2016). "Working hard in the wrong place: A mismatch-based explanation to the UK productivity puzzle." *European Economic Review*, 84, pp. 42-56.
- Riley, R., C. Rosazza-Bondibene, e G. Young (2015). "The UK productivity puzzle 2008-13: evidence from British businesses." Bank of England, Bank of England working papers 531.
- Rua, A. (2017). "Datação dos ciclos económicos em Portugal." *Revista de Estudos Económicos*, Vol III-1, Banco de Portugal.
- Wagner, J. (2012). "International trade and firm performance: A survey of empirical studies since 2006." *Review of World Economics*, Vol. 148, No. 2, pp. 235-267.
- World Economic Forum (2017). "The Global Competitiveness Report 2017-2018", Geneva: World Economic Forum, 09/2017

LISTA DE ABREVIATURAS

Abreviaturas	Significado
AP	Administrações Públicas
AT	Autoridade Tributária
BANIF	Banco Internacional do Funchal
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
BES	Banco Espírito Santo
BPN	Banco Português de Negócios
CE	Comissão Europeia
CFP	Conselho das Finanças Públicas
CGA	Caixa Geral de Aposentações
CGD	Caixa Geral de Depósitos
DGO	Direção-Geral do Orçamento
DGTF	Direção-Geral do Tesouro e Finanças
DSA	Análise de Sustentabilidade da Dívida
FMI	Fundo Monetário Internacional
IAS	Indexante dos Apoios Sociais
IEC	Imposto Especial de Consumo
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E.
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IRS	Impostos sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IVA	Imposto sobre o Valor Acrescentado
M€	Milhões de euros
MF	Ministério das Finanças
NAWRU	<i>Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
OT	Obrigações do Tesouro
p.p.	Pontos percentuais
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PE	Programa de Estabilidade
PEC	Pacto de Estabilidade e Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
PLII	Posição Líquida de Investimento Internacional
PPP	Parcerias Público-Privadas
SNS	Serviço Nacional de Saúde
SP	Saldo Primário
UE	União Europeia

CÓDIGOS DOS PAÍSES

País	Código	País	Código	País	Código	País	Código
Bélgica	BE	Grécia	EL	Lituânia	LT	Portugal	PT
Bulgária	BG	Espanha	ES	Luxemburgo	LU	Roménia	RO
República Checa	CZ	França	FR	Hungria	HU	Eslovénia	SI
Dinamarca	DK	Croácia	HR	Malta	MT	Eslováquia	SK
Alemanha	DE	Itália	IT	Países Baixos	NL	Finlândia	FI
Estónia	EE	Chipre	CY	Áustria	AT	Suécia	SE
Irlanda	IE	Letónia	LV	Polónia	PL	Reino Unido	UK



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