BOLETIM ECONÓMICO

JUN. 2022

BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

JUNHO 2022

BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2022 • www.bportugal.pt

Boletim Económico | Junho 2022 • **Banco de Portugal** Rua do Comércio, 148 | 1100-150 Lisboa • **www.bportugal.pt** •
Edição Departamento de Estudos Económicos • **Design** Departamento de Comunicação e Museu | Unidade de Design •
ISSN (*online*) 2182-0368

Índice

I Projeções para a economia portuguesa: 2022-24 | 5

1 Introdução | 7

2 Enquadramento e políticas | 9

3 A economia portuguesa em 2022-24 | 12

4 Incerteza e riscos | 19

5 Conclusão | 19

Caixa 1 • Um cenário mais adverso para a economia portuguesa associado ao impacto da guerra na Ucrânia | 21

Caixa 2 • Perspetivas para preços e salários em 2022 – uma análise com base nos resultados do IREE | 24

II Tema em destaque | 29

NextGenerationEU em Portugal: oportunidades e desafios | 31

I Projeções para a economia portuguesa: 2022-24

Caixa 1 Um cenário mais adverso para a economia portuguesa associado ao impacto da guerra na Ucrânia

Caixa 2 Perspetivas para preços e salários em 2022 – uma análise com base nos resultados do IREE

1 Introdução

O Banco de Portugal projeta um crescimento da atividade económica de 6,3% em 2022, 2,6% em 2023 e 2% em 2024. A taxa de variação projetada para 2022 resulta do efeito dinâmico da evolução da atividade no ano anterior, associada ao processo de recuperação da crise pandémica, que prosseguiu no início deste ano (Quadro I.1.1). O PIB atingiu no primeiro trimestre os valores pré-pandémicos.

O agravamento do enquadramento internacional condiciona a evolução da atividade. Com a invasão da Ucrânia pela Federação Russa, a economia portuguesa, embora pouco exposta diretamente, sofre os impactos indiretos do conflito, que implicam um aumento da incerteza, maiores taxas de inflação, em particular nas componentes energética e alimentar, e o acentuar das disrupções nas cadeias de produção globais — condicionadas também pela situação pandémica na China. Estes fatores contribuem para um abrandamento da procura externa. A atual projeção assume, em linha com as hipóteses do Eurosistema, uma dissipação gradual destes choques a partir de meados de 2022. Com políticas monetárias progressivamente menos acomodatícias, dado o aumento das pressões inflacionistas no mundo, as condições de financiamento deverão agravar-se ao longo do horizonte de projeção.

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2022-2024 | Taxa de variação anual, em percentagem (exceto onde indicado)

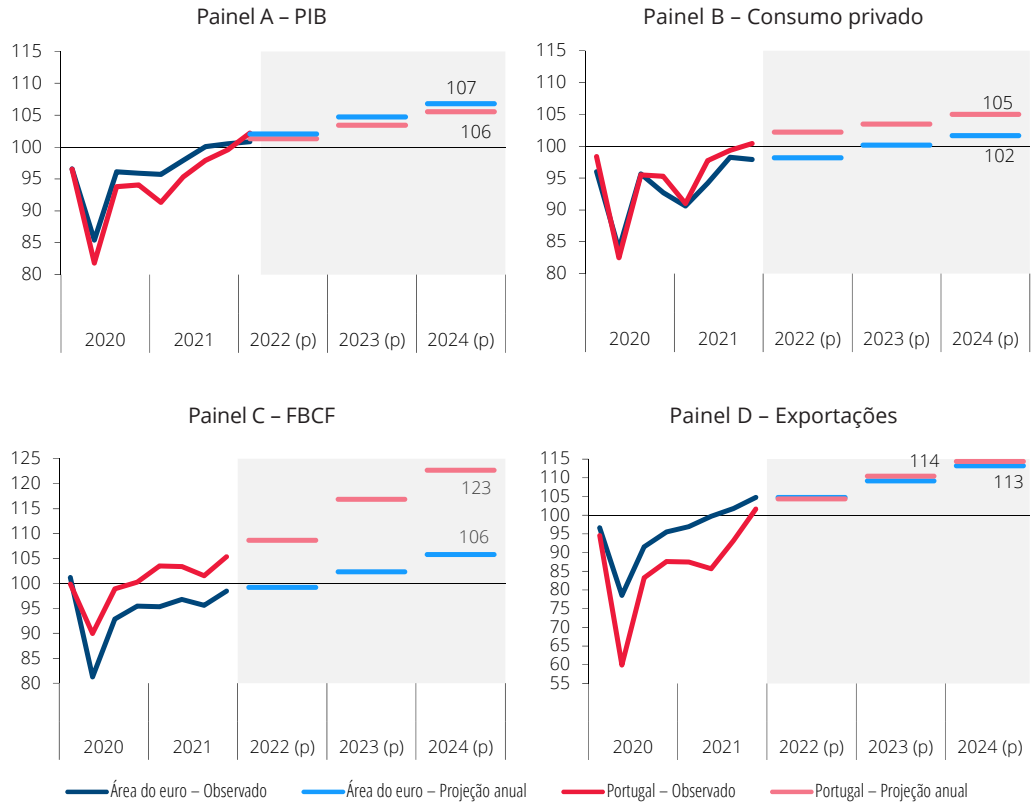
	Pesos 2021	BE junho 2022				BE março 2022			
		2021	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)	2021	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)
Produto Interno Bruto	100,0	4,9	6,3	2,6	2,0	4,9	4,9	2,9	2,0
Consumo privado	64,3	4,5	5,2	1,2	1,5	4,4	3,6	1,9	1,6
Consumo público	19,0	4,1	2,2	-0,9	-0,2	5,0	1,5	-1,5	-0,1
Formação bruta de capital fixo	19,8	6,4	5,0	7,6	5,0	6,1	9,2	6,0	3,9
Procura interna	103,0	5,0	4,8	2,1	1,9	5,0	4,3	2,1	1,8
Exportações	42,0	13,1	13,4	5,8	3,6	13,0	14,2	7,5	3,8
Importações	45,0	12,9	9,5	4,5	3,4	12,8	12,3	5,5	3,3
Emprego (número de indivíduos) (a)		2,1	1,7	0,4	0,2	2,1	1,4	0,6	0,4
Emprego (horas trabalhadas) (a)		4,5	5,8	2,0	0,2	5,0	5,1	2,2	0,4
Taxa de desemprego (b)		6,6	5,6	5,4	5,4	6,6	5,9	5,7	5,6
Balança corrente e de capital (% PIB)		0,7	0,4	2,2	1,0	0,7	-0,4	1,8	0,7
Balança de bens e serviços (% PIB)		-2,6	-3,5	-2,2	-1,7	-2,6	-4,1	-2,7	-2,1
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,9	5,9	2,7	2,0	0,9	4,0	1,6	1,6
Bens energéticos		7,5	18,8	4,5	0,0	7,5	14,2	-2,1	-1,8
Excluindo bens energéticos		0,4	4,8	2,5	2,2	0,4	3,1	1,9	2,0

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado, pp – pontos percentuais, % – percentagem. Data de fecho de dados das projeções macroeconómicas: 20 de maio. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) De acordo com o conceito de Contas Nacionais. (b) Em percentagem da população ativa.

O crescimento em Portugal é superior em 3,5 pontos percentuais (pp) ao projetado pelo Eurosistema para a área do euro em 2022. Esta diferença é de 0,5 pp em 2023 e aproximadamente nula em 2024. Portugal retoma, no período de 2022 a 2024, o processo de convergência com a área do euro observado nos anos anteriores à pandemia. Para este resultado contribui a recuperação em 2021 e 2022 das atividades mais afetadas pela pandemia, com reflexo em particular nas exportações de serviços e no consumo privado. No primeiro trimestre de 2022, o nível da atividade em Portugal e na área do euro situou-se ligeiramente acima do pré-pandémico (Gráfico I.1.1, Painel A). Com a normalização do enquadramento internacional e da situação pandémica, o dinamismo da atividade em

Portugal e na área do euro converge gradualmente para o crescimento estimado de longo prazo. No final da projeção, o PIB em Portugal situa-se 7% acima do valor registado em 2019, uma variação acumulada superior à projetada para a área do euro.

Gráfico I.1.1 • PIB e componentes da procura global em Portugal e na área do euro | Índice 2019=100



Fontes: Banco de Portugal, Eurosistema e INE. | Notas: O sombreado assinala o período de projeção. O painel A inclui a estimativa rápida para o PIB no primeiro trimestre de 2022.

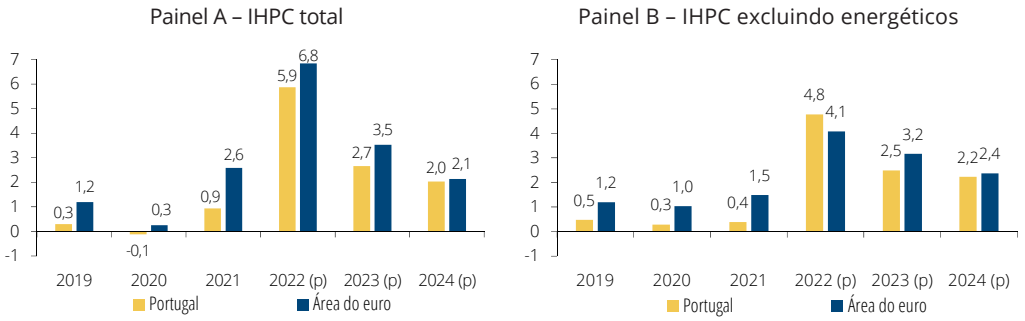
A inflação, medida pela variação anual do IHPC, deverá aumentar de 0,9% em 2021 para 5,9% em 2022, reduzindo-se para 2,7% e 2,0% nos dois anos seguintes (Gráfico I.1.2). Este perfil é explicado em larga medida pelas pressões inflacionistas externas, com impacto direto nos preços dos bens energéticos. O contributo do preço dos bens alimentares para a inflação também deverá ser significativo, em particular em 2022. No entanto, o crescimento dos preços destas componentes deverá ficar aquém do projetado para a área do euro na média do horizonte de projeção. Ao longo do horizonte, a dissipação das pressões externas sobre os preços é parcialmente compensada por um aumento das pressões internas.

O atual contexto implica riscos descendentes para a atividade e ascendentes para a inflação, em particular no ano de 2022. A invasão da Ucrânia constitui o principal foco de incerteza. Este Boletim inclui uma caixa que apresenta um cenário caracterizado por efeitos mais adversos da guerra (Caixa 1).

A deterioração do enquadramento internacional implicou revisões em baixa das taxas de variação em cadeia do PIB ao longo de 2022. No entanto, o crescimento anual do PIB em 2022 é superior ao incluído no *Boletim Económico* de março, refletindo o erro de projeção registado no

primeiro trimestre deste ano. Os efeitos dinâmicos destas revisões implicam um menor crescimento anual em 2023 do que o anteriormente projetado. A inflação é revista em alta ao longo de todo o horizonte. Esta revisão resulta dos erros de projeção recentes e de deflatores de importação mais elevados face aos considerados no anterior *Boletim Económico*, sendo reforçada em 2023-24 por maiores pressões internas sobre os preços.

Gráfico I.1.2 • IHPC total e excluindo energéticos em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem



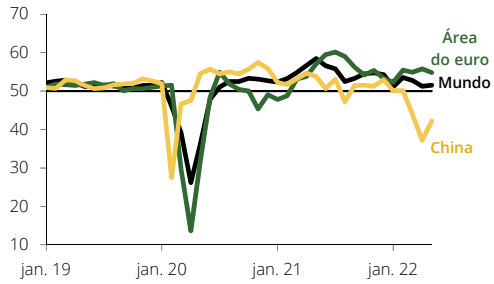
Fontes: Banco de Portugal, Eurosistema e Eurostat.

2 Enquadramento e políticas

A invasão da Ucrânia e o ressurgimento da pandemia na Ásia, em particular na China, têm condicionado a atividade económica, o comércio e a inflação global. O Purchasing Managers' Index (PMI) global reduziu-se ligeiramente em média em abril-maio face ao trimestre anterior (Gráfico I.2.1), sinalizando uma desaceleração da atividade global. As expetativas de produção futura diminuíram de forma mais acentuada. Na área do euro, apesar de um crescimento de 0,6% no primeiro trimestre de 2022 e de alguma estabilidade nos indicadores de atividade, o sentimento económico caiu em março, mantendo-se relativamente inalterado nos meses seguintes. Os custos do transporte marítimo e os prazos de entrega dos fornecedores apontam para algum ressurgimento das disrupções nas cadeias de abastecimento globais (Gráfico I.2.2). A inflação permaneceu elevada globalmente, face a um crescimento significativo e generalizado dos preços internacionais das matérias-primas, acentuado após o início da invasão da Ucrânia (Gráfico I.2.3). Na área do euro, a inflação aumentou para um novo máximo histórico de 8,1% em maio, de acordo com informação preliminar.

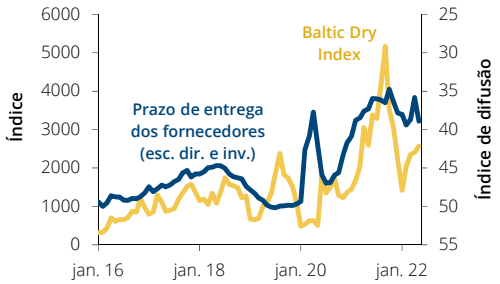
Face à subida acentuada da inflação, o carácter acomodatício da política monetária tem-se reduzido globalmente, incluindo na área do euro. Nos EUA, a Reserva Federal anunciou em março e maio de 2022 os primeiros aumentos da taxa dos fundos federais desde 2018, de 25 pontos base (pb) e 50 pb, respetivamente, bem como uma redução do balanço a iniciar em junho. Por seu lado, na área do euro, o Conselho do BCE anunciou em junho de 2022 o fim das compras líquidas de ativos do APP e antecipou que o processo de normalização da política monetária continuará nos próximos meses, incluindo um aumento de 25 pb da taxa de juro de referência na reunião de julho e outro aumento na reunião de setembro. Neste quadro, as condições monetárias e financeiras na área do euro tornaram-se menos favoráveis, como evidenciado, por exemplo, pela subida da taxa EURIBOR a 12 meses para níveis positivos pela primeira vez em seis anos.

Gráfico I.2.1 • PMI mundial | Índice de difusão



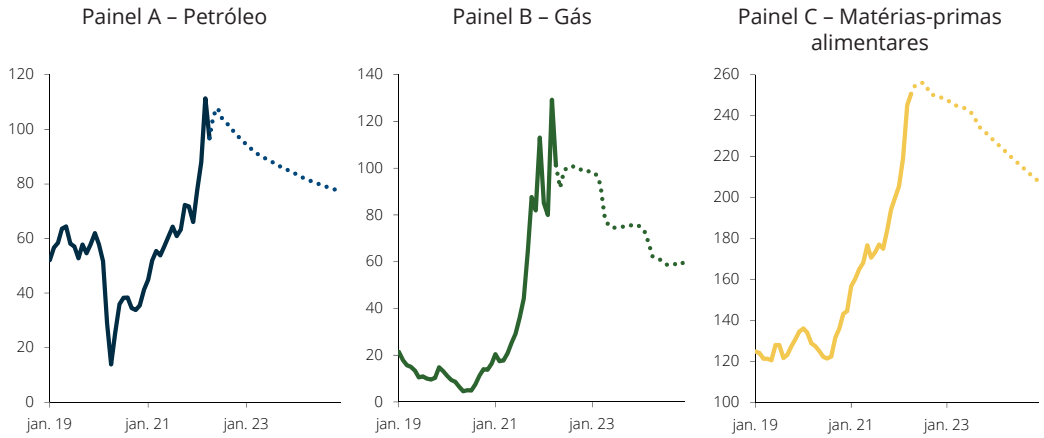
Fonte: S&P Global. | Notas: O índice de difusão PMI apresentado é um indicador compósito calculado com base em inquéritos mensais a empresários nos setores de indústria e serviços, em que um valor abaixo de 50 indica redução da atividade. Dados até maio de 2022.

Gráfico I.2.2 • Custos do transporte marítimo e prazos de entrega dos fornecedores | Índice



Fontes: S&P Global e Baltic Exchange (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O Baltic Dry Index fornece uma referência para o preço da movimentação das principais matérias-primas por mar (granéis sólidos). Prazo de entrega dos fornecedores – PMI global da indústria transformadora; valores abaixo de 50 indicam uma deterioração nos prazos de entrega. Dados até maio de 2022.

Gráfico I.2.3 • Valores observados e hipóteses para o preço do petróleo, gás e matérias-primas alimentares | Em euros



Fonte: Eurosistema. | Notas: As linhas a tracejado englobam o período posterior ao último mês completo aquando da data de fecho das hipóteses técnicas do exercício de projeção (17 de maio). As hipótese técnicas para o preço do petróleo, gás e matérias-primas alimentares assentam nos mercados de futuros.

O crescimento da atividade e do comércio mundial reduz-se em 2022, estabilizando em 2023-24. Nas hipóteses do exercício de projeção do Eurosistema de junho, o crescimento mundial desacelera de 6,3% para 3,0% em 2022 e acelera ligeiramente em 2023-24 (Quadro I.2.1). Para o PIB da área do euro, antecipa-se uma desaceleração de 5,4% em 2021 para 2,8% em 2022 e 2,1% em 2023 e 2024. O comércio mundial abranda em 2022 e, de forma menos acentuada, em 2023, apresentando uma taxa de crescimento de 3,6% em 2024. A desaceleração da atividade e do comércio mundiais em 2022 reflete um crescimento trimestral baixo ao longo do ano na generalidade das economias. Em comparação com o exercício do *Boletim Económico* de março, as hipóteses para o crescimento do PIB e do comércio mundiais foram revistas em baixa para 2022-23 e permanecem relativamente inalteradas para 2024.

A procura externa dirigida à economia portuguesa abranda em 2022-23 e a taxa de crescimento estabiliza em 2024 (Quadro I.2.1). O abrandamento deverá refletir a componente de bens, já que se

espera uma forte recuperação do turismo internacional. As últimas projeções da European Travel Commission preveem que o número de visitas turísticas com destino à Europa Ocidental cresça aproximadamente 93% em 2022, 19% em 2023 e 13% em 2024, estimando-se uma retoma dos níveis pré-pandemia no final do horizonte. Face ao exercício do *Boletim Económico* de março, o crescimento da procura externa apresenta revisões em baixa para 2022-23 e permanece relativamente inalterado em 2024.

Os preços internacionais das matérias-primas permanecem elevados, não obstante alguma redução ao longo do horizonte de projeção. O preço do petróleo e do gás aumenta cerca de 64% e 112%, respetivamente, em 2022 (Gráfico I.2.3 e Quadro I.2.1). Nos anos seguintes, verifica-se alguma redução no preço destas matérias-primas. No final do horizonte, o preço do petróleo situa-se em cerca de 80 euros por barril e o preço do gás em cerca de 63 euros por megawatt-hora. As matérias-primas não energéticas, incluindo as matérias-primas alimentares, apresentam uma evolução semelhante. Os preços de importação dos concorrentes crescem cerca de 12% em 2022 e 1,7% em média em 2023-24. A evolução dos preços externos condiciona a inflação na área do euro, que, segundo as projeções do Eurosistema, se deverá situar em 6,8% em 2022, 3,5% em 2023 e 2,1% em 2024. Face ao Boletim Económico de março, as revisões dos preços internacionais são em geral em alta, com exceção do preço do gás em 2022.

Quadro I.2.1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE junho 2022				Revisões face ao BE março 2022			
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Enquadramento internacional									
PIB mundial	tva	6,3	3,0	3,3	3,4	0,1	-1,1	-0,2	0,1
PIB Área do euro	tva	5,4	2,8	2,1	2,1	0,0	-0,9	-0,7	0,5
Comércio mundial	tva	11,4	4,3	3,2	3,6	0,5	-0,9	-1,1	0,0
Procura externa	tva	10,2	4,9	3,2	3,5	0,8	-0,9	-1,4	0,2
Preços internacionais									
Preço do petróleo	vma	60,1	98,9	88,9	80,2	0,0	5,5	8,9	6,3
Preço do gás (MWh)	vma	46,6	98,8	80,9	62,9	0,0	-35,2	6,7	16,2
Matérias-primas não energéticas	tva	37,4	26,3	-3,1	-6,3	7,8	12,2	2,9	-0,3
Preço de importação dos concorrentes	tva	7,7	12,4	2,3	1,0	0,1	4,8	1,0	-0,3
Condições monetárias e financeiras									
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,5	0,0	1,3	1,6	0,0	0,3	0,7	0,8
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	1,9	2,0	2,2	2,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	1,2	-3,4	-0,6	0,0	0,0	-1,6	-0,6	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,18	1,07	1,05	1,05	0,0	-3,5	-4,9	-4,9

Fontes: Banco de Portugal e Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual, MWh – megawatt-hora. As hipóteses técnicas e de enquadramento externo e as projeções para o PIB e inflação da área do euro coincidem com as do exercício de projeção do BCE divulgado a 9 de junho (ver "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE", junho de 2022), incluindo a informação disponível até 17 de maio. Os preços internacionais apresentados são medidos em euros. A hipótese técnica para o preço do petróleo, gás e matérias-primas não energéticas assenta nos mercados de futuros. O preço de importação dos concorrentes corresponde a uma média ponderada dos deflatores de exportação dos países dos quais Portugal importa, ponderada pelo peso relativo destas nas importações portuguesas (para mais informação, ver "Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises: an overview", *ECB Ocasional Paper* 108, março de 2010). A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expetativas implícitas nos contratos de futuros. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. O índice de taxa de câmbio efetiva do euro é calculado face a um grupo de 42 países parceiros. A revisão da taxa de câmbio euro-dólar é apresentada em percentagem. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação.

As condições monetárias e financeiras tornam-se menos favoráveis. A taxa EURIBOR a 3 meses sobe a partir de 2022 (Quadro I.2.1) e atinge valores positivos em 2023, após oito anos em valores negativos, chegando a 1,6% em 2024. Neste quadro, a taxa de juro implícita na dívida pública

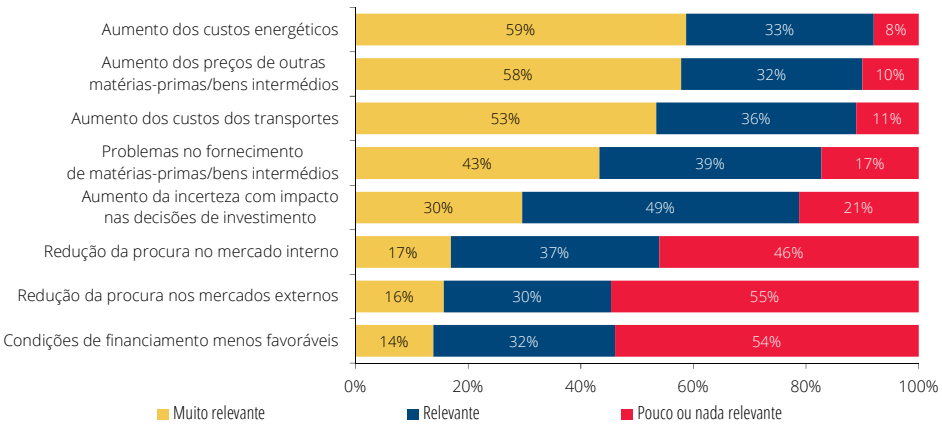
portuguesa aumenta — embora de forma gradual dada a estrutura da dívida pública em termos de taxas e maturidades — atingindo 2,2% em 2023-24. A trajetória das taxas de juro foi revista em alta no período de projeção. Relativamente ao mercado cambial, a taxa de câmbio em termos nominais efetivos deprecia em 2022-23 e estabiliza em 2024.

3 A economia portuguesa em 2022-24

As perspetivas de curto prazo para o PIB apontam para taxas de variação em cadeia em média em torno de zero entre o segundo e quarto trimestres de 2022. A informação divulgada pelo INE aponta para um crescimento em cadeia no primeiro trimestre de 2022 de 2,6% (1,7% no trimestre anterior) e homólogo de 11,9%. O maior crescimento foi em parte determinado pela aceleração do consumo privado. A FBCF abrandou face ao trimestre anterior, com uma aceleração na construção e uma evolução mais desfavorável da componente de máquinas. Os fluxos comerciais de bens com o exterior foram condicionados pelo impacto de uma nova vaga pandémica, pelos constrangimentos nas cadeias de produção, em particular no setor automóvel, e, a partir do final de fevereiro, pela invasão da Ucrânia. Os efeitos deste conflito bélico na confiança dos agentes e na incerteza, bem como a erosão do poder de compra decorrente da inflação, originam perspetivas menos favoráveis para o resto do ano. Em contraste, a recuperação das exportações de serviços deverá manter-se, tendo em conta as indicações preliminares muito favoráveis para o setor do turismo.

Do lado da oferta, nos resultados do Inquérito Rápido e Excecional às Empresas (IREE)[1], analisados na Caixa 2, uma larga maioria das empresas refere um impacto negativo sobre a atividade dos desenvolvimentos recentes da conjuntura internacional. Este impacto faz-se sentir sobretudo através do aumento dos custos de produção e de problemas no acesso a matérias-primas ou bens intermédios (Gráfico I.3.1), neste último caso de forma mais notória na construção e na indústria. No setor dos serviços, a evolução subjacente às Contas Nacionais para o primeiro trimestre de 2022 continuou a ser favorável, refletindo a recuperação dos setores mais afetados pela pandemia.

Gráfico I.3.1 • Resultados do IREE – Fatores da conjuntura internacional com impacto negativo atual | Percentagem de empresas



Fontes: Banco de Portugal e INE (IREE).

1. Para mais pormenores sobre os resultados deste inquérito, ver a nota informativa sobre o tema.

O forte crescimento em 2022 reflete o processo de recuperação da crise pandémica já decorrido. Em particular, o efeito de arrastamento (*carry-over*) associado à evolução do PIB ao longo de 2021 contribui em 3,7 pp para a taxa de variação anual projetada para 2022. O crescimento registado no primeiro trimestre de 2022 é também determinante para esta evolução. Em contrapartida, para os restantes trimestres do ano antecipa-se em média uma relativa estagnação da atividade. Na composição da despesa líquida de conteúdos importados em 2022 destaca-se o contributo das exportações de serviços (3,9 pp), que decorre, em larga medida, da recuperação observada no segundo semestre de 2021 (Quadro I.3.1). O contributo do consumo privado (1,9 pp) reflete em grande medida o forte dinamismo ao longo de 2021 e no primeiro trimestre de 2022. No resto do ano, o consumo privado deverá ser condicionado pelo impacto do enquadramento internacional mais desfavorável. Este enquadramento deverá condicionar também as exportações de bens.

Quadro I.3.1 • PIB e contributos líquidos de conteúdos importados dos principais agregados da despesa | Taxa de variação anual, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais

	Valor médio 2015-19	2020	2021	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)	Acumulado 2020-2024 (p)
PIB	2,6	-8,4	4,9	6,3	2,6	2,0	6,8
Contributos para o crescimento do PIB							
Consumo privado	0,9	-3,2	1,6	1,9	0,4	0,6	1,1
Consumo público	0,1	0,2	0,5	0,3	-0,2	0,0	0,8
Investimento	0,5	0,0	0,3	0,4	0,8	0,5	2,1
Exportações de bens e serviços	1,1	-5,4	2,4	3,7	1,6	0,9	2,8
Exportações de bens	0,4	-0,8	0,9	-0,2	0,3	0,3	0,4
Exportações de serviços	0,7	-4,6	1,5	3,9	1,3	0,5	2,4

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. Para detalhes sobre a metodologia, incluindo estimativas de conteúdos importados, ver Cardoso e Rua (2021) "O real contributo da procura final para o crescimento do PIB", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos* – Vol. 7, n.º 3.

Em 2023-24, o crescimento reduz-se, estabilizando em taxas próximas de 2% no final do horizonte. Nestes anos, observa-se em média uma redução dos contributos para o crescimento oriundos das exportações de serviços e do consumo, enquanto os contributos das exportações de bens e do investimento aumentam. Neste último caso a evolução projetada está em parte associada aos recebimentos de fundos europeus (ver Tema em destaque).

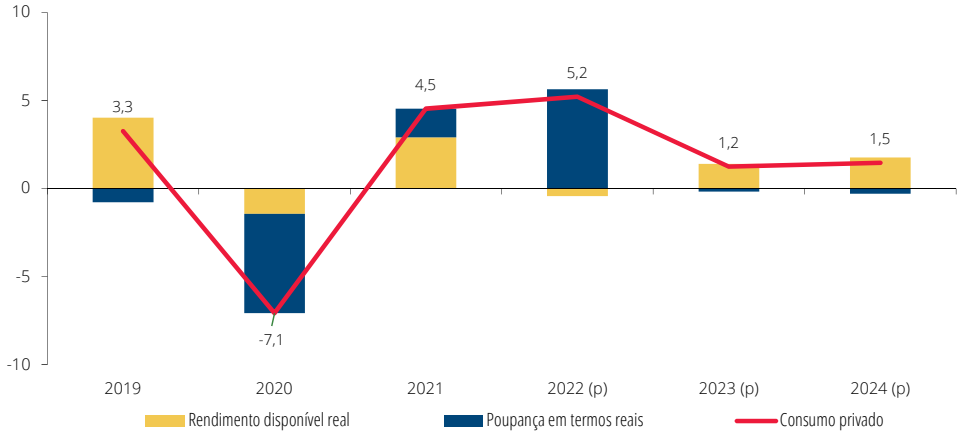
O consumo privado aumenta 5,2% em 2022, desacelerando em 2023-24 para um crescimento mais alinhado com o do rendimento disponível real (Gráfico I.3.2). No início de 2022, o consumo cresceu acima do rendimento disponível real. Nos trimestres seguintes, o consumo deverá ser limitado pelo aumento da incerteza, pela redução da confiança e pelo impacto da inflação no poder de compra das famílias. O rendimento disponível real reduz-se 0,4% em 2022 e cresce moderadamente nos dois anos seguintes (1,5% em média). Esta evolução é muito condicionada pelo perfil marcado da inflação. O agravamento das condições de financiamento e, em 2023-24, o abrandamento do emprego, contribuem também para limitar o crescimento do rendimento disponível.

O crescimento do consumo privado em 2022 deverá basear-se numa redução da poupança corrente (Gráfico I.3.2). Esta traduz-se numa redução da taxa de poupança para 6% em média no horizonte de projeção, ligeiramente inferior à observada antes da pandemia. Esta evolução é compatível com uma situação de desacumulação parcial da riqueza constituída durante a pandemia, uma vez que os agentes tomam as suas decisões de consumo tendo em conta a riqueza disponível e os fluxos de rendimento esperado futuro.[2] Esta desacumulação deverá ser contida devido à incerteza elevada,

2. Para uma discussão do potencial impacto desta poupança acumulada no consumo, ver a caixa "A poupança das famílias durante a crise pandémica", *Boletim Económico* de dezembro de 2021.

que incentiva à poupança por motivo de precaução, e ao facto da poupança acumulada durante a pandemia estar concentrada nas famílias de maiores rendimentos, logo com menor propensão a consumir.[3]

Gráfico I.3.2 • Decomposição do crescimento do consumo privado | Taxa de variação anual, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: Um contributo positivo (negativo) da poupança para o crescimento do consumo corresponde a uma redução (aumento) da poupança.

O crescimento do consumo público reduz-se. Depois de registar um aumento de 4,1% em termos reais em 2021, a variação do consumo público fixa-se em 2,2% em 2022 e -0,9% em 2023. Esta evolução reflete a progressiva redução dos gastos associados à pandemia e um abrandamento do emprego público. O crescimento do consumo público em 2022 reflete os efeitos da implementação do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) nas despesas de consumo intermédio. Em 2024, com a estabilização do número de funcionários públicos e a desaceleração das despesas financiadas pelo PRR, o consumo público apresenta uma taxa de variação aproximadamente nula.

A FBCF mantém um crescimento de cerca de 6% em média em 2022-24, próximo do observado em 2021. Este dinamismo é em larga medida explicado pelos recebimentos esperados de fundos europeus. Em particular, antecipa-se um crescimento do investimento público em termos reais de 16,4%, em média, em 2022-24. Em linha com o perspetivado no Programa de Estabilidade e na proposta de Orçamento do Estado, o investimento público acelera 12 pp em 2022. Este crescimento reflete a aceleração da execução do PRR e também do investimento público sem financiamento europeu. Nos anos seguintes, o menor contributo dos fundos europeus decorrente da transição entre quadros plurianuais e, em 2024, uma desaceleração do investimento financiado pelo PRR determinam a progressiva desaceleração da FBCF pública.

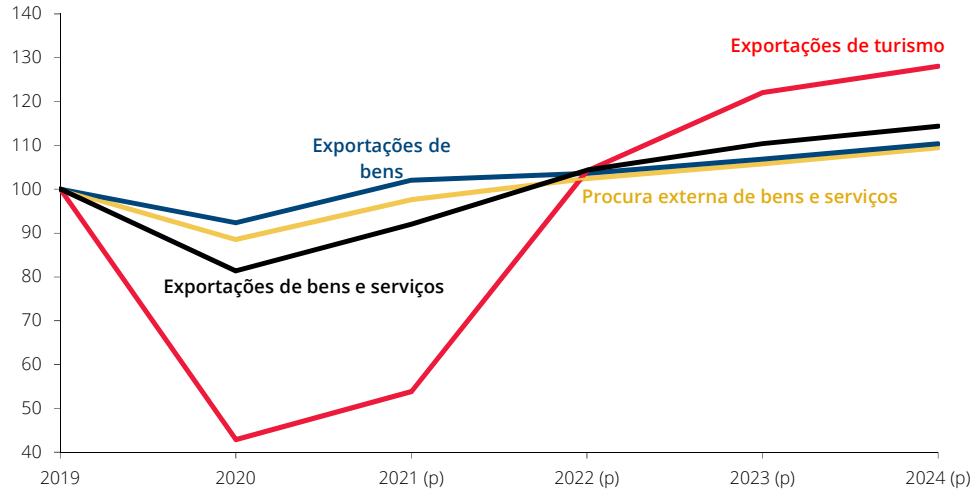
O investimento em habitação cresce 2,1% em 2022, traduzindo efeitos dinâmicos do ano anterior. Ao longo de 2022 esta componente deverá também refletir os impactos negativos decorrentes do aumento da incerteza e de constrangimentos do lado da oferta. Em 2023-24 espera-se um crescimento desta componente em linha com o rendimento disponível real das famílias, num quadro de ligeiro agravamento das condições de financiamento, mas em que deverão persistir

3. Ver a caixa "Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito", *Boletim Económico* de maio de 2020.

alguns fatores explicativos do dinamismo recente, como a procura por parte de não residentes ou para investimento turístico. O crescimento do investimento empresarial é incentivado pela elevada taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria e na construção, que atingiu no início de 2022 máximos dos últimos dez anos, e pelas perspetivas de recuperação da procura. No curto prazo existem alguns constrangimentos que limitam o crescimento desta componente, associados ao agravamento do enquadramento internacional. Em 2023-24, com a dissipação esperada destes fatores, a FBCF empresarial apresenta crescimentos superiores aos que seriam expectáveis com base na sua elasticidade histórica face ao PIB, mesmo num contexto de algum agravamento das condições de financiamento.

As exportações crescem 13,4% em 2022, desacelerando gradualmente para um ritmo de crescimento próximo do pré-pandemia em 2024. Este perfil é determinado pela recuperação das exportações de serviços, com um crescimento de cerca de 41% em 2022, 10% em 2023 e 4% em 2024. Esta evolução ocorre num contexto de redução dos constrangimentos à mobilidade internacional e de disponibilidade financeira dos agentes dada a poupança acumulada durante a crise pandémica. A dinâmica do turismo tem surpreendido favoravelmente nos meses mais recentes, projetando-se o regresso ao nível pré-pandémico em meados de 2022. Para as exportações de bens, projeta-se um abrandamento para 1,5% em 2022 (10,6% em 2021). As perturbações do lado da oferta deverão dissipar-se a partir de meados de 2022, implicando um maior crescimento das exportações de bens, de 3,2% em média em 2023-24 (Gráfico I.3.3). Esta evolução das exportações de bens acompanha a procura externa dirigida à economia portuguesa.

Gráfico I.3.3 • Exportações e procura externa | Índice 2019=100



Fontes: Banco de Portugal, Eurosistema e INE.

As importações desaceleram gradualmente de 9,5% em 2022 para 3,4% em 2024. Nos trimestres mais recentes, a elasticidade das importações face à procura global ponderada por conteúdos importados situou-se acima da média histórica, um fenómeno já observado em recuperações anteriores, e para o qual contribuiu também o processo de recuperação pós-pandémico das importações de serviços. O grau de abertura da economia, medido pelo peso das exportações e importações no PIB, mantém no horizonte de projeção a sua tendência de aumento, apenas interrompida em 2020.

A balança corrente e de capital apresenta um excedente no horizonte de projeção, sendo o défice da balança de bens e serviços compensado pelos recebimentos de fundos europeus. Esta capacidade de financiamento de 1,2% do PIB em média em 2022-24 é ligeiramente inferior à registada antes da crise pandémica (1,4% em 2018-19). O défice da balança de bens acentua-se no horizonte de projeção (-11,3% do PIB em média face a -7,6% em 2018-19). A forte deterioração do saldo da balança de bens em 2022 é explicada, em larga medida, por um efeito volume — que se atenua nos anos seguintes — reforçado por efeitos de termos de troca e de preço negativos. Este agravamento é parcialmente compensado por um aumento progressivo do excedente de serviços em percentagem do PIB, que ultrapassa os valores pré-pandémicos em 2023. Os saldos das balanças de rendimentos e capital aumentam em percentagem do PIB face aos valores pré-pandémicos, em larga medida devido aos recebimentos de fundos da União Europeia, que deverão representar 3,8% do PIB em média no horizonte de projeção.

O crescimento do emprego reduz-se no longo do horizonte de projeção, de 1,7% em 2022 para 0,2% em 2024. Este agregado ultrapassou os valores pré-pandémicos já no segundo trimestre de 2021. A recuperação foi diferenciada entre setores, mas mesmo nas atividades mais afetadas pela pandemia o emprego está próximo do de 2019. As perspetivas favoráveis para o emprego em 2022 são corroboradas pelos resultados do IREE, que revelam que um conjunto de empresas, correspondentes a 44% do emprego, tenciona aumentar o número de pessoas ao serviço, enquanto um grupo equivalente a 40% do emprego tenciona manter o número de trabalhadores. Destaca-se o setor do alojamento e restauração, onde empresas com um peso de 63% no emprego do setor assinalam a intenção de aumentar o número de pessoas ao serviço.

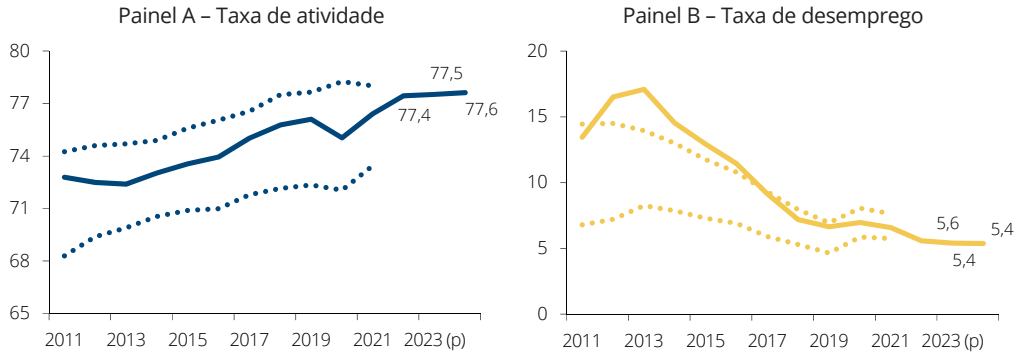
A ativação de indivíduos com vínculos frágeis ao mercado de trabalho (desencorajados) contribuiu para que a taxa de atividade retomasse em 2021 a tendência de aumento da última década, atingindo máximos históricos (Gráfico I.3.4). Este aumento reflete também o crescente grau de qualificações da população em idade ativa e a maior participação feminina no mercado de trabalho.[4] A projeção assume a manutenção de um perfil de aumento gradual da taxa de atividade, mas as perspetivas demográficas desfavoráveis mantêm-se como uma condicionante estrutural ao crescimento do emprego. A percentagem crescente de empresas a reportar dificuldade em contratar pessoal qualificado como obstáculo à atividade, em particular na construção, sinaliza alguma escassez da oferta de trabalho. De acordo com o IREE, 53% das empresas dos setores cobertos refere a disponibilidade e custo da mão de obra como fator potencial com impacto negativo ou muito negativo na sua atividade em 2022.

A taxa de desemprego mantém uma trajetória descendente. O aumento do número de desempregados durante a pandemia foi inferior ao de crises anteriores, refletindo as políticas de manutenção do emprego adotadas. Após um valor de 6,6% em 2021, a taxa de desemprego deverá diminuir para 5,6% em 2022 e para 5,4% em 2023 e 2024, refletindo pressões resultantes da dinâmica da procura no mercado trabalho.

Os constrangimentos ao crescimento do emprego criados pela evolução demográfica deverão limitar o contributo do fator trabalho para o crescimento (Quadro I.3.2). O contributo do *stock* de capital deverá ser crescente ao longo do horizonte de projeção (de 0,3 pp em 2022 para 0,5 pp em 2024) e superior à média em 2015-2019, refletindo o dinamismo do investimento observado e projetado. O contributo da produtividade total dos fatores (incluindo capital humano) para o crescimento do PIB no final do horizonte ascende a 1,4 pp, favorecido pela evolução do investimento, em particular em áreas como a digitalização.

4. Ver Caixa "A evolução recente da taxa de atividade em Portugal: decomposição por género, escolaridade e efeito demográfico", *Boletim Económico* de maio de 2022.

Gráfico I.3.4 • Taxas de atividade e desemprego | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal, Eurostat e INE. | Notas: A taxa de desemprego está expressa em percentagem da população ativa e a taxa de atividade em percentagem da população em idade ativa (15-64 anos). O tracejado refere-se ao primeiro e terceiros quartis da distribuição destas variáveis para os países da área do euro.

Quadro I.3.2 • PIB na ótica da contabilidade do crescimento | Taxa de variação média, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais

	PIB	*Stock* de capital	Horas trabalhadas	Capital humano	Produtividade total dos fatores (excl. capital humano)
1986-2010	2,7	1,2	0,4	0,7	0,4
2011-2014	-1,5	-0,4	-1,4	0,7	-0,4
2015-2019	2,6	-0,1	1,3	0,5	0,8
2020-2024 (p)	1,5	0,3	0,3	0,5	0,2
2020	-8,4	0,2	-6,3	0,6	-3,3
2021	4,9	0,2	2,8	0,5	1,3
2022 (p)	6,3	0,3	3,6	0,5	1,7
2023 (p)	2,6	0,4	1,3	0,5	0,5
2024 (p)	2,0	0,5	0,1	0,5	0,9

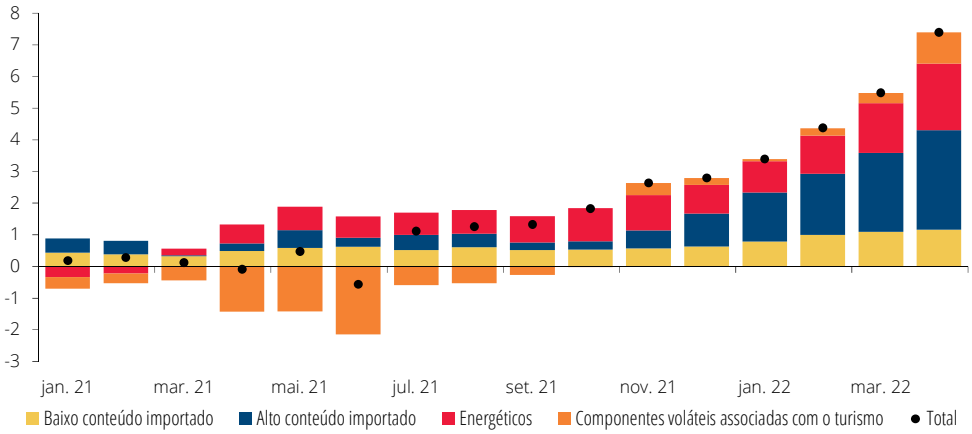
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: O exercício de contabilidade do crescimento tem por base uma função de produção Cobb-Douglas e decompõe a variação do PIB nos contributos dos fatores trabalho (horas trabalhadas) e capital (físico e humano), bem como da eficiência da sua conjugação (produtividade total de fatores). Os contributos apresentados baseiam-se numa aproximação, pelo que podem não somar a variação do PIB.

Os salários reais por trabalhador no setor privado reduzem-se cerca de 1% em 2022, refletindo a subida abrupta da inflação. Para 2023-24 assume-se um crescimento médio dos salários reais de 2%, aproximadamente em linha com o da produtividade. Assume-se ao longo do horizonte de projeção uma passagem incompleta dos aumentos de preços aos salários, num contexto em que as expetativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas. Enquanto o crescimento médio do IHPC no horizonte de projeção é de cerca de 3,5%, os salários nominais por trabalhador no setor privado crescem 1,5% acima da produtividade no mesmo período. A atual projeção incorpora o aumento anunciado do salário mínimo de 6,4% em 2023.

A inflação situa-se em 5,9% em 2022, reduzindo-se para 2,7% em 2023 e 2% em 2024. O aumento recente da inflação reflete sobretudo pressões externas (Gráfico I.3.5). Mesmo excluindo energéticos, o deflator das importações de bens deverá apresentar uma taxa de crescimento próxima de 11% em 2022, desacelerando para cerca de 1,8% em média em 2023-24. A tendência ascendente dos preços externos — iniciada em 2021 com o impacto da recuperação rápida da procura global e reação mais lenta da oferta — acentuou-se com a invasão russa da Ucrânia. A atual projeção assume a dissipação das pressões inflacionistas externas a partir de meados de 2022, implicando um perfil de desaceleração do IHPC em 2023-24 extensível às componentes energética e não energética, mas mais marcado no primeiro caso, em linha com as hipóteses assumidas para os preços do

petróleo e do gás natural. As pressões internas sobre os preços deverão manter-se contidas, dada a transmissão incompleta do aumento dos preços aos salários. Antecipa-se alguma recuperação das margens de lucro no setor privado, após as quedas registadas nos anos mais recentes.

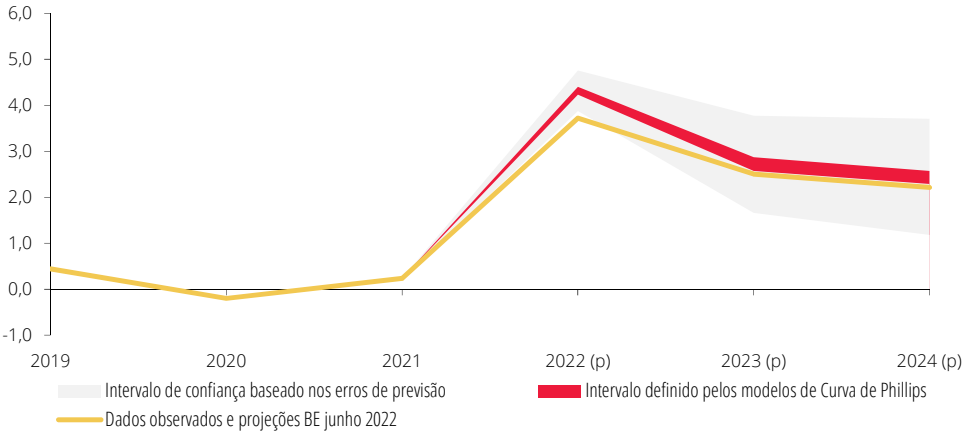
Gráfico I.3.5 • IHPC observado | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: O conteúdo importado inclui o conteúdo direto e indireto do consumo privado em 2017 e foi estimado tendo em conta uma correspondência entre os produtos do cabaz do IHPC (considerando 4 dígitos COICOP) e a nomenclatura de produtos das contas nacionais ao nível mais detalhado disponível dos conteúdos importados (82 produtos). As componentes do IHPC de elevado conteúdo importado correspondem às componentes que se caraterizam por um conteúdo importado estimado superior a 20% na despesa de consumo.

As projeções para a inflação excluindo as componentes mais voláteis estão em linha com as obtidas com base em relações simples entre a taxa de inflação e medidas da posição cíclica da economia (Gráfico I.3.6). No cálculo destas curvas de Phillips foram consideradas especificações com os hiatos do desemprego, do rendimento disponível e do produto.

Gráfico I.3.6 • Previsões para o IHPC excluindo bens alimentares e energéticos com base em modelos de Curva de Phillips | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal, BCE e INE. | Notas: O intervalo de confiança baseado nos erros de previsão procura acautelar a elevada incerteza do atual contexto e baseia-se nos erros absolutos médios de previsão fora da amostra (*out-of-sample*) para o período 2016 T1-2022 T1. O período amostral inicia-se em 1995 T1 e termina de 2015 T4 (no caso da amostra de estimação mais curta) a 2019 T1 (no caso da amostra de estimação mais longa). Para uma apresentação mais pormenorizada destes modelos ver Serra, S. (2018) "O fim da curva de Phillips? – Resultados para Portugal.", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, volume 5, Abril de 2018.

4 Incerteza e riscos

A atual projeção está rodeada por elevada incerteza, que por si só, pode levar ao adiamento de decisões de consumo e investimento, com impacto na atividade. O cenário central das projeções já reflete o impacto do aumento de incerteza ocorrido com o início da invasão russa da Ucrânia, mas esta pode vir a exacerbar-se em caso de agravamento do conflito (Caixa 1).

À atual projeção estão também associados riscos descendentes para a atividade e ascendentes para a inflação, em particular em 2022, essencialmente de origem externa. O principal foco de risco é uma possível evolução mais adversa da guerra na Ucrânia e das suas repercussões económicas. Entre estas incluem-se consequências nos preços das matérias-primas e no acentuar das perturbações nas cadeias de produção, para além dos efeitos de incerteza. Em caso de agravamento das sanções à Rússia, poderão existir restrições no acesso a algumas matérias-primas, em particular energéticas. Os impactos da materialização deste risco são analisados num cenário alternativo apresentado na Caixa 1. Outro constrangimento aos fluxos internacionais de comércio pode advir da manutenção ou reforço das medidas restritivas associadas à pandemia na China, com impacto na produção e distribuição de bens nesse país. O risco de um ressurgimento da pandemia na Europa também não pode ser excluído.

Um aumento mais acentuado da inflação globalmente e na área do euro poderá ter como consequência uma normalização mais rápida da política monetária, com o consequente agravamento das condições de financiamento. Este risco, bem como o de uma evolução mais contida do rendimento disponível real, pode ser atenuado pela almofada de poupança constituída durante a pandemia, equivalendo a cerca de 10% do rendimento disponível no final de 2021.

O principal risco ascendente para a inflação no horizonte resulta da invasão da Ucrânia, refletido no custo das matérias-primas e num prolongamento dos constrangimentos nas cadeias de produção globais, com impacto indireto nos preços. Há ainda a considerar o risco, comum aos países da área do euro, de uma maior transmissão do aumento de preços aos salários, originando potenciais efeitos de segunda ordem. No curto prazo, os riscos ascendentes para a inflação são reforçados pelo erro de projeção em alta associado à estimativa rápida para o IHPC de maio, divulgada após o fecho do exercício de projeção deste Boletim.

5 Conclusão

As atuais projeções refletem a continuação da recuperação da economia portuguesa após o choque pandémico, num enquadramento externo que se agravou substancialmente com o eclodir da invasão russa da Ucrânia. Este conflito reforçou as pressões inflacionistas e os constrangimentos às cadeias de valor globais criados pelo processo de ajustamento entre oferta e procura após a pandemia. A elevada incerteza geopolítica poderá afetar a atividade económica por um período prolongado.

A evolução da economia portuguesa beneficia da dissipação dos efeitos da pandemia em alguns setores, com destaque para o turismo, que é favorecida pela acumulação passada de poupança por parte das famílias. Em 2023-24, destaca-se também o contributo do investimento para o crescimento, apoiado pelo recebimento de fundos europeus. A esta evolução de curto prazo

sobrepõem-se as dinâmicas estruturais da economia portuguesa que determinam o crescimento do produto potencial. Nestes determinantes sobressai o efeito positivo do aumento das qualificações e da participação no mercado de trabalho, num contexto demográfico desfavorável que urge alterar.

O aumento continuado das qualificações da força de trabalho é essencial num contexto de transformação tecnológica orientada para a digitalização e compatível com aumentos do capital por trabalhador. Uma implementação efetiva dos investimentos e reformas subjacentes ao PRR, em que se destaca a modernização da administração pública e em particular da justiça, permitirá a redução dos custos do contexto e a possibilidade de ganhos adicionais de crescimento a longo prazo.

Caixa 1 • Um cenário mais adverso para a economia portuguesa associado ao impacto da guerra na Ucrânia

A elevada incerteza gerada pela invasão da Ucrânia e os seus potenciais impactos macroeconómicos justifica a apresentação de um cenário adverso para a economia portuguesa. Este cenário de maior duração e de repercussões económicas mais gravosas da invasão assenta em hipóteses de enquadramento internacional comuns ao cenário adverso apresentado pelo Eurosistema nas projeções de junho. Estes choques implicam uma diminuição da taxa de crescimento anual do PIB face às projeções do Boletim de 1,5 pp em 2022 e 2,6 pp em 2023, revertido parcialmente em 2024 (0,7 pp). A inflação situar-se-ia 0,9 pp e 1,6 pp acima da projeção deste Boletim, em 2022 e 2023 respetivamente.

O cenário assume que a invasão se prolonga, com um agravamento das tensões geopolíticas e a imposição de novas sanções económicas, o que se traduz em subidas mais acentuadas dos preços das matérias-primas, disrupções adicionais nas cadeias de valor global, maior incerteza e amplificação das fricções financeiras.

O cenário assume uma interrupção abrupta das importações de petróleo e gás da Rússia para a Europa na segunda metade de 2022, com uma capacidade de substituição por outros fornecedores ou fontes de energia limitada no curto prazo, em particular no caso do gás.[5] No final do horizonte, assume-se que os fornecimentos de gás e o petróleo provenientes da Rússia são substituídos integralmente. A dependência da economia portuguesa do gás e do petróleo proveniente da Rússia é baixa — em média no período 2018-21, as importações de petróleo e de gás desta origem representavam, respetivamente, 4,8% e 1,4% das importações totais de bens energéticos. No entanto, uma interrupção abrupta do fornecimento russo destas matérias-primas a Portugal e a parceiros comerciais com maior dependência energética da Rússia teria impactos diretos e indiretos relevantes, implicando potenciais paragens na produção em alguns setores, uma intensificação das disrupções nas cadeias de valor global e a escassez de alguns produtos intermédios.

As disrupções no comércio — em particular, de petróleo, gás e outras matérias-primas das quais a Rússia e a Ucrânia são grandes fornecedores mundiais, incluindo alguns bens alimentares — reforçam o aumento dos preços desses bens nos mercados internacionais (Quadro C1.1). O cenário adverso assume um aumento adicional de 42% do preço do petróleo em 2022 e de 20% em 2023 face ao considerado nas projeções deste Boletim (Secção I.2). No caso do gás, o aumento adicional é ainda mais expressivo (quase 200% em 2022 e cerca de 35% em 2023), traduzindo a maior dificuldade de substituição por fontes alternativas. No final do horizonte, os preços destas matérias-primas energéticas permanecem acima do valor considerado nas projeções. A hipótese de preços do petróleo e gás mais elevados implica um aumento acentuado dos custos de produção das empresas, condicionando a sua atividade, em particular em setores onde a dependência energética direta e indireta é elevada (Gráfico C1.1). O cenário adverso assume também preços de matérias-primas não energéticas e de outros bens acima do considerado nas projeções, destacando-se a evolução dos preços dos bens alimentares.

As relações comerciais diretas entre Portugal e os dois países em conflito são limitadas: no período 2018-21, as exportações conjuntas para a Rússia e para a Ucrânia representavam, em média, 0,3% das exportações portuguesas de bens; as importações correspondiam a 1,6% do total de importações. No entanto, existem importantes parceiros comerciais de Portugal com maior exposição, pelo que um agravamento da situação pode repercutir-se indiretamente numa redução da procura externa dirigida a Portugal. Nas hipóteses do cenário adverso, o crescimento da procura externa

5. Refira-se que a UE acordou implementar uma redução quase total das importações de petróleo com origem na Rússia até ao final de 2022.

dirigida à economia portuguesa em 2022 e 2023 é significativamente inferior ao implícito nas projeções deste Boletim (Quadro C1.1 e Secção I.2). Em termos acumulados, a redução da procura externa face ao considerado na projeção é cerca de 6%.

Quadro C1.1 • Hipóteses de enquadramento internacional do cenário adverso | Taxa de variação anual, em percentagem e diferença face às hipóteses da projeção, em pontos percentuais

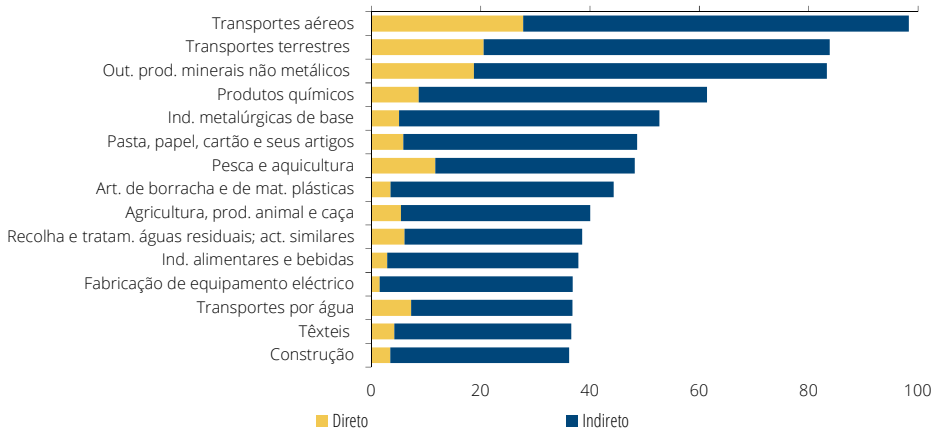
	Cenário adverso			Diferenças face à projeção		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Preço do petróleo	106,4	9,8	-20,7	42,0	19,9	-10,9
Preço do gás	303,7	16,3	-39,8	191,7	34,4	-17,5
Preço das matérias-primas não energéticas	29,4	5,3	-2,9	3,1	8,4	3,4
Preço das importações dos concorrentes	12,9	5,2	0,5	0,4	2,9	-0,6
Procura externa	3,2	-1,0	3,8	-1,8	-4,2	0,3

Fonte: Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal).

Foram ainda considerados os canais que operam através do aumento das tensões nos mercados financeiros e da incerteza. Estes choques afetam as decisões de investimento das empresas e levam as famílias a aumentar a poupança por motivo precaução. Refira-se que o cenário adverso utiliza os mesmos pressupostos para a política monetária e orçamental que foram assumidos para as projeções deste Boletim.

No cenário, assumiu-se uma deterioração das condições financeiras, traduzida numa redução do preço dos ativos e num aumento dos prémios de risco. As taxas de juro bancárias dos empréstimos às famílias e empresas registam uma subida mais acentuada do que a implícita nas projeções apresentadas no Boletim (cerca de +100 pb).

Gráfico C1.1 • Setores mais dependentes do setor energético (top 15) | Valor dos consumos de energia (diretos e indiretos), em percentagem do valor da produção

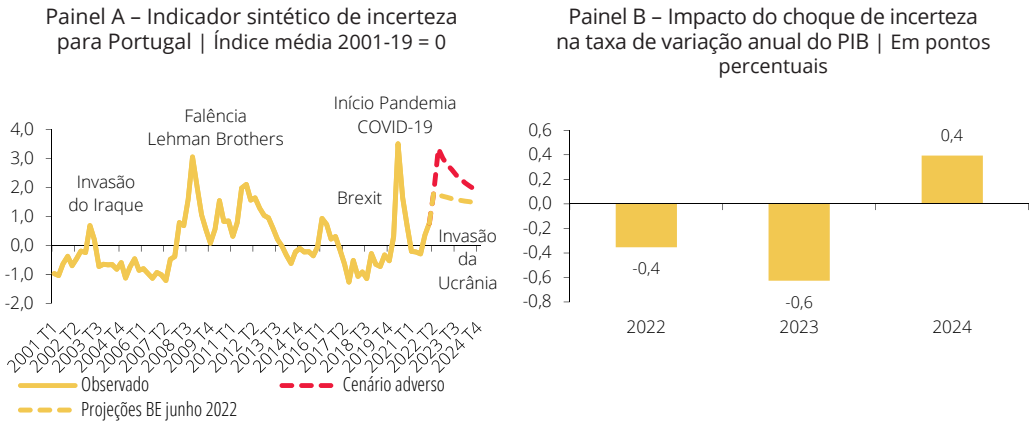


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Unidades monetárias totais do setor energético necessárias, direta ou indiretamente, para obter uma unidade de produção em cada um dos setores da economia portuguesa (apresentadas em percentagem da produção), obtidas a partir das matrizes simétricas de *input-output* de 2017. Essas necessidades totais estão decompostas em diretas (utilizações diretas do setor energético) e indiretas (utilizações de produtos energéticos que foram utilizados na produção de outros produtos utilizados como consumo intermédio do setor de atividade considerado). O setor energético corresponde à agregação dos setores de atividade das indústrias extrativas, dos produtos petrolíferos refinados e da eletricidade e gás.

Com o eclodir da invasão da Ucrânia assistiu-se a um aumento acentuado e imediato da incerteza económica. O indicador sintético de incerteza para Portugal tem-se mantido em níveis elevados

desde finais de fevereiro (Gráfico C1.2). Nas projeções considerou-se que a incerteza se iria manter elevada ao longo do horizonte. No entanto, é possível que a incerteza seja exacerbada num cenário de agravamento do conflito e das tensões geopolíticas. No cenário adverso, considerou-se um aumento adicional da incerteza a partir do terceiro trimestre para um nível próximo do observado no início da pandemia COVID-19. A partir do final do ano, a incerteza reduz-se, mas permanece acima dos valores considerados nas projeções.

Gráfico C1.2 • Indicador sintético de incerteza para Portugal e impacto no PIB

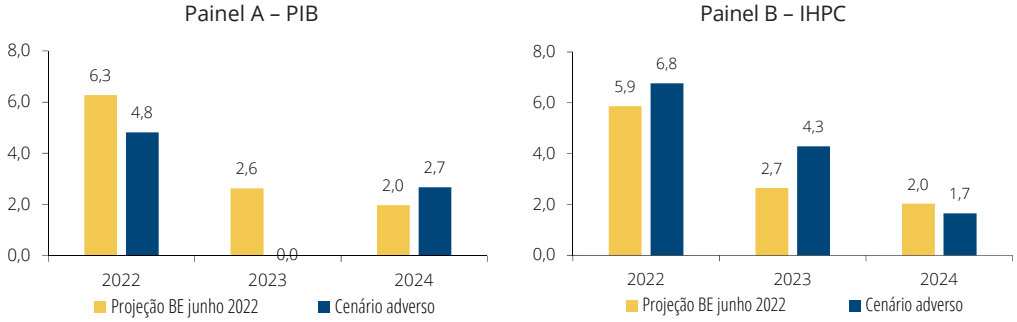


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O indicador corresponde ao apresentado em Manteu e Serra (2017), "Impact of uncertainty measures on the Portuguese economy", *Working Paper* 9/2017, Banco de Portugal. O Indicador foi estandardizado com a média e desvio padrão do período 2001-19.

Os choques são implementados a partir do terceiro trimestre de 2022. Os impactos na atividade económica e na inflação foram estimados utilizando os modelos de previsão e simulação do Banco de Portugal: modelo macroeconómico de médio prazo (Modelo "M"), o modelo de previsão da inflação (MIMO) e o modelo dinâmico de equilíbrio geral (PESSOA).

Estima-se uma diminuição da taxa de crescimento anual do PIB face às projeções do Boletim de 1,5 pp em 2022 e 2,6 pp em 2023, sendo o impacto positivo em 2024 (0,7 pp) (Gráfico C1.3). Neste cenário, a atividade entraria em recessão no final de 2022, seguindo-se um período de recuperação, embora incompleto. Em 2024, o PIB situar-se-ia 3,3% abaixo do valor projetado neste Boletim.

Gráfico C1.3 • PIB e IHPC em Portugal – projeção do *Boletim Económico* de junho de 2022 e cenário adverso | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Neste cenário, a inflação ascende a 6,8% em 2022 e 4,3% em 2023, situando-se, respetivamente, 0,9 pp e 1,6 pp acima da projeção deste Boletim. A inflação mais elevada decorre sobretudo do aumento do preço dos bens importados e da sua transmissão aos preços no consumidor. A redução da procura contraria parcialmente estes efeitos. Com a normalização gradual da situação nos mercados internacionais, os aumentos acentuados dos preços das importações, em particular dos bens energéticos, são gradualmente revertidos contribuindo para uma inflação em 2024 ligeiramente inferior à projetada neste Boletim (Quadro C1.1 e Gráfico C1.3).

Caixa 2 • Perspetivas para preços e salários em 2022 – uma análise com base nos resultados do IREE

A intensificação de alguns dos efeitos adversos da pandemia e as repercussões económicas da invasão da Ucrânia levaram o INE e o Banco de Portugal a lançar, em maio de 2022, uma nova edição do Inquérito Rápido e Excecional às Empresas (IREE).[6] Cerca de 7000 empresas responderam, o que corresponde a uma taxa de resposta de 74%.

Em maio de 2022, as condições necessárias ao funcionamento estavam restabelecidas em 90% das empresas e 56% já tinham alcançado ou ultrapassado o nível de atividade pré-pandemia. Não obstante as perspetivas favoráveis para o ano corrente — com 54% das empresas a anteciparem um aumento do volume de negócios —, os empresários veem com pessimismo os desenvolvimentos recentes. Mais de 80% das empresas consideram que a atual conjuntura internacional condiciona o dinamismo esperado para a sua atividade, mostrando preocupação com o aumento dos preços das matérias-primas (energéticas e outras) e dos bens intermédios, com o aumento dos custos de transporte e com os constrangimentos nas cadeias de fornecimento globais. A Indústria e energia destaca-se como o setor onde o impacto esperado é mais negativo.

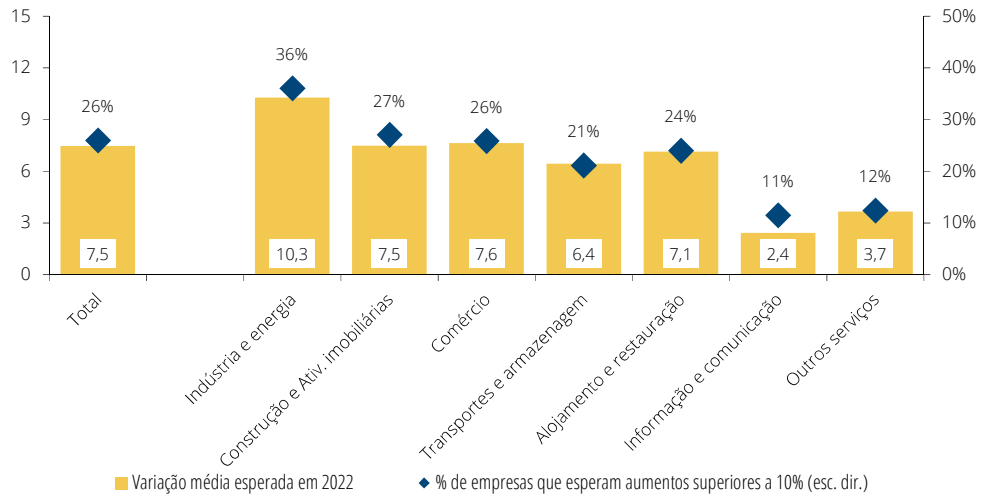
Estes choques externos têm impacto na formação de preços. Dois terços das empresas tencionam aumentar os preços de venda em 2022, enquanto quase um terço pretende mantê-los inalterados e apenas 2% esperam uma redução face ao ano anterior.[7] A proporção que antecipa uma subida dos preços aumenta com a dimensão da empresa (52% nas micro e 73% nas médias e grandes empresas) e ultrapassa os 70% na Indústria e energia, Alojamento e restauração e Transportes e armazenagem.

No conjunto de setores cobertos pelo IREE, o aumento médio de preços previsto para 2022 situa-se em 7,5%, sendo que 26% das empresas perspetivam crescimentos superiores a 10% (Gráfico C2.1). Esta é uma estimativa aproximada — uma vez que as empresas reportam intervalos de variação — e pode refletir tanto a evolução de preços do consumidor como de preços praticados entre empresas.

6. O período de inquirição ocorreu de 9 a 20 de maio e os principais resultados foram divulgados no dia 8 de junho. Os microdados do inquérito são disponibilizados pelo INE e pelo Banco de Portugal para trabalhos de investigação.
7. Estes resultados são corroborados pelos dados dos Inquéritos da Comissão Europeia, que mostram que a percentagem de empresas que pretendem aumentar os preços num horizonte de três meses tem vindo a aumentar, encontrando-se em valores máximos.

As empresas que preveem aumentar os preços tendem a reportar melhores perspetivas para a atividade, um maior aumento dos custos com energia e um maior dinamismo salarial. Comparando as empresas que pretendem aumentar os preços em 2022 com as que esperam mantê-los inalterados, verifica-se que a percentagem que antecipa um aumento do volume de negócios e do emprego este ano é maior no primeiro grupo (62% e 40% respetivamente, que compara com 40% e 19% no segundo grupo) (Quadro C2.1). A proporção de empresas mais afetadas pelos efeitos adversos da pandemia e da invasão da Ucrânia — aumento dos custos e constrangimentos no fornecimento de bens — é também superior no primeiro grupo. Desde o início do ano e face ao período homólogo, das empresas que vão aumentar os preços, 88% reportaram um aumento dos custos com combustíveis líquidos, 85% com a eletricidade e 61% com o gás (79%, 81% e 58%, respetivamente, nas empresas que vão manter os preços). A proporção de empresas que perspetivam um aumento dos salários é também superior neste grupo de empresas (90%, face a 75% nas empresas sem alteração de preços), com 42% das empresas a anteciparem aumentos superiores aos observados em 2021. O crescimento dos salários por trabalhador deverá ser mais acentuado nas empresas que preveem um aumento dos preços este ano.

Gráfico C2.1 • Variação esperada dos preços praticados pelas empresas em 2022 | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE (IREE). | Notas: Para cada empresa, considerou-se que a variação do seu preço de venda correspondia ao ponto médio do intervalo reportado. Para o intervalo "igual ou superior a 50%" considerou-se uma variação de 75%. Os resultados foram agregados através de uma média simples.

Analisando os motivos para o aumento esperado de preços, as empresas destacam os mesmos fatores que têm impacto negativo na atividade, em particular, o aumento dos custos com matérias-primas não energéticas e energéticas, assinalado por 60% e 49% das empresas, respetivamente. A subida de outros custos (36%) e o aumento dos salários (20%) são também apontados pelas empresas como muito relevantes. A Indústria e energia — setor onde é esperado o maior crescimento de preços — e a Construção e atividades imobiliárias destacam-se com a maior percentagem de empresas a referir o aumento dos custos com matérias-primas ou bens intermédios não energéticos como motivo muito relevante (75% e 69% das empresas, respetivamente). Já nos Transportes e armazenagem é o aumento dos custos com energéticos que concentra a maioria das respostas (70%). O aumento dos salários foi mencionado por quase um terço das empresas do Alojamento e restauração e 29% das empresas dos Outros serviços.

Quadro C2.1 • Caraterização das empresas que esperam um aumento ou uma manutenção de preços em 2022 | Percentagem de empresas

	Empresas que antecipam uma manutenção dos preços	Empresas que antecipam um aumento dos preços
Perspetivas para 2022		
Aumento do volume de negócios	40%	62%
Aumento do pessoal ao serviço	19%	32%
Factores mais relevantes com impacto negativo na atividade		
Aumento dos custos energéticos	29%	54%
Aumento dos custos com outros materiais	24%	54%
Aumento dos custos dos transportes	24%	49%
Problemas no fornecimento	18%	40%
Salários		
Aumento em 2022	75%	90%
Aceleração face 2021	31%	42%

Fontes: Banco de Portugal e INE (IREE).

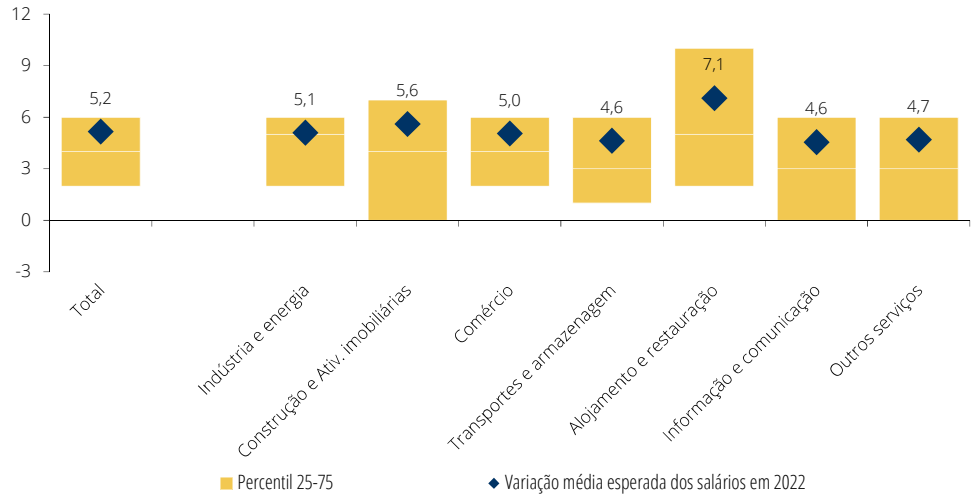
As pressões crescentes sobre os custos estão a ser transmitidas aos preços finais, mas a maioria das empresas (60%) referiu que essa repercussão está a ser feita de forma moderada, ou seja, que a transmissão do aumento dos custos aos preços é inferior a 50%. Apenas 12% das empresas com aumento de custos considera que a repercussão será integral, enquanto 28% refere uma transmissão superior a 50%. Os Serviços excluindo o Comércio parecem repercutir o aumento dos custos de forma mais moderada que os restantes setores. Em geral, as empresas que referem uma maior repercussão da subida de custos tendem a aumentar mais os seus preços. A repercussão limitada dos custos nos preços é atribuída a questões da procura (assinalada por 54% das empresas), de concorrência (41%) e, em menor grau, à existência de contratos já firmados (36%). Esta transmissão menos significativa sugere que algumas empresas possam estar a absorver parte do aumento dos custos nas suas margens de lucro.

O atual contexto de inflação elevada pode influenciar a evolução dos salários, contribuindo para maiores aumentos. Este efeito pode ser reforçado pela conjuntura económica, em particular pela situação do mercado de trabalho, onde as margens disponíveis se têm vindo a reduzir. Segundo os resultados do IREE, 82% das empresas antecipam um aumento dos salários por trabalhador em 2022, enquanto 18% espera uma manutenção (o que compara com 76% e 23%, respetivamente, em 2021). Ainda assim, apenas para 36% das empresas o crescimento estimado para 2022 é superior ao de 2021. O crescimento médio dos salários por trabalhador previsto para 2022 ronda os 5%, após uma variação de 4,2% em 2021 (Gráfico C2.2). Esta evolução aponta para uma perda de salário real em 2022, o que contrasta com os ganhos observados nos últimos cinco anos. Por setor de atividade, os resultados não diferem significativamente dos obtidos para o total, com exceção do Alojamento e restauração, onde se prevê um aumento salarial de 7,1% em 2022 (mais 1,9 pp face ao ano anterior) num contexto de forte recuperação do emprego. Uma análise dos intervalos interquartis — que descarta 25% das observações em cada um dos extremos — mostra que existe uma maior variabilidade das respostas das empresas no Alojamento e restauração e na Construção e atividades imobiliárias.

As empresas destacam como principais fatores com contributo positivo para a evolução salarial o aumento do salário mínimo (28%), a necessidade de reter trabalhadores (27%) e o aumento da taxa de inflação (de modo a compensar a perda de poder de compra) (23%). As pressões induzidas pelo aumento do salário mínimo são mais referidas no Alojamento e restauração (37%) — refletindo

a prevalência desta remuneração no setor[8] —, na Indústria e energia (35%) e nos Transportes e armazenagem (34%). Nos setores de Informação e comunicação e Construção e atividades imobiliárias, o fator mais citado é a necessidade de reter o pessoal ao serviço (34% e 31%, respetivamente), sugerindo pressões de escassez de mão-de-obra qualificada. Não obstante o aumento de salários perspetivado para 2022, os empresários destacam também fatores que contribuem para mitigar esta evolução, nomeadamente a maior incerteza económica e o aumento dos custos de produção, sendo este último referido em particular pelas empresas da indústria. O grupo que aumenta salários concentra uma percentagem maior de empresas que antecipam um crescimento do emprego.

Gráfico C2.2 • Variação esperada dos salários por trabalhador em 2022 | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE (IREE). | Notas: A linha branca que divide o intervalo interquartis representa a mediana. A presença de variações muito elevadas entre as respostas recebidas explica o afastamento entre a taxa de variação média e a mediana na maioria dos casos.

8. De acordo com a informação do Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social, em julho de 2021, 45% dos empregados no setor do Alojamento e restauração auferiam o salário mínimo.

II Tema em destaque

NextGenerationEU em Portugal: oportunidades e desafios

NextGenerationEU em Portugal: oportunidades e desafios[1]

Introdução

A pandemia de COVID-19 gerou respostas imediatas das autoridades europeias para mitigar o seu impacto económico. Além das medidas implementadas pelos governos nacionais e pelo Banco Central Europeu, destacam-se as linhas de crédito do Banco Europeu de Investimento e o instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (SURE). Contudo, a extensão do choque e as assimetrias entre países e setores de atividade tornaram clara a necessidade de uma reação mais estrutural e coordenada na União Europeia (UE).

Em 27 de maio de 2020, a Comissão Europeia apresentou o Plano de Recuperação da Europa. Este plano complementa as medidas de política monetária e orçamental durante a fase de retoma, mas foca-se sobretudo no longo prazo e no reforço do crescimento potencial. Foi desenhado a partir da identificação dos desafios a enfrentar pela economia europeia, selecionando três grandes linhas de ação: (i) garantir a liquidez das empresas, sobretudo nos setores mais afetados pela pandemia; (ii) fomentar o investimento público e privado, suprindo necessidades estruturais e respondendo aos desafios da transição climática e da transformação digital; e (iii) garantir um crescimento sustentado e inclusivo (Comissão Europeia, 2020). O plano é financiado através do reforço do quadro financeiro plurianual e de um novo instrumento temporário e de emergência, o NextGenerationEU (NGEU). As principais componentes do NGEU são o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR) e a iniciativa de Assistência à Recuperação para a Coesão e os Territórios da Europa (REACT-EU).

Este Tema em destaque descreve a implementação do NGEU em Portugal e avalia *ex ante* os seus efeitos económicos. A maioria dos projetos previstos deverá contribuir para impulsionar a transição climática e a transformação digital, havendo também uma aposta na coesão social e territorial. As estimativas do impacto sobre a economia portuguesa sugerem que o NGEU contribui para aumentar em 0,5 pontos percentuais (pp) a taxa de crescimento média do produto interno bruto (PIB) em 2022-24. No longo prazo, o produto potencial é superior em cerca de 1%.

O NGEU

O NGEU disponibiliza 807 mil milhões de euros, dos quais 421 mil milhões em subvenções não reembolsáveis e 386 mil milhões em empréstimos. Para resposta imediata ao choque pandémico, 6,3% do NGEU são alocados a uma componente de estabilização macroeconómica centrada no fundo REACT-EU em 2021-22, embora a sua utilização possa prolongar-se até 2023. Em Portugal, a dotação corresponde a cerca de 1% do PIB e está a ser canalizada para medidas de apoio ao emprego e aos setores mais afetados pela pandemia — incluindo os programas ADAPTAR, APOIAR e ATIVAR — além do Plano de Recuperação de Aprendizagens e da aquisição de vacinas contra a COVID-19.

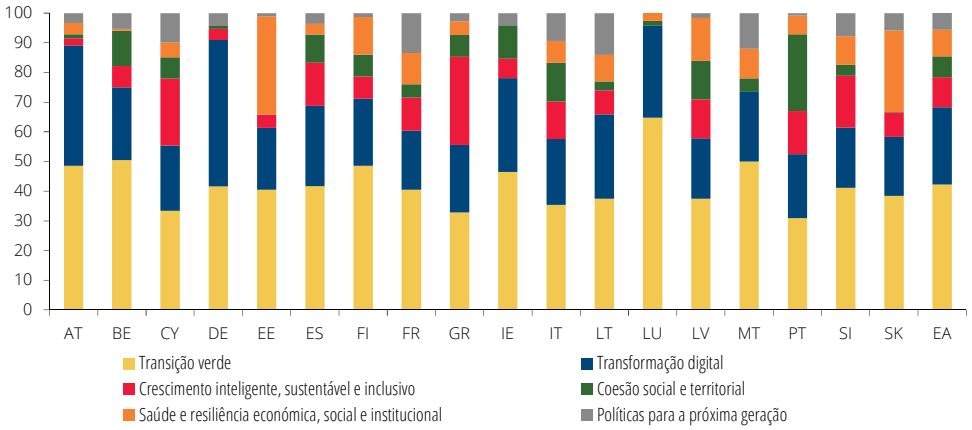
1. Preparado por Maria M. Campos e Cláudia Duarte.

A principal componente financeira do NGEU é o MRR. A dotação total do MRR ascende a 724 mil milhões de euros, divididos entre subvenções e empréstimos, correspondendo a 90% do total do NGEU. A dotação máxima para subvenções atribuída a cada país para 2021 e 2022 (70% do total) leva em consideração a população, o (inverso do) PIB *per capita* e a taxa de desemprego média registada em 2015-19. Na determinação da chave aplicável aos restantes 30%, a taxa de desemprego é substituída pela queda do PIB real em 2020 e em 2020-21, em termos acumulados. Numa primeira fase, consideraram-se as projeções para o PIB do Outono de 2020 da Comissão, sendo a alocação final reavaliada em junho de 2022 com base no apuramento das Contas Nacionais de 2021 pelo Eurostat. O montante máximo de empréstimos está limitado a 6,8% do Rendimento Nacional Bruto (RNB) de cada país em 2019.

Os fundos do MRR destinam-se a financiar os Planos de Recuperação e Resiliência (PRR) nacionais. Os planos apresentados pelos governos combinam investimentos e reformas que visam responder aos constrangimentos estruturais das economias. Há um enfoque no reforço do investimento público e privado, havendo também uma componente de apoios a empresas e projetos de âmbito social e de apoio ao emprego e formação profissional. Entre os países da área do euro, apenas o PRR dos Países Baixos permanece por submeter à Comissão.

Os fundos devem ser canalizados para projetos alinhados com os seis pilares-chave da política europeia: transição verde; transformação digital; crescimento inteligente, sustentável e inclusivo; coesão social e territorial; saúde e resiliência económica, social e institucional; e políticas para a próxima geração. Os planos privilegiam claramente os dois primeiros pilares (Gráfico 1). Projetos ligados à transição verde estão tipicamente associados a investimentos em mobilidade sustentável, melhorias de eficiência energética e aposta no hidrogénio ou em outras fontes renováveis. O pilar da transformação digital incorpora projetos de digitalização do setor público e das empresas ou de desenvolvimento de competências de inclusão digital. Relativamente aos outros pilares, os contributos diferem muito, embora se destaque em vários países o crescimento inteligente, sustentável e inclusivo.

Gráfico 1 • Peso dos pilares da política da UE nos PRR nacionais | Em percentagem do custo total estimado dos PRR



Fonte: Scoreboard do MRR. | Nota: A distribuição pelos pilares da UE tem por base o principal pilar para o qual cada medida contribui, em linha com uma classificação feita pela Comissão.

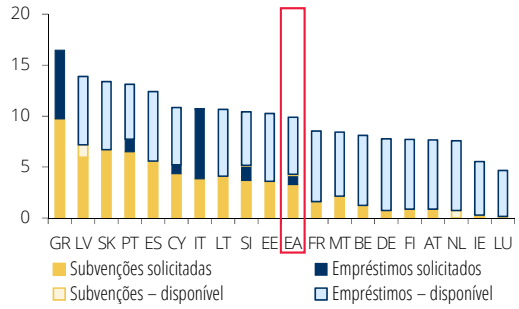
A generalidade dos países da área do euro solicitou os montantes máximos de subvenções para financiamento dos seus PRR. O recurso a empréstimos tem sido muito limitado; apenas Grécia, Itália e, em menor medida, Eslovénia, Portugal e Chipre solicitaram montantes significativos

(Gráfico 2). Esta situação poderá mudar, uma vez que os países podem ainda fazer solicitações até agosto de 2023. Adicionalmente, na sequência da apresentação recente do plano REPowerEU (Comissão Europeia, 2022), a Comissão apela a que os países incluam nos seus PRR novas iniciativas conducentes à diversificação dos fornecedores de bens energéticos e à redução da dependência de combustíveis fósseis. Para o efeito, é proposto financiamento adicional por duas vias: parte das receitas de leilões do Sistema de Comércio de Emissões de carbono; e transferência da alocação dos empréstimos do MRR não solicitados pelos países para outros Estados-Membros.

Os PRR são objeto de um processo de avaliação por parte da Comissão. Esta avaliação tem em conta critérios como o cumprimento das Recomendações Específicas por País (*Country Specific Recommendations*, CSR na sigla inglesa) definidas para 2019 e 2020 e a alocação de 37% e 20% dos fundos a investimentos para reforçar as transições climática e digital, respetivamente. Mediante a aprovação dos PRR pelo Conselho da UE, os Estados-Membros receberam na segunda metade de 2021 um pré-financiamento equivalente a 13% do custo total estimado para a sua implementação. De 2022 em diante, os países poderão solicitar até duas tranches por ano, sendo que a sua atribuição será condicional no cumprimento dos objetivos traçados, identificados através de marcos e metas a atingir.[2] Até ao momento, foram desembolsados pela Comissão cerca de 100 mil milhões de euros, dos quais 66 mil milhões são subvenções não reembolsáveis. A maior parte dos desembolsos refere-se a pré-financiamento, mas Espanha, França, Grécia, Itália e Portugal já receberam uma primeira tranche de financiamento regular, mediante o cumprimento de marcos e metas.

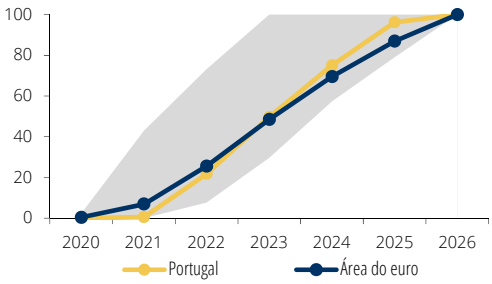
Os Estados-Membros comprometeram-se a executar os fundos do MRR de forma célere. Em média, prevê-se que metade da despesa seja executada até 2023 (Gráfico 3). Não obstante, é esperada uma elevada dispersão no ritmo de absorção dos diferentes países. Os progressos na execução dos planos e o contributo para os objetivos do MRR serão avaliados duas vezes por ano com recurso a 14 indicadores comuns (Comissão Europeia, 2021a).

Gráfico 2 • MRR: montantes máximos e solicitações por país | Em percentagem do PIB de 2019



Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os montantes disponíveis correspondem à alocação máxima excluindo os fundos já solicitados. No caso dos empréstimos, os montantes máximos correspondem a 6,8% do RNB de 2019. No caso das subvenções, os limites máximos correspondem à chave de alocação por país definida pela Comissão. "EA" refere-se à média simples no conjunto da área do euro. Até ao momento, o PRR dos Países Baixos não foi entregue à Comissão.

Gráfico 3 • Taxa de execução acumulada | Em percentagem da dotação total solicitada



Fonte: Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC). | Notas: A banda a sombreado corresponde ao máximo e mínimo das taxas de execução acumuladas no conjunto dos países da área do euro, em cada ano. A informação subjacente ao gráfico foi recolhida no âmbito do Working Group on Public Finance (WGPF) do SEBC e baseia-se nos PRR nacionais, anúncios feitos pelos governos ou hipóteses assumidas pelos especialistas do WGPF. Até ao momento, o PRR dos Países Baixos não foi entregue à Comissão.

2. Para o acompanhamento dos marcos e metas já cumpridos pelos países, ver o *scoreboard* da Comissão: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard.

O PRR português

A implementação do PRR português tem um custo estimado de 16,4 mil milhões de euros, cerca de 8% do PIB de 2019, prevendo a realização de 83 projetos de investimento e 32 reformas. O PRR foi entregue à Comissão em abril de 2021, tendo sido aprovado pelo Conselho da UE em julho após avaliação positiva da Comissão. O financiamento inclui 13,9 mil milhões de subvenções, cerca de 1% do PIB por ano, em média (que compara com 0,5% do PIB por ano, na área do euro), e o remanescente são empréstimos (cerca de 20% do valor máximo permitido). Os investimentos e as reformas encontram-se organizados em três dimensões — Resiliência, Transição Climática e Transição Digital —, podendo contribuir para um ou mais pilares-chave da política europeia.

A dimensão "Resiliência" é a que mobiliza mais recursos, dois terços do total. A maior parte da dotação destina-se a projetos de capitalização e inovação nas empresas, e ao desenvolvimento das qualificações e competências dos recursos humanos. A totalidade dos empréstimos solicitados até ao momento servirá para financiar investimentos nesta dimensão. Uma parte destes empréstimos destina-se à capitalização das empresas e será intermediada pelo Banco Português de Fomento. Nesta dimensão estão previstas reformas nas áreas da saúde e políticas sociais, a implementação do Plano Nacional de Alojamento Urgente e Temporário e a implementação de políticas de promoção da inovação empresarial e de capitalização das empresas.

Os investimentos e reformas que contribuem para os compromissos do Pacto Ecológico Europeu e da Lei Europeia do Clima inserem-se na dimensão da "Transição Climática", que mobiliza 18% dos fundos. Os projetos de sustentabilidade do setor dos transportes e da descarbonização da indústria assumem um papel de destaque. Adicionalmente, incluem-se investimentos na eficiência energética em edifícios residenciais e de serviços, bem como o reforço das fontes de energia sustentáveis.

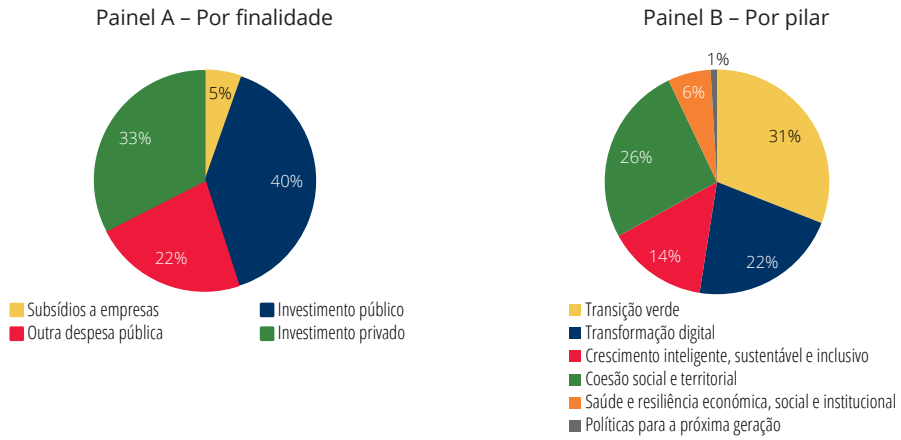
Os investimentos e reformas da dimensão "Transição Digital" respondem aos desafios da digitalização da economia, mobilizando 15% dos fundos. Os projetos fomentam o desenvolvimento de competências digitais através da educação e da formação específica, e contribuem para a transformação digital das empresas e da administração pública. Destaca-se a reforma do funcionamento e organização interna da administração pública e a implementação de melhorias na área da justiça económica e ambiente de negócios, em particular nos licenciamentos e na resolução de insolvências.

A Comissão considera que as medidas propostas respondem adequadamente a várias das CSR dirigidas a Portugal em 2019 e 2020. A Comissão destaca as reformas e investimentos para melhorar a qualidade e sustentabilidade das finanças públicas, bem como a acessibilidade e resiliência do sistema de saúde (Comissão Europeia, 2021b). Destacam-se ainda as iniciativas no emprego, na educação e formação, o enfoque nas transições digital e climática e as melhorias esperadas nos custos de contexto e no funcionamento do sistema judicial.

Tal como na área do euro, os projetos do PRR português serão em larga medida implementados por entidades públicas (Gráfico 4 – Painel A). Prevê-se que as entidades públicas executem 62% da despesa, abaixo dos 68% na área do euro. O peso do investimento público (40%) é inferior ao planeado, em média, nos PRR dos outros países (55%).

O plano português aposta mais no pilar da "coesão social e territorial" (26%) do que a média da área do euro (7%). Em contrapartida, apesar do elevado número de projetos que contribuem direta ou indiretamente para os pilares da transição verde e digital, os mesmos representam uma parte menor (53%) do que na média da área do euro (68%) (Gráfico 4 – Painel B).

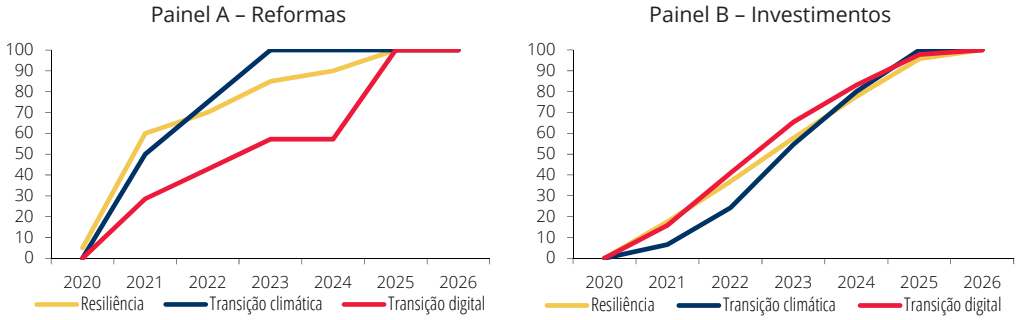
Gráfico 4 • Afetação das subvenções e dos empréstimos do MRR em Portugal | Em percentagem do total



Fontes: Comissão Europeia e Programa de Estabilidade 2022-26 (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A distribuição pelos pilares da UE apresentada no Painel B tem por base o principal pilar para o qual cada medida contribui, em linha com uma classificação feita pela Comissão.

A implementação das reformas deverá anteceder a execução dos investimentos. A adoção das reformas referentes às dimensões "Resiliência" e "Transição Climática" será particularmente antecipada (Gráfico 5 – Painel A). Incluem-se aqui reformas já implementadas, como a criação do Banco de Fomento ou o estabelecimento do Plano Nacional de Alojamento Urgente e Temporário e da Estratégia Nacional para o Hidrogénio. A implementação prévia das reformas (80% das quais deverá estar concluída até 2023) poderá criar condições para uma mais eficiente execução dos investimentos, catalisando os seus resultados. No caso dos investimentos, o ritmo de implementação é alisado, com taxas de execução da despesa em torno de 20% entre 2021 e 2025 (Gráfico 5 – Painel B). Na mais recente atualização do Programa de Estabilidade, a subexecução registada em 2021 resultou num reajustamento do perfil projetado e uma aceleração do ritmo de execução previsto em 2022-25.

Gráfico 5 • Taxas de execução acumuladas | Em percentagem do total



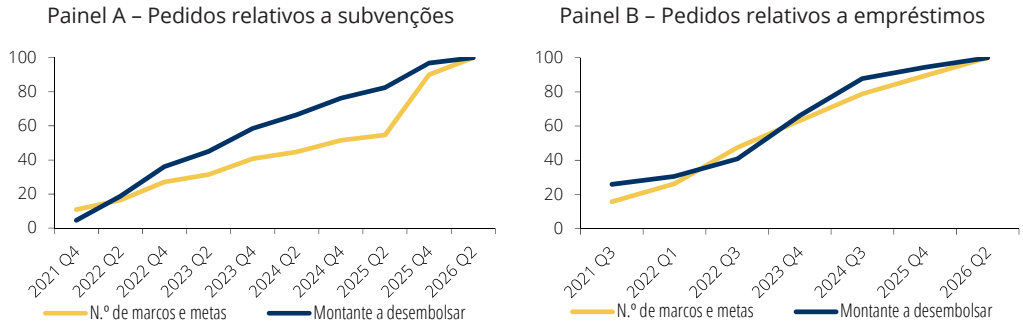
Fontes: Anexo à Decisão de Execução do Conselho relativa à aprovação da avaliação do PRR de Portugal e PRR – Recuperar Portugal, Construindo o Futuro (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A taxa de execução das reformas corresponde ao número de reformas que se prevê concluir em cada ano em percentagem do total. No caso dos investimentos, a taxa de execução baseia-se na previsão de custos em cada ano em percentagem da despesa total, financiada por subvenções e empréstimos.

O PRR tem 341 marcos e metas. Os marcos estão sobretudo associados às reformas e referem-se a alterações regulamentares ou à aprovação formal de determinados programas. Aproximadamente

metade dos marcos deverão ser atingidos até final de 2022. Alguns referem-se a alterações que entraram em vigor em 2020 e 2021, antecedendo em alguns casos a apresentação do PRR. As metas correspondem a objetivos quantitativos e estão mais associadas aos investimentos. O seu cumprimento é mais distribuído no tempo.

Cada desembolso de subvenções e empréstimos depende do cumprimento de marcos e metas específicos. Os pedidos de desembolso seguem a calendarização dos objetivos e têm associado um processo de avaliação do seu cumprimento (Gráfico 6). Em janeiro de 2022, Portugal submeteu à Comissão o primeiro pedido de desembolso, correspondente a 1,16 mil milhões de euros (dos quais 553,4 milhões em subvenções e 609 milhões em empréstimos), reportando os progressos relativos a 34 marcos e 4 metas. Mediante a avaliação positiva do cumprimento dos objetivos, o pagamento teve lugar no início de maio. Os marcos e metas relativos ao segundo pedido deverão ser cumpridos até final do segundo trimestre de 2022.

Gráfico 6 • Cumprimento de marcos e metas ao longo do tempo e pedidos de desembolso
| Em percentagem do total



Fonte: Anexo à Decisão de Execução do Conselho relativa à aprovação da avaliação do PRR de Portugal (cálculos do Banco de Portugal).
| O eixo horizontal refere-se ao prazo para cumprimento dos marcos e metas associados a cada pedido de desembolso, podendo diferir do momento do respetivo reporte à Comissão e do pedido efetivo.

Implicações macroeconómicas e orçamentais

Implicações macroeconómicas

A análise do impacto macroeconómico do NGEU na economia portuguesa considera os projetos financiados por subvenções relativas ao MRR e ao REACT-EU, e as reformas do PRR. Não são considerados os empréstimos disponibilizados através do MRR, dado que ainda é possível alterar o seu montante. Assume-se que o montante total das subvenções será executado no período 2021-26 como programado (Gráfico 5). Os projetos financiados pelo NGEU são considerados como novos e adicionais em relação aos planos de investimento público e privado anteriores à criação deste instrumento.

As subvenções são canalizadas para a economia por quatro vias: investimento público e privado, transferências para famílias e empresas e consumo público (Gráfico 4). No curto prazo, estas subvenções conduzem a aumentos do investimento e do consumo, públicos e privados, que desencadeiam um aumento da procura interna, das importações e do emprego. As exportações também podem aumentar, dado tratar-se de um programa europeu, mas neste exercício não se considera o efeito indireto do aumento das trocas comerciais. O estímulo inicial da procura tem

um impacto positivo no hiato do produto, definido como o diferencial entre o PIB e o produto potencial, e na inflação. Contudo, espera-se que o impacto do aumento da procura na inflação seja temporário.

No médio prazo, a capacidade produtiva da economia aumenta, refletindo a acumulação dos *stocks* de capital físico e humano, o aumento da sua qualidade e a redução da taxa de desemprego. O impacto positivo na oferta permitirá sustentar a componente mais persistente e produtiva do estímulo da procura. Adicionalmente, a modernização do *stock* de capital, a adoção de novas tecnologias e a implementação das reformas promovem uma maior eficiência na utilização dos fatores produtivos, ou seja, uma maior produtividade total dos fatores (PTF), o que também contribui para o aumento da oferta. Após o desvanecimento dos impactos de natureza temporária, no longo prazo antecipa-se um aumento permanente do PIB e do produto potencial face a um cenário de ausência do NGEU.

Para simular o impacto macroeconómico do NGEU no PIB consideram-se três exercícios complementares, sendo que o primeiro (A) é baseado no instrumental subjacente aos exercícios de projeção do Banco de Portugal. Este instrumental centra-se no modelo de médio prazo que capta principalmente os efeitos do lado da procura. O impacto do NGEU no PIB é apurado a partir da comparação entre as atuais projeções e um cenário contrafactual sem NGEU. O cenário contrafactual para o PIB é um exercício estilizado, em que se retira às projeções os efeitos dos choques de investimento, consumo público e transferências correntes, bem como um choque na PTF.

O segundo exercício (B) utiliza um modelo estrutural de equilíbrio geral para a economia portuguesa — o modelo PESSOA. Este modelo permite identificar efeitos macroeconómicos de choques exógenos do lado da procura ou da oferta (Júlio e Maria, 2017). O exercício é inspirado na análise feita para a área do euro com o modelo EAGLE (Gomes et al., 2011) em Bańkowski et al. (2021, 2022). No modelo PESSOA, o impacto do NGEU no PIB no curto e médio prazos é obtido através de choques temporários em canais semelhantes aos descritos no exercício A. Apesar de a natureza destes choques implicar um impacto nulo no longo prazo, os efeitos estimados apresentam alguma persistência no médio prazo.

A simulação final (C) é um exercício de contabilidade do crescimento setorial. Este exercício, apresentado em Banco de Portugal (2021), corresponde a uma avaliação do PRR com base numa desagregação por setor de atividade, assente em hipóteses relativas à acumulação de capital, a alterações dos coeficientes tecnológicos das funções de produção setoriais e ao aumento da PTF. O impacto na PTF serve de base para calibrar os choques nesta variável nos exercícios anteriores.

Comparando com uma situação de ausência do NGEU, o PIB real em Portugal é cerca de 1,4% mais elevado, em média entre 2022 e 2024 (Quadro 1). No mesmo horizonte, a taxa de crescimento anual do PIB é, em média, 0,5 pp superior. Adicionalmente, os resultados indicam que a dinâmica de curto prazo do PIB é superior à evolução a mais longo prazo (2026 e 2030). Outras estimativas divulgadas por instituições nacionais e internacionais também são apresentadas. Num enquadramento ainda em mutação, a comparação das estimativas para o impacto macroeconómico do NGEU deve ser feita com cautela, pois os âmbitos de análise e os instrumentais utilizados não são integralmente homogéneos e comparáveis.

Para aferir as implicações de longo prazo simulou-se o impacto macroeconómico do NGEU no produto potencial. Estas simulações centram-se nos exercícios A e B. As estimativas foram obtidas no âmbito da participação no Working Group on Forecasting do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), congregando uma equipa composta por 7 países, nomeadamente Alemanha, Espanha, França, Grécia, Itália, Malta e Portugal. O exercício A utiliza o método para a estimação do produto potencial descrito em Braz, Campos e Sazedj (2019).

Quadro 1 • Estimativas do impacto macroeconómico do NGEU no PIB | Variação percentual face ao nível que ocorreria na ausência do NGEU

	Média 2022-24	2026	2030
Banco de Portugal			
Portugal			
Exercício A	1,4	1,1	0,9
Exercício B	1,3	1,2	0,8
Exercício C	–	2,0	–
Ministério do Planeamento (2021)			
Portugal	–	3,5	–
Bańkowski et al. (2022)			
Área do euro	1,1	1,5	–
Pfeiffer et al. (2021)			
Portugal	1,6	2,0	1,1
UE-27	0,8	1,0	0,5
FMI (2020)			
UE-27	1,4	–	–

Fontes: Banco de Portugal, Bańkowski et al. (2022), FMI (2020), Ministério do Planeamento (2021) e Pfeiffer et al. (2021). | Notas: No caso das simulações do Banco de Portugal, o exercício A é baseado no instrumental que está subjacente aos seus exercícios de projeção, enquanto o exercício B utiliza o modelo PESSOA (Júlio e Maria, 2017). O exercício C corresponde a uma avaliação do PRR com base numa abordagem de contabilidade do crescimento setorial, assente em hipóteses relativas à acumulação de capital, a alterações dos coeficientes tecnológicos das funções de produção setoriais e ao aumento da PTF, divulgada em Banco de Portugal (2021). No documento oficial do PRR (Ministério do Planeamento, 2021) é apresentada uma avaliação do impacto dos investimentos do PRR com base no modelo macroeconométrico utilizado pelo Gabinete de Planeamento, Estratégia e Relações Internacionais (GPEARI) do Ministério das Finanças nas previsões e simulações macroeconómicas e orçamentais elaboradas para efeitos de planeamento orçamental de curto e médio prazos. O valor reportado refere-se a 2025. Em Bańkowski et al. (2022), os impactos do NGEU no PIB correspondem à soma dos contributos (i) do canal do prémio de risco, calculado com base no modelo ECB-MC, (ii) do canal do estímulo orçamental, calculado como o impacto médio obtido a partir dos modelos ECB-MC e EAGLE, e (iii) do canal das reformas, calculado com base no modelo EAGLE. Os resultados retirados de Pfeiffer et al. (2021) correspondem à média dos cenários alternativos com alta e baixa produtividade do investimento público, obtidos sob a hipótese de distribuição uniforme da despesa no período 2021-26. As simulações incluem os efeitos indiretos do aumento das trocas comerciais e assumem que a totalidade dos recursos serão canalizados para investimento público. O impacto das reformas que complementam as despesas financiadas por subvenções não é tido em conta. O investimento financiado por subvenções é considerado totalmente novo e adicional face ao anteriormente planeado. Por seu lado, o investimento financiado pelos empréstimos é considerado adicional apenas a 50%. Os resultados apresentados em FMI (2020) referem-se exclusivamente às subvenções do MRR. As simulações com base no modelo EUROMOD (Andrle et al., 2015) assumem que, ao longo do período 2021-24, 2/3 das subvenções são canalizados para despesas públicas adicionais, enquanto o restante 1/3 financia despesas já previstas.

No exercício B, a avaliação do impacto do NGEU no produto potencial requer a implementação de choques permanentes no modelo PESSOA. O impacto no longo prazo, que pode ser interpretado como uma alteração do produto potencial, é calculado como a alteração do nível do PIB entre o momento antes do programa e o estado estacionário final. À luz dos canais disponíveis no modelo PESSOA, mapeou-se o impacto do NGEU através de choques permanentes em três dimensões, que a literatura sugere serem predominantemente afetadas pelas reformas. Em particular, considera-se (i) uma redução de 5% das margens de determinação de preços e salários nos mercados do produto e do trabalho, o que traduz uma maior eficiência no seu funcionamento, (ii) uma redução de 5% do grau de fricções financeiras, refletindo um aumento da eficiência no processo de intermediação de fundos na economia, e (iii) um aumento permanente da PTF. Para a calibração dos dois primeiros choques foram tidos em conta os resultados apresentados em Gomes et al. (2011). No caso do choque na PTF, pretende-se abarcar as restantes iniciativas não passíveis de mapeamento de forma direta nos canais do modelo, sendo a sua calibração inspirada no exercício C.

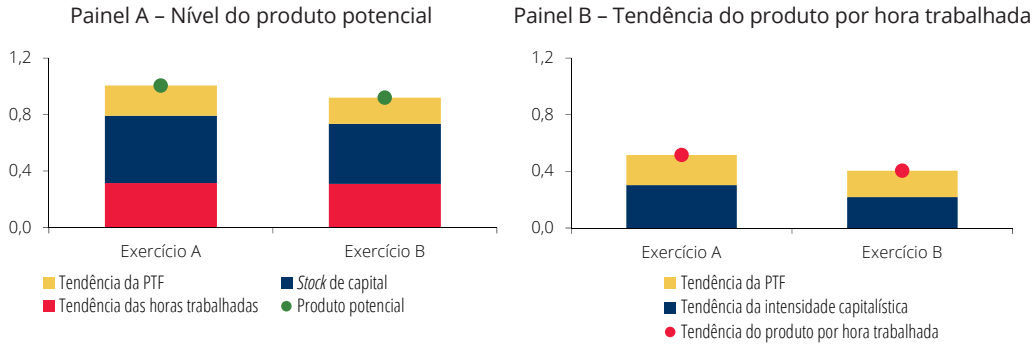
No longo prazo, o produto potencial situa-se cerca de 1% acima do inicial (Gráfico 7 – Painel A). Por hipótese, o impacto na taxa de crescimento de longo prazo é nulo em ambos os exercícios, dado que os modelos utilizados são modelos de crescimento exógeno e pré-determinado (tal como o modelo EAGLE). Não obstante, os resultados obtidos sugerem que o NGEU terá um contributo importante para a recuperação económica da crise pandémica e para o fortalecimento da economia portuguesa no longo prazo.

O aumento em torno de 1% do produto potencial no longo prazo traduz os contributos do *stock* de capital (0,4 a 0,5 pp) e, em menor grau, da tendência das horas trabalhadas e da PTF. Com base nos resultados do exercício A, o *stock* de capital é 0,6% mais elevado, em média no horizonte de projeção, e 1,3% superior no longo prazo. Esta evolução reflete o estímulo ao investimento (público e privado), cuja percentagem no PIB é 1,1 pp superior, em média no horizonte de projeção. O NGEU tem um impacto no rácio do *stock* de capital no produto potencial de 0,1 pp, em média no horizonte de projeção, e de 1 pp no longo prazo. Em particular, o *stock* de capital público estabiliza em rácio do produto potencial no horizonte de projeção, o que não aconteceria na ausência do NGEU.

O aumento do produto potencial no longo prazo é acompanhado por uma resposta positiva no mercado de trabalho. O contributo da tendência das horas trabalhadas é de cerca de 0,3 pp, traduzindo tendências mais elevadas de emprego e mais baixas da taxa de desemprego.

A tendência do produto por trabalhador, medida como o rácio entre o produto potencial e a tendência das horas trabalhadas, aumenta 0,4 a 0,5 pp (Gráfico 7 – Painel B). Este impacto positivo traduz o efeito combinado dos impactos na tendência da intensidade capitalística (0,3 a 0,4 pp) e na PTF (0,2 pp). Os resultados sugerem que os investimentos e as reformas associados ao NGEU contribuem para a modernização tecnológica da economia portuguesa e para o aumento da eficiência nas instituições e nos mercados de trabalho, do produto e financeiros.

Gráfico 7 • Decomposição do impacto do NGEU no longo prazo | Contributos em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A tendência do produto por hora trabalhada é medida como o rácio entre o produto potencial e a tendência das horas trabalhadas. A tendência da intensidade capitalística é medida como o rácio entre o *stock* de capital e a tendência das horas trabalhadas. O exercício A é baseado no instrumental que está subjacente aos exercícios de projeção do Banco de Portugal, enquanto o exercício B utiliza o modelo PESSOA (Júlio e Maria, 2017). O longo prazo refere-se a 2030 no exercício A e à mudança de estado estacionário no exercício B.

As estimativas para o impacto do NGEU estão rodeadas de elevada incerteza. A avaliação deste impacto baseia-se em exercícios estilizados, assentes em várias hipóteses, sendo condicionais nos instrumentos analíticos utilizados e nas suas limitações.

A quantificação das reformas é subjetiva. Há uma importante componente de julgamento informado dos especialistas e desafios em termos de fontes e métodos, sendo condicional no ponto de partida de cada país. Por exemplo, no documento oficial do PRR (Ministério do Planeamento, 2021) é apresentada uma avaliação do impacto do PRR no longo prazo com base no modelo QUEST III R&D (Roeger, Varga e in't Veld, 2022), que sugere um impacto no PIB de 2,2% em 2030. Os resultados obtidos com base no modelo EAGLE (Bańkowski et al., 2022) sugerem que as reformas podem ter um impacto no longo prazo de cerca de 1% no PIB da área do euro, um impacto que é semelhante

ao obtido para Portugal com o modelo PESSOA (exercício B). Utilizando uma metodologia alternativa, a estimativa apurada pela equipa de especialistas do SEBC (Bańkowski et al., 2022) sugere um impacto do NGEU no produto potencial da área do euro de 1,4% em 2030.

Implicações orçamentais

O NGEU é financiado através da emissão de dívida europeia comum. A título excecional, o Conselho da UE habilitou a Comissão a obter estes fundos por empréstimo nos mercados de capitais em nome da União (Conselho da UE, 2020). Com maturidades entre 3 meses e 30 anos, as emissões previstas definem uma curva de rendimentos completa e 30% do financiamento será com obrigações verdes.

Os impactos imediatos do NGEU no saldo orçamental são limitados. O recebimento das subvenções é apenas registado na conta das administrações públicas no momento em que a despesa é efetivada, afetando contemporaneamente na mesma magnitude a receita e a despesa.[3] Os empréstimos financiam despesa pública, com impacto negativo no saldo orçamental, e constituem uma operação financeira que aumenta o *stock* de dívida pública dos Estados-Membros. Os empréstimos solicitados por Portugal implicam um impacto acumulado em 2021-26 de 0,5% e 1,3% do PIB, respetivamente no saldo e na dívida. O seu reembolso deverá estar concluído num prazo máximo de 30 anos, mediante pagamentos anuais correspondentes a 5% dos montantes totais e após um período de carência de 10 anos. Os impactos sobre o perfil de refinanciamento da dívida pública portuguesa e o pagamento de juros são igualmente limitados.

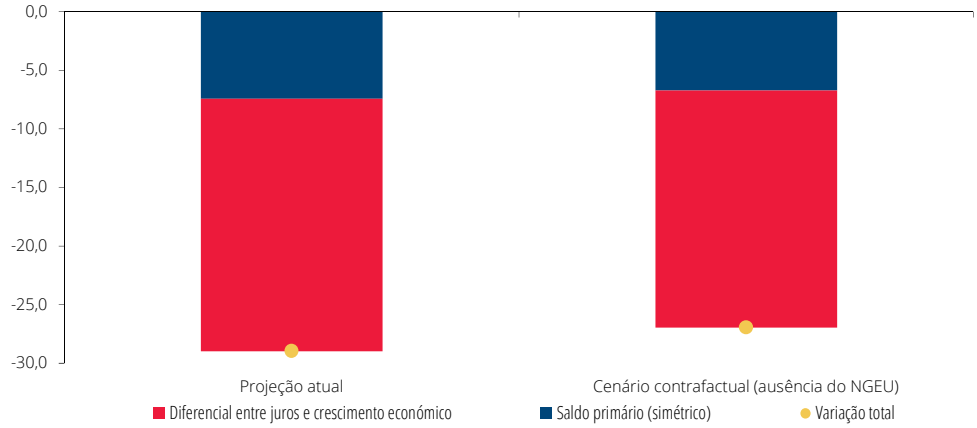
O reembolso das subvenções implicará um aumento das contribuições nacionais para o orçamento da UE no futuro. Está previsto um alargamento das fontes de financiamento do orçamento da UE. Além da recente criação do recurso próprio baseado no plástico, discute-se atualmente a introdução de contributos adicionais baseados no RNB e de novas componentes no sistema de recursos próprios.[4] Considerando o peso atual de Portugal no RNB da UE, as contribuições adicionais associadas às subvenções poderão corresponder a cerca de 2% do PIB de 2019, a transferir para o orçamento comunitário ao longo de um período alargado de tempo.

A implementação do NGEU contribui para a redução do rácio da dívida em cerca de 2 pp de PIB no período 2022-30 (Gráfico 8).[5] Inicialmente, a inclusão dos empréstimos contribui para que o *stock* de dívida pública seja mais elevado do que no cenário contrafactual sem NGEU e o saldo primário estrutural se reduza na magnitude da despesa por eles financiada. No entanto, os efeitos

3. O facto de o momento do registo da despesa diferir daquele em que os fundos são efetivamente transferidos pela Comissão dá origem a ajustamentos défice-dívida por gerar uma diferença entre a variação da dívida e o défice. Estes ajustamentos são positivos no momento em que os montantes são transferidos e não gastos e negativos quando ocorre a despesa.
4. O recurso próprio baseado no plástico (cujas contribuições são função da quantidade de embalagens de plástico não recicladas em cada Estado-Membro) constitui uma nova fonte de receita para o período de 2021-27. No final de 2021, a Comissão propôs três fontes de receita adicionais: recurso próprio baseado no Sistema de Comércio de Licenças de Emissão de Carbono (com 25% das receitas dos leilões transferidas para o orçamento da UE); transferência de 75% da receita gerada por um mecanismo fronteiriço de ajustamento das emissões de carbono (que prevê um imposto sobre importações de países que não disponham de sistema de atribuição de preço às emissões de carbono); recurso próprio equivalente a 15% dos lucros residuais das empresas multinacionais abrangidas pela reforma do quadro internacional de tributação sobre as empresas.
5. Este exercício estilizado de comparação entre as atuais projeções e um cenário contrafactual sem NGEU assume que: (i) a implementação do NGEU ocorre em linha com as hipóteses oficiais, incorporando os efeitos macroeconómicos quantificados na secção anterior; (ii) as projeções atuais coincidem com as subjacentes a este *Boletim Económico* em 2022-24 e, dada a incerteza relativa ao funcionamento futuro das regras orçamentais europeias, em 2025-30 assume-se a estabilização do saldo primário estrutural no valor projetado para 2024; (iii) as restantes variáveis evoluem de acordo com a dinâmica subjacente ao cenário de referência da ferramenta de análise da sustentabilidade da dívida (DSA na sigla inglesa) do Eurosistema (Bouabdallah et al., 2017; Braz e Campos, 2019); (iv) não são tidos em conta o reembolso dos empréstimos, que apenas deverá ocorrer após 2030, nem as contribuições adicionais para o orçamento europeu, por estarem ainda em discussão; (v) no cenário contrafactual, vigora a dinâmica subjacente ao DSA logo a partir de 2022; e (vi) os custos de financiamento são iguais aos do cenário que inclui o NGEU.

macroeconómicos positivos associados ao NGEU têm um contributo favorável para os desenvolvimentos orçamentais, por via dos estabilizadores automáticos. Consequentemente, ao longo do horizonte o saldo primário situa-se acima do subjacente ao cenário contrafactual. Com uma taxa de juro implícita da dívida semelhante nos dois cenários (cerca de 2,5% em média em 2022-30), o impacto temporário positivo sobre o crescimento económico resulta num efeito mais favorável do diferencial entre juros e crescimento do PIB. Considerar uma redução dos custos de financiamento associada ao NGEU longo do horizonte, tal como sugerido em Bańkowski et al. (2022), conduziria a um efeito mais pronunciado de redução do rácio da dívida.

Gráfico 8 • Impacto da implementação do NGEU na evolução do rácio da dívida até 2030: projeção atual vs. cenário de ausência do NGEU | Em pontos percentuais do PIB



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Em 2022-24, a projeção atual coincide com as subjacentes a este Boletim. Entre 2025 e 2030, a projeção atual considera que o saldo primário estrutural estabiliza e as restantes variáveis seguem a dinâmica subjacente ao cenário de referência do DSA do Eurosistema. Para mais detalhes, ver Bouabdallah et al. (2017) e Braz e Campos (2019). O cenário contrafactual exclui o NGEU e as hipóteses do DSA vigoram de 2022 em diante. O impacto da implementação do NGEU corresponde à diferença entre a projeção atual e o cenário contrafactual.

Desafios e oportunidades

A implementação do NGEU em Portugal aumenta a atividade no curto e no longo prazo, mas a sua medição é incerta. Os recursos do REACT-EU e do MRR tornam possível a implementação de medidas sem onerar as finanças públicas no curto e médio prazos. As reformas previstas deverão contribuir também para atenuar alguns dos constrangimentos ao crescimento da produtividade em Portugal, descritos em Banco de Portugal (2019). Contudo, os efeitos de longo prazo dependem da utilização dos recursos para financiar investimentos produtivos e da implementação de reformas capazes de catalisar os seus impactos e, assim, contribuir para um crescimento sustentado.

A condicionalidade subjacente ao MRR pode favorecer a efetiva implementação do PRR, mas subsistem riscos. A lógica de condicionalidade prevê o recebimento faseado do financiamento em função do cumprimento de objetivos e da adoção prévia de reformas. Esta condicionalidade fornece incentivos para a execução atempada dos planos e para uma adequada coordenação entre investimentos e reformas. É essencial que Portugal revele capacidade para absorver os recursos disponíveis. A calendarização prevista no PRR é ambiciosa e implica a rápida implementação de um elevado número de projetos numa janela temporal curta. A subexecução registada

em 2021 evidencia o otimismo sobre o arranque do processo, mas também a sua exigência e os riscos envolvidos. A persistência de disrupções do lado da oferta e de pressões inflacionistas nos mercados das matérias-primas acresce aos desafios à execução dos projetos de investimento no curto prazo. Também no que se refere às reformas, a calendarização é ambiciosa e exigirá esforços significativos para a sua implementação atempada.

O NGEU pretende contribuir para o processo de convergência europeu. Os principais beneficiários do instrumento são países com PIB *per capita* mais baixo e os mais afetados pela crise pandémica, pelo que o NGEU pode contribuir para mitigar as assimetrias existentes. No entanto, dados os impactos macroeconómicos estimados para Portugal e para a área do euro, não é expectável que a posição relativa de Portugal se altere significativamente. Na vertente orçamental, os principais beneficiários do NGEU são também países com maior vulnerabilidade a choques adversos e este instrumento pode contribuir para uma mais rápida redução dos riscos de sustentabilidade das dívidas. No caso de Portugal, a materialização deste objetivo exige a manutenção de uma política orçamental prudente.

O NGEU tem implicações para o futuro da arquitetura europeia. A criação deste instrumento foi um marco importante no reforço dos mecanismos de partilha de risco na UE. A emissão continuada de dívida comum fortalece a arquitetura europeia, mostrando que é possível politicamente alargar o leque de ferramentas de resposta a crises futuras. O NGEU aumenta a oferta de ativos seguros denominados em euros e transformará a UE no principal emitente de dívida verde, reforçando o papel do euro nos mercados de capitais. No entanto, estes benefícios decorrem de uma situação excecional e temporária, que apenas vigora até 2026. O sucesso do NGEU será determinante para a criação de mecanismos de natureza mais permanente.

Referências

Andrle, M., Blagrave, P., Espaillat, P., Honjo, K., Hunt, B. L., Kortelainen, M., Lalonde, R., Laxton, D., Mavroeidi, E., Muir, D. V., Mursula, S. e Snudden, S. (2015). "The Flexible System of Global Models – FSGM," Fundo Monetário Internacional, *Working Papers* No. 15/64.

Banco de Portugal (2019). "O Crescimento Económico Português: Uma Visão sobre Questões Estruturais, Bloqueios e Reformas", Departamento de Estudos Económicos.

Banco de Portugal (2021). "Caixa 2: Impacto do Plano de Recuperação e Resiliência no período 2021-26", *Boletim Económico* de Março, pp 19-20.

Bańkowski, K., Bouabdallah, O., Semeano, J. D., Dorrucci, E., Freier, M., Jacquinot, P., Modery, W., Vives, M. R., Valenta, V., e Zorell, N. (2022). "The economic impact of Next Generation EU: A euro area perspective" Banco Central Europeu, *Occasional Paper Series*, N.º 291.

Bańkowski, K., Ferdinandusse, M., Hauptmeier, S., Jacquinot, P., e Valenta, V. (2021). "The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area" Banco Central Europeu, Occasional Paper Series, N.º 255.

Bouabdallah, O., C., Checherita-Westphal, T., Warmedinger, F., Drudi, R., Setzer, R., De Stefani, e A., Westphal (2017). "Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework." Banco Central Europeu, *Occasional Paper Series*, N.º 185.

Braz, C. e Campos, M. M. (2019). "Uma avaliação analítica da sustentabilidade da dívida pública portuguesa" Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, Vol. V, N.º 4, pp 1-26.

Braz, C., Campos, M. M., e Sazedj, S. (2019). "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português" Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, Vol. V, N.º 2, pp 21-46.

Comissão Europeia (2020). "Identifying Europe's recovery needs", *Commission Staff Working Document*, SWD (2020) 98.

Comissão Europeia (2021a). Regulamento Delegado (UE) 2021/2106 da Comissão.

Comissão Europeia (2021b). "Analysis of the recovery and resilience plan of Portugal", *Commission Staff Working Document*, SWD (2021) 146.

Comissão Europeia (2022). Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: REPowerEU Plan, *SWD* (2022) 230.

Conselho da UE (2020). Decisão relativa ao sistema de recursos próprios da União Europeia, Decisão (UE/ Euratom) 2020/2053 do Conselho, de 14 de dezembro de 2020.

FMI (2020). "Box 3. The Recovery and Resilience Facility: Allocation and Economic Impact", *IMF Staff Country Reports*, Vol. 2020, N.º 324, p 19.

Gomes, S., Jacquinot, P., Mohr, M., e Pisani, M. (2011). "Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries", Banco Central Europeu, *Working Paper Series*, N.º 1323.

Júlio, P. e Maria, J. (2017). "The Portuguese post-2008 period: a narrative from an estimated DSGE model", Banco de Portugal, *Working Paper* N.º 15.

Ministério do Planeamento (2021). "PRR – Recuperar Portugal, Construindo o Futuro".

Pfeiffer, P., Varga, J. e in't Veld, J. (2021). "Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment", European Commission, *Discussion Paper* N.º 144.

Roeger, W., Varga, J., in't Veld, J. (2022). "The QUEST III R&D Model", In: Akcigit, U., Benedetti Fasil, C., Impullitti, G., Licandro, O., Sanchez-Martinez, M. (eds) Macroeconomic Modelling of R&D and Innovation Policies. *International Economic Association Series*. Palgrave Macmillan.