

# BOLETIM ECONÓMICO

TEMA EM DESTAQUE  
JUN. 2022



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# BOLETIM ECONÓMICO

TEMA EM DESTAQUE

JUNHO 2022



**BANCO DE PORTUGAL**  
EUROSISTEMA

Lisboa, 2022 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



---

## Tema em destaque

NextGenerationEU em Portugal:  
oportunidades e desafios



# NextGenerationEU em Portugal: oportunidades e desafios<sup>1</sup>

## 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, suprimindo 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.

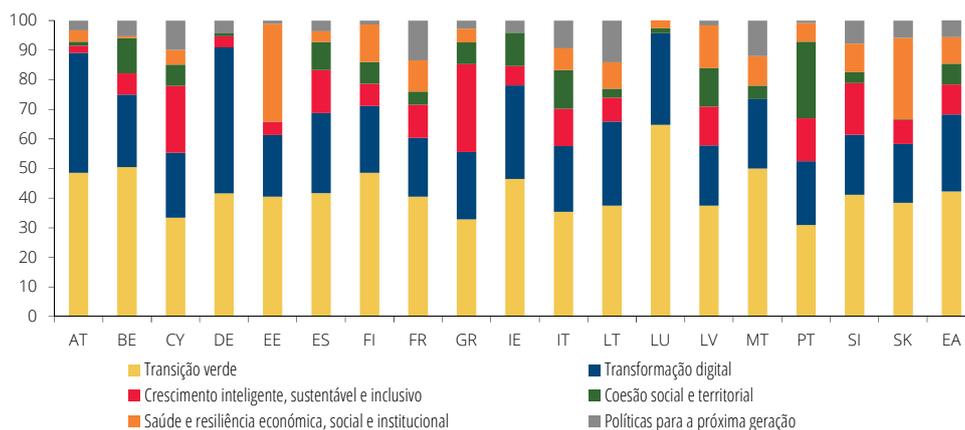
1. Preparado por Maria M. Campos e Cláudia Duarte.

**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.

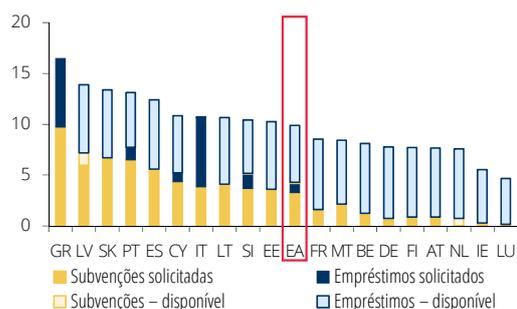
**A generalidade dos países da área do euro solicitou os montantes máximos de subvenções para financiamento dos seus PRR.** O recurso a empréstimos tem sido muito limitado; apenas Grécia, Itália e, em menor medida, Eslovénia, Portugal e Chipre solicitaram montantes significativos

(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.<sup>2</sup> 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.

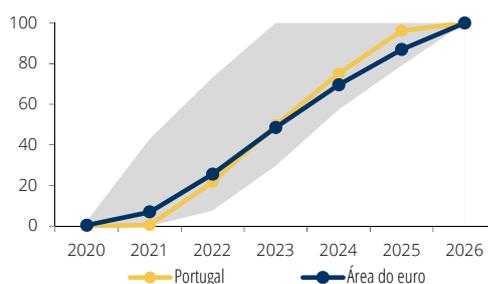
**Os Estados-Membros comprometeram-se a executar os fundos do MRR de forma célere.** Em média, prevê-se que metade da despesa seja executada até 2023 (Gráfico 3). Não obstante, é esperada uma elevada dispersão no ritmo de absorção dos diferentes países. Os progressos na execução dos planos e o contributo 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](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.

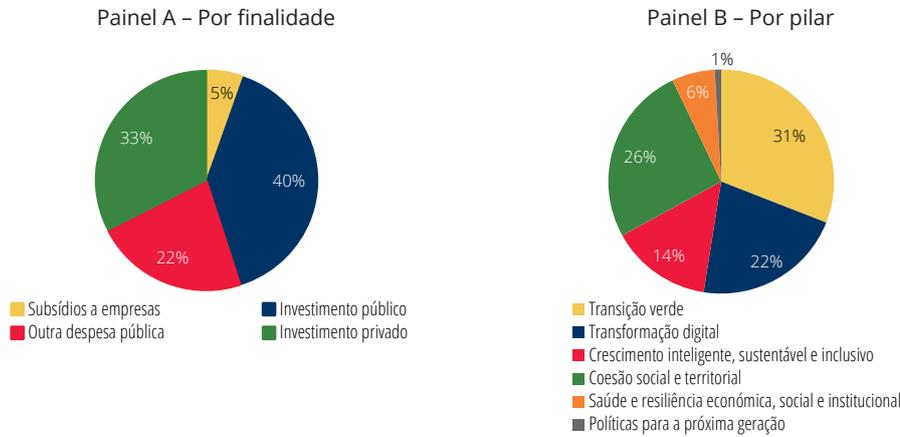
**Os investimentos e reformas da dimensão “Transição Digital” respondem aos desafios da digitalização da economia, mobilizando 15% dos fundos.** Os projetos fomentam o desenvolvimento de competências digitais através da educação e da formação específica, e contribuem para a transformação digital das 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).

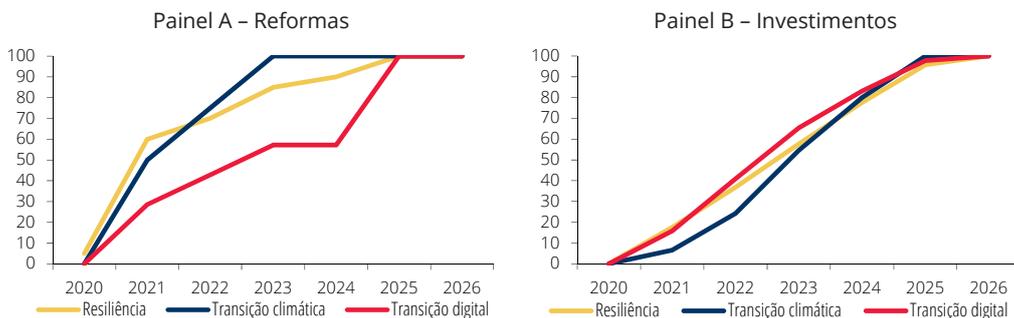
**Gráfico 4 • Afetação das subvenções e dos empréstimos do MRR em Portugal | Em percentagem do total**



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 2022-2025.

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



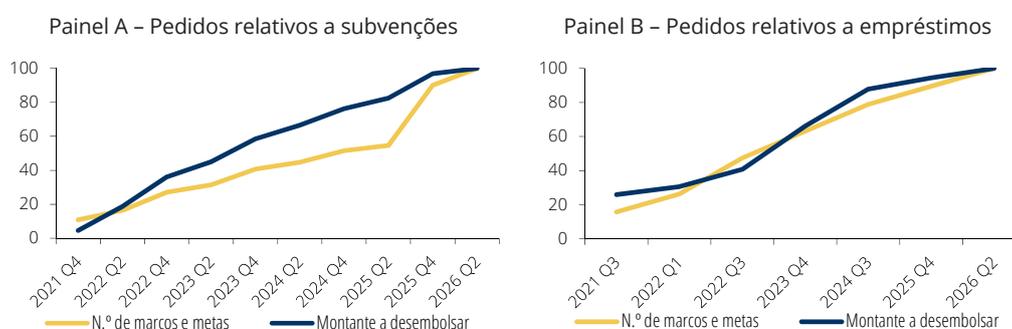
Fontes: Anexo à Decisão de Execução do Conselho relativa à aprovação da avaliação do PRR de Portugal e PRR – Recuperar Portugal, Construindo o Futuro (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A taxa de execução das reformas corresponde ao número de reformas que se prevê concluir em cada ano em percentagem 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), 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
<b>Banco de Portugal</b>			
Portugal			
Exercício A	1,4	1,1	0,9
Exercício B	1,3	1,2	0,8
Exercício C	–	2,0	–
<b>Ministério do Planeamento (2021)</b>			
Portugal	–	3,5	–
<b>Bañkowski et al. (2022)</b>			
Área do euro	1,1	1,5	–
<b>Pfeiffer et al. (2021)</b>			
Portugal	1,6	2,0	1,1
UE-27	0,8	1,0	0,5
<b>FMI (2020)</b>			
UE-27	1,4	–	–

Fontes: Banco de Portugal, Bañkowski 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 macroeconómico 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 Bañkowski 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.

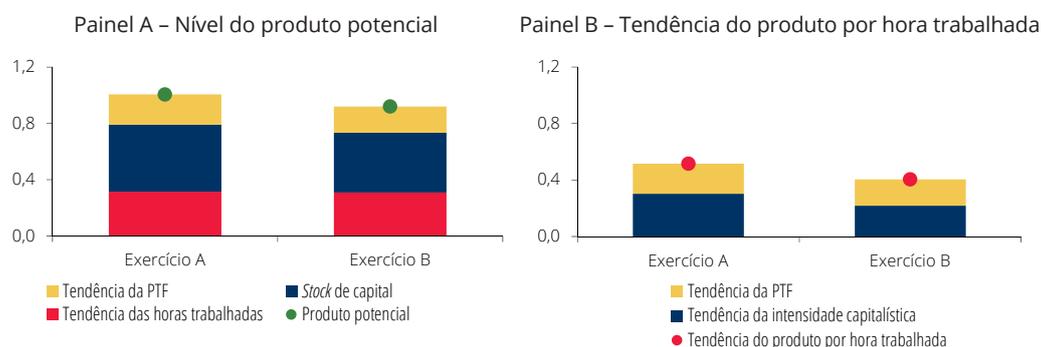
**No longo prazo, o produto potencial situa-se cerca de 1% acima do inicial (Gráfico 7 – Painel A).** Por hipótese, o impacto na taxa de crescimento de longo prazo é nulo em ambos os exercícios, dado que os modelos utilizados são modelos de crescimento exógeno e pré-determinado (tal como o modelo EAGLE). 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.<sup>3</sup> 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.

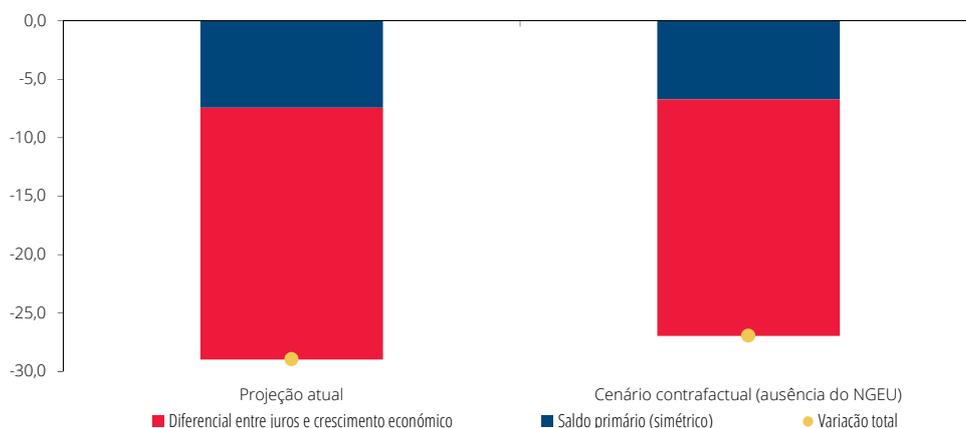
**O reembolso das subvenções implicará um aumento das contribuições nacionais para o orçamento da UE no futuro.** Está previsto um alargamento das fontes de financiamento do orçamento da UE. Além da recente criação do recurso próprio baseado no plástico, discute-se atualmente a introdução de contributos adicionais baseados no RNB e de novas componentes no sistema de recursos próprios.<sup>4</sup> 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).**<sup>5</sup> 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 Eurosystema (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 vigorem 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., Blagrove, P., Espaillet, 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., Dorrucchi, E., Freier, M., Jacquinet, 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., Jacquinet, 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., Jacquinet, 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.