

Boletim Económico

Dezembro 2019



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Dezembro 2019



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2019 • www.bportugal.pt

Índice

I Projeções para a economia portuguesa: 2019-2022 | 5

1 Introdução | 7

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções | 9

3 Atividade económica e preços em Portugal no período 2019-22 | 12

4 Incerteza e riscos | 25

5 Conclusão | 27

Caixa 1 • Desenvolvimentos recentes e perspetivas para o comércio mundial | 28

Caixa 2 • Baixa inflação na área do euro: possíveis causas | 31

II Tema em destaque | 35

Uma análise microeconómica do investimento das empresas portuguesas entre 2006 e 2017 | 37





I Projeções para a economia portuguesa: 2019-2022

Caixa 1 Desenvolvimentos recentes
e perspetivas para o comércio mundial

Caixa 2 Baixa inflação na área
do euro: possíveis causas

1 Introdução

Desaceleração da atividade económica ao longo do horizonte de projeção

As atuais projeções para a economia portuguesa apontam para uma trajetória de desaceleração da atividade económica ao longo do horizonte de projeção, de um crescimento de 2,4% em 2018 para 1,6% em 2022, o que se traduz numa convergência para um ritmo de crescimento próximo do potencial (Quadro I.1.1).

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2019-2022 | Taxa de variação anual em percentagem (excepto onde indicado)

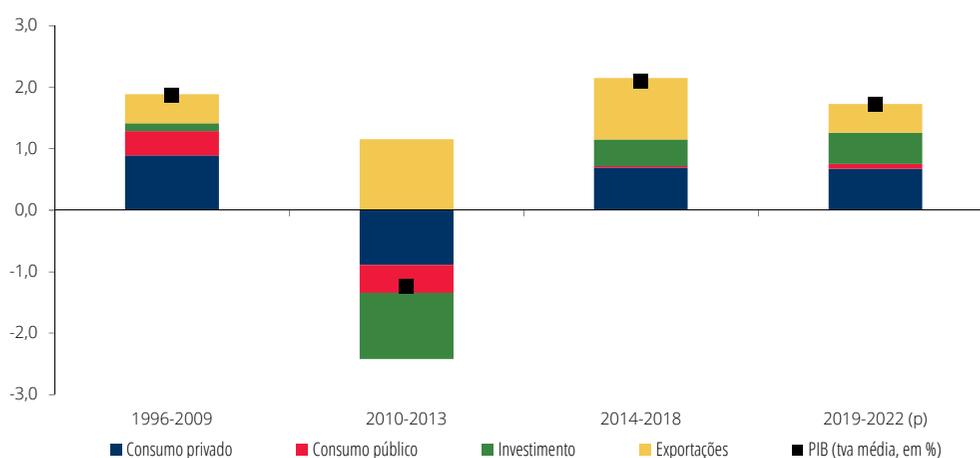
	% do PIB 2018	BE dezembro 2019					BE outubro 2019	BE junho 2019		
		2018	2019 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)	2019 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
Produto interno bruto	100	2,4	2,0	1,7	1,6	1,6	2,0	1,7	1,6	1,6
Consumo privado	64,8	3,1	2,3	2,1	1,9	1,7	2,3	2,6	2,0	1,7
Consumo público	17,0	0,9	0,5	0,8	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
Formação bruta de capital fixo	17,6	5,8	7,3	5,4	4,8	4,3	7,2	8,7	5,8	5,5
Procura interna	99,9	3,3	3,1	2,6	2,2	2,0	2,9	3,5	2,3	2,2
Exportações	43,5	3,8	2,8	2,6	2,8	3,0	2,3	4,5	3,1	3,4
Importações	43,4	5,8	5,4	4,6	4,2	3,9	4,6	8,0	4,3	4,4
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em pp) ^(a)										
Procura interna		1,7	1,5	1,3	1,2	1,1	1,6	1,3	1,1	1,0
Exportações		0,8	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5
Emprego ^(b)		2,3	1,0	0,8	0,4	0,1	0,9	1,3	0,8	0,4
Taxa de desemprego		7,0	6,3	5,9	5,6	5,6	6,4	6,3	5,7	5,3
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,4	0,4	0,7	0,9	0,0	0,5	0,1	0,2	0,2
Balança de bens e serviços (% PIB)		0,8	-0,6	-1,2	-1,7	-2,1	-0,7	-0,5	-0,7	-1,1
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,2	0,3	0,9	1,2	1,4	0,4	0,9	1,2	1,3

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado, pp – pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias associadas a cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2015. Para mais informações, ver a Caixa “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa” do *Boletim Económico* de março de 2019. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

Estas projeções são parte integrante do exercício de projeção do Eurosistema de dezembro de 2019, e como tal são condicionadas num conjunto de hipóteses externas comuns a todos os países da área do euro (Capítulo 2). De acordo com estas hipóteses, o enquadramento externo da economia portuguesa tornou-se menos favorável em 2019, perspetivando-se uma recuperação modesta do ritmo de crescimento do PIB e do comércio mundiais ao longo do restante horizonte de projeção. No entanto, existe incerteza em torno desta recuperação, em particular do comércio mundial (Caixa 1). O comércio mundial desacelerou ao longo de 2018 e na primeira metade de 2019, refletindo causas interrelacionadas, tais como o anúncio e a adoção de medidas protecionistas e a prevalência de elevados níveis de incerteza política, aliadas ao contexto de maturação do ciclo económico global, com reflexo no investimento e atividade industrial.

O abrandamento das exportações e da indústria também se tem registado em Portugal. Em contraste, o setor dos serviços permanece relativamente imune, o que tem permitido a continuação de uma situação favorável no mercado de trabalho. Neste contexto, a desaceleração da atividade em 2019 reflete a manutenção do dinamismo da procura interna – destacando-se a aceleração da FBCF, transversal a todos os setores institucionais – e um menor crescimento das exportações. No restante horizonte de projeção, o principal contributo para o crescimento da atividade permanece associado à procura interna, mas este será progressivamente menor. Projeta-se uma trajetória de desaceleração para o consumo privado – em linha com a do rendimento disponível – e para a FBCF que, no entanto, deverá manter um crescimento relativamente forte. A expansão da atividade deverá continuar também sustentada no aumento das exportações mas o seu contributo para o crescimento do PIB no horizonte de projeção será inferior ao observado em média nos anos recentes, num quadro de menor dinamismo do comércio mundial (Gráfico I.1.1).

Gráfico I.1.1 • Contributos (líquidos de conteúdos importados) para o crescimento do PIB
| Em pontos percentuais e percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

A evolução da procura interna e externa tem como contrapartida um crescimento das importações superior ao das exportações, implicando um aumento do défice da balança de bens e serviços ao longo do horizonte de projeção. O saldo da balança corrente e de capital mantém-se, em média, excedentário no período de projeção, aumentando em 2020-21 em reflexo do perfil de transferências das instituições europeias e reduzindo-se no final do horizonte com a dissipação parcial destes efeitos. Antecipa-se que o emprego continue a crescer, embora a um ritmo progressivamente mais moderado. Esta evolução reflete um quadro de limitações ao aumento da oferta de trabalho, para o qual contribui também a maturação do ciclo económico. A taxa de desemprego mantém uma trajetória descendente, passando de 7% em 2018 para 5,6% em 2022.

O crescimento em Portugal deverá manter um diferencial positivo face ao da área do euro em 2019-22, embora gradualmente menor ao longo do horizonte. Em parte, a redução deste diferencial reflete a recuperação do crescimento na área do euro no final do horizonte de projeção¹, em resultado de uma aceleração das exportações em 2021-22.

1. De acordo com as projeções do Eurosistema de Dezembro de 2019, o crescimento do PIB na área do euro deverá situar-se em 1,2% em 2019 e 1,1% em 2020, acelerando para 1,4% em 2021 e 2022.

A inflação em Portugal deverá permanecer moderada no horizonte de projeção. Em 2019, existem alguns fatores idiossincráticos que contribuem para a redução da inflação para um valor particularmente baixo (0,3%). Mesmo após a dissipação desses efeitos, a inflação deverá permanecer relativamente reduzida face ao comportamento de alguns dos seus determinantes habituais, em particular dos salários, situando-se no final do horizonte em 1,4%. Esta descrição caracteriza também a inflação projetada para a área do euro² (Caixa 2).

As atuais projeções para o ano de 2019 são virtualmente idênticas às divulgadas no *Boletim Económico* de outubro.³ Em relação a 2020, a projeção para o crescimento do PIB foi revista ligeiramente em alta face ao Boletim de junho, o que decorre de um maior crescimento do consumo privado e público. A revisão do consumo privado reflete uma evolução mais favorável do rendimento disponível real. No caso do consumo público, a revisão decorre da hipótese de um maior crescimento da despesa pública ao longo do horizonte, num contexto em que a execução orçamental de 2019 tem sido mais favorável do que o anteriormente esperado e na ausência do Orçamento do Estado para 2020 à data de fecho deste Boletim. Em sentido contrário, as projeções incorporam uma revisão em baixa do crescimento das exportações face ao Boletim de junho, associada à atualização das hipóteses para a procura externa dirigida a Portugal.

As projeções para a inflação são revistas em baixa, de forma ligeira face ao Boletim de outubro e mais significativamente face ao Boletim de junho, em particular para 2019-20. Estas revisões refletem em larga medida a incorporação da informação observada do IHPC e a revisão em baixa das hipóteses relativas ao preço do petróleo em euros.

Os riscos em torno da atual projeção para a atividade são descendentes e essencialmente de origem externa, associados à possibilidade de intensificação das tensões protecionistas ou de transmissão da fraqueza recente na indústria aos restantes setores de atividade. No caso da inflação os riscos são globalmente equilibrados. Neste caso, os fatores de risco ascendentes estão associados a possíveis aumentos adicionais do salário mínimo em 2021-22 e a eventuais subidas de tarifas, sendo contrabalançados pelo impacto descendente de uma evolução menos favorável da atividade.

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções

⋮ Desaceleração acentuada do comércio mundial em 2019, seguida ⋮ de recuperação moderada

O enquadramento externo da economia portuguesa tornou-se menos favorável ao longo do último ano. A atividade económica mundial, que tinha desacelerado em 2018, abrandou ainda mais na primeira metade de 2019, e os indicadores recentes apontam para a manutenção de um ritmo

2. A inflação na área do euro deverá situar-se em 1,2% em 2019, 1,1% em 2020, 1,4% em 2021 e 1,6% em 2022, de acordo com as projeções do Euro-sistema de dezembro de 2019.
3. Não é possível fazer uma comparação direta das atuais projeções para 2019 com as apresentadas no *Boletim Económico* de junho. A diferença entre o crescimento agora projetado para a atividade económica em 2019 face ao de junho reflete em larga medida a revisão das séries de contas nacionais que teve lugar em setembro deste ano (ver Caixa "Revisão das estatísticas de contas nacionais e da balança de pagamentos" do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2019).

de crescimento moderado no segundo semestre. O abrandamento do PIB foi generalizado em termos geográficos, afetando as economias avançadas e, de forma mais pronunciada, as economias de mercado emergentes, num quadro de tensões comerciais crescentes, deterioração da confiança e aumento da incerteza económica e política (Gráfico I.2.1). Em termos setoriais, o abrandamento incidiu na atividade da indústria transformadora, em especial na produção de automóveis.

De acordo com as hipóteses para o enquadramento externo do exercício de projeção, o crescimento do PIB mundial deverá reduzir-se de 3,6% em 2018 para 2,7% em 2019 – uma das mais baixas taxas de crescimento observadas desde a crise financeira internacional – recuperando gradualmente nos dois anos seguintes. Em 2022, o PIB mundial deverá crescer 3,1%, um valor ainda assim inferior ao crescimento médio mundial da atividade observado antes da crise (Quadro I.2.1).⁴ As hipóteses para o crescimento do PIB mundial continuam a assentar em três premissas. Primeiro, num menor dinamismo cíclico e na redução dos estímulos de política económica no final do horizonte de projeção nas principais economias avançadas. Segundo, na transição gradual da economia chinesa para um patamar de crescimento económico mais baixo. Terceiro, na capacidade de recuperação de várias economias de mercado emergentes dos níveis de crescimento em que se encontravam, particularmente a Índia, o Brasil, o México e a Turquia. O crescimento do PIB mundial foi revisto em baixa em comparação com as hipóteses subjacentes às projeções do Boletim de junho de 2019.

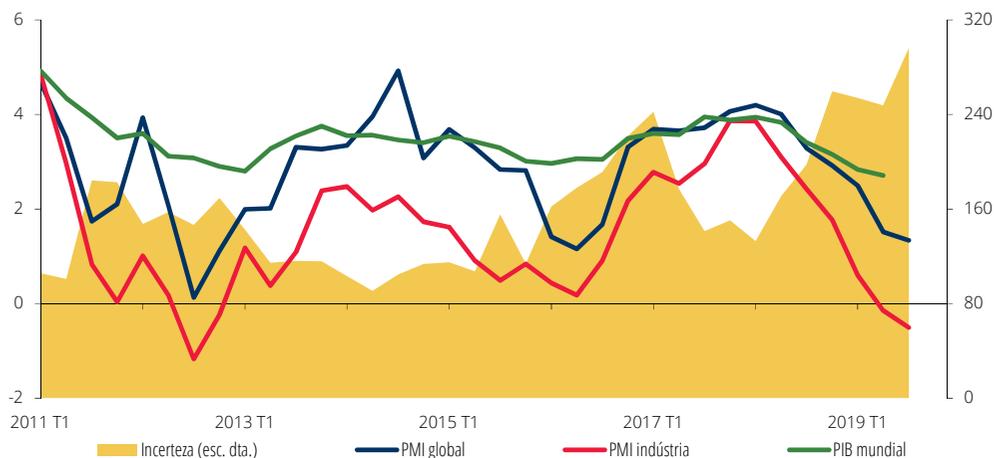
Quadro I.2.1 • Hipóteses de enquadramento

		BE dezembro 2019					Revisões face a BE junho 2019			
		2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021
Enquadramento internacional										
PIB mundial	tva	3,6	2,7	2,9	3,1	3,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,2
PIB da área do euro	tva	1,9	1,2	1,1	1,4	1,4	0,1	0,0	-0,3	0,0
Comércio mundial	tva	4,2	0,6	1,4	2,6	2,9	0,1	-0,8	-1,7	-0,8
Procura externa	tva	3,3	1,9	2,1	2,5	2,7	0,1	-0,4	-0,9	-0,6
Preço do petróleo em dólares	vma	71,1	63,8	59,6	57,4	56,8	0,0	-4,3	-6,2	-5,3
Preço do petróleo em euros	vma	60,2	57,0	54,0	52,0	51,5	0,0	-3,6	-4,7	-4,0
Condições monetárias e financeiras										
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,9	2,7	2,6	2,6	2,6	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	2,5	-1,6	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,18	1,12	1,10	1,10	1,10	0,0	-0,5	-1,4	-1,4

Fontes: Eurosystema e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. 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. A hipótese técnica para o preço do petróleo assenta nos mercados de futuros. A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expectativas 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 (que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões) e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior.

4. 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 Eurosystema divulgado a 12 de dezembro (ver “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosystema”, dezembro de 2019). As hipóteses técnicas incluem a informação disponível até 20 de novembro.

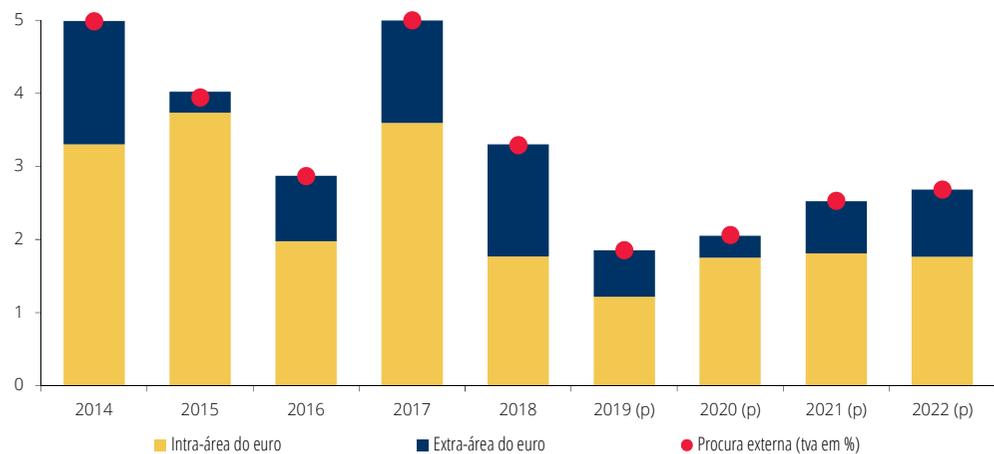
Gráfico I.2.1 • PIB mundial, *Purchasing Managers' Index* global e índice de incerteza de política económica | Taxa de variação homóloga e índice



Fontes: Eurosystema, Markit e www.policyuncertainty.com. | Notas: O índice de incerteza global de políticas económicas é uma média ponderada (em termos do PIB a preços correntes) dos índices de 20 países que refletem a frequência relativa em artigos em jornais nacionais de termos relacionados com incerteza quanto à política económica, política comercial ou tensões geopolíticas (militares, nucleares, guerras e terrorismo). PMI – *Purchasing Managers' Index*, é um indicador calculado com base em inquéritos mensais a empresários sobre indústria, serviços, construção e retalho, aqui apresentado em desvio face a 50, em que um valor abaixo de zero indica uma deterioração das condições.

O comércio global registou um abrandamento significativo na primeira metade de 2019 (Caixa 1). As projeções para o comércio mundial apontam para uma taxa de crescimento anual de 0,6% em 2019 e para uma aceleração modesta e gradual no restante horizonte de projeção. Neste contexto, depois da desaceleração pronunciada ocorrida em 2018, a procura externa dirigida a Portugal continuará a abrandar em 2019, para 1,9%, refletindo a desaceleração das importações intra- e sobretudo extra-área do euro (Gráfico I.2.2). As hipóteses do exercício apontam para uma recuperação gradual das taxas de crescimento da procura externa, atingindo 2,7% em 2022, associada ao contributo dos parceiros intra-área em 2020 e, posteriormente, à aceleração da procura extra-área do euro. Face ao *Boletim Económico* de junho, as projeções para a procura externa dirigida a Portugal foram revistas em baixa em 2019-21.

Gráfico I.2.2 • Procura externa dirigida a Portugal | Taxa de variação anual e contributos, em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Eurosystema (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (p) projetado.

O preço do petróleo apresentou uma tendência marcadamente ascendente nos primeiros meses de 2019, num contexto em que predominaram as restrições do lado da oferta, tendo subido cerca de 20 dólares por barril entre janeiro e maio (para um nível de 70 dólares por barril). Entre junho e novembro, o preço do petróleo registou uma trajetória menos definida, situando-se em meados de novembro em cerca de 63 dólares por barril. Para a correção em baixa do preço do petróleo neste período contribuíram as perspetivas menos favoráveis para a economia global e a elevada incerteza. Com base nas hipóteses técnicas, o preço do petróleo deverá situar-se em 64 dólares por barril em 2019, uma redução de cerca de 10% face ao ano anterior. As expectativas implícitas nos mercados de futuros apontam para novas reduções do preço em 2020 e 2021 (-7 e -4%, respetivamente) e uma relativa estabilização em 2022.

As taxas de juro de curto prazo da área do euro deverão manter-se em níveis historicamente baixos ao longo de todo o horizonte de projeção, num contexto de adiamento das expectativas de mercado quanto a uma subida das taxas de juro diretoras do Banco Central Europeu (BCE), especialmente após o conjunto de medidas adotadas em setembro. Estas incluíram a redução da taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito em 10 pontos base, para -0,5%, e a indicação expressa de uma orientação fortemente acomodatória da política monetária durante um período prolongado. De acordo com as hipóteses técnicas do exercício, a EURIBOR a 3 meses deverá permanecer em níveis próximos de -0,4% no horizonte de projeção. A taxa de juro implícita da dívida pública deverá registar uma redução ligeira em 2019 e uma estabilização ao longo do restante horizonte de projeção num nível de 2,6%. Relativamente ao mercado cambial, as hipóteses do exercício de manutenção da taxa de câmbio no seu nível atual implicam uma depreciação do euro em 2019 e, em menor grau, em 2020, quer em termos nominais efetivos quer face ao dólar.

3 Atividade económica e preços em Portugal no período 2019-22

De acordo com as atuais projeções, o PIB deverá desacelerar ao longo do horizonte de projeção, de 2,4% em 2018 para 2% em 2019, 1,7% em 2020 e 1,6% em 2021-22. Esta evolução corresponde a um processo de maturação do ciclo económico e traduz-se numa aproximação do ritmo de crescimento da atividade ao que se estima ser o crescimento potencial.

Em 2019, após um ligeiro abrandamento em termos homólogos no primeiro semestre (para 2%, após 2,2% no segundo semestre de 2018), a taxa de crescimento do PIB deverá manter-se relativamente estável na segunda metade deste ano. A projeção incorpora a estimativa rápida do INE para o crescimento do PIB no terceiro trimestre de 2019, que aponta para uma estabilização do crescimento em termos homólogos em 1,9% e uma desaceleração em termos de variação em cadeia para 0,3% (0,6% nos dois trimestres anteriores). A atual projeção tem subjacente uma estabilização do crescimento do PIB em termos homólogos no quarto trimestre face ao terceiro, com a manutenção de um perfil de abrandamento da FBCF a ser compensado por um maior crescimento das exportações.

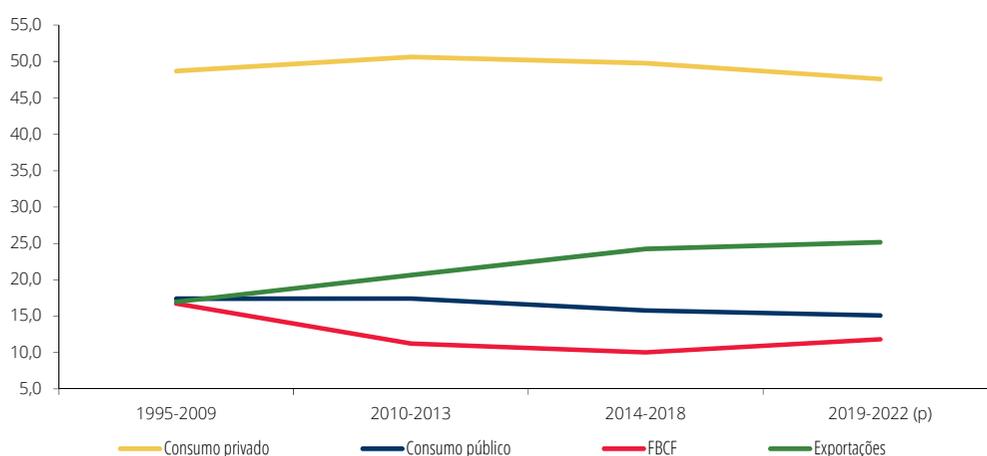
O crescimento da atividade no horizonte de projeção será sustentado no dinamismo da procura interna e, em menor grau, das exportações. O crescimento robusto do consumo privado e o dinamismo do investimento, com destaque para a FBCF empresarial, traduzem-se num contributo da procura interna para o crescimento do PIB⁵ de 1,5 pontos percentuais (pp) em 2019, após 1,7 pp em

5. Contributos para o PIB líquidos de conteúdos importados, ou seja, retirando às componentes da procura global uma estimativa das importações associadas a cada uma delas.

2018. Este contributo deverá reduzir-se ao longo do horizonte, para 1,1 pp em 2022, o que determina o perfil de desaceleração projetado para o PIB (Quadro I.1.1). O contributo líquido das exportações para o crescimento do PIB deverá manter-se relativamente estável no período 2019-22, em torno de 0,5 pp, o que traduz uma redução face à média dos anos anteriores (1,0 pp no período 2014-18).

Ao longo do horizonte de projeção, a estrutura do PIB (nominal e líquido de conteúdos importados) mantém as tendências do período pós-crise (Gráfico I.3.1). Não obstante um crescimento inferior ao observado no passado recente, as exportações continuam a aumentar a sua importância no conjunto da economia. Em termos líquidos, o consumo privado e o consumo público assumem um menor peso no PIB, parcialmente compensado por alguma recuperação do peso da FBCF, embora para níveis ainda inferiores aos do período pré-crise.

Gráfico I.3.1 • Peso no PIB dos agregados da despesa líquidos de conteúdos importados
| Média do período, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

Desaceleração moderada do consumo privado em linha com a evolução do rendimento disponível

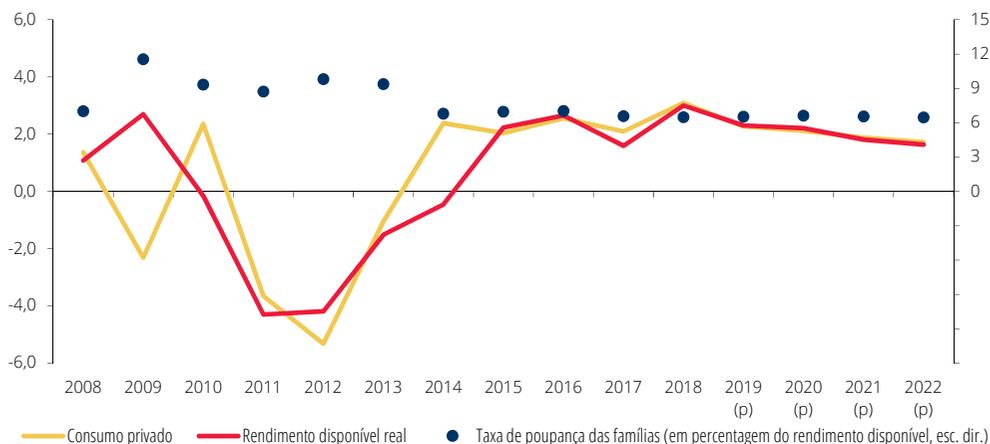
De acordo com a atual projeção, após um crescimento significativo em 2018 (3,1%), o consumo privado desacelera para 2,3% em 2019 e, de forma gradual, para 1,7% em 2022 (Gráfico I.3.2).

No que diz respeito ao ano de 2019, após uma variação em termos homólogos de 2,3% no primeiro semestre, a projeção tem implícito um crescimento do consumo privado no segundo semestre próximo do observado na primeira metade do ano.

A trajetória projetada de ligeiro abrandamento do consumo privado para o período 2020-22 reflete essencialmente o perfil da componente de bens não duradouros e serviços. O consumo de bens duradouros deverá apresentar um crescimento médio neste horizonte próximo do projetado para o rendimento disponível e bastante mais moderado do que os observados no período 2014-18 (cerca de 11,5%, em média). Com efeito, não obstante a manutenção de condições de financiamento favoráveis, os efeitos de procura latente acumulada durante a crise estarão a dissipar-se, o que no caso dos automóveis é reforçado por potenciais alterações estruturais no consumo.⁶

6. Ver Caixa "A produção automóvel em Portugal: caracterização, evolução recente e desafios" do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2019.

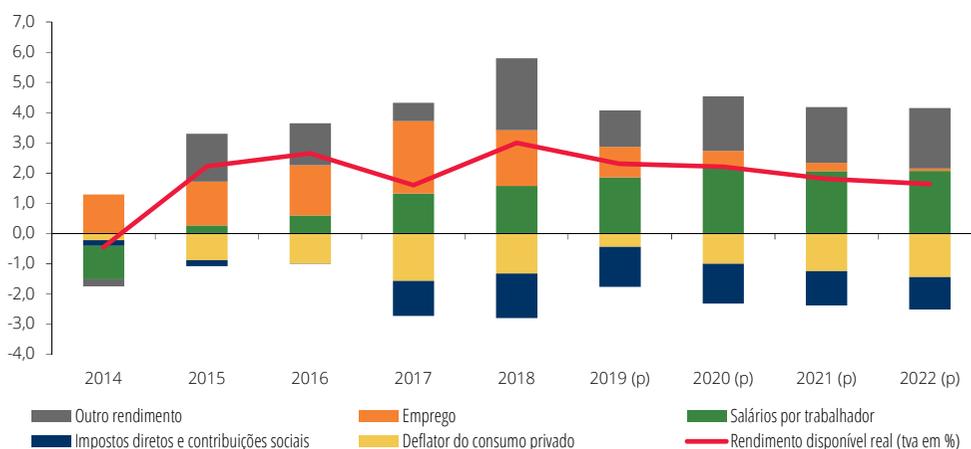
Gráfico I.3.2 • Consumo privado, rendimento disponível e taxa de poupança | Taxa de variação em percentagem e percentagem do rendimento disponível



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

Ao longo do horizonte de projeção deverão persistir as condições favoráveis que têm sustentado o crescimento do consumo no período recente, em particular uma situação benigna no mercado de trabalho e custos de financiamento baixos. O perfil projetado para o consumo acompanha a evolução do rendimento disponível real, o que implica a estabilidade da taxa de poupança em 2019-22 e é compatível com a continuação da redução do endividamento dos particulares em percentagem do PIB. A desaceleração projetada para o rendimento disponível reflete em larga medida a evolução dos rendimentos do trabalho, nomeadamente pela via do abrandamento do emprego, apenas parcialmente compensados por uma aceleração ligeira dos salários por trabalhador (Gráfico I.3.3). A evolução dos salários incorpora o impacto do aumento do salário mínimo observado em 2019 e aprovado para 2020. A aceleração gradual dos preços no consumidor contribui para limitar o crescimento do rendimento disponível real ao longo do horizonte de projeção.

Gráfico I.3.3 • Contributos para a taxa de variação anual do rendimento disponível real | Em pontos percentuais e percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: (p) – projetado. O outro rendimento inclui as transferências internas e externas e os rendimentos de empresas e propriedade.

Projeta-se que o consumo público cresça 0,5% em termos reais em 2019. Este valor representa uma desaceleração face a 2018 (crescimento de 0,9%), o que reflete, em parte, a reversão de um efeito pontual de despesas relacionadas com os incêndios de 2017 (com impacto no consumo intermédio de 2018). Relativamente ao emprego público, deverá acelerar ligeiramente em 2019. De salientar, no entanto, que a integração nas administrações públicas de trabalhadores com vínculos precários que se tem observado desde 2018 dificulta a elaboração desta estimativa. No resto do horizonte, prevê-se que o consumo público cresça 0,8% em cada ano, refletindo uma hipótese de aumento da despesa em bens e serviços que mais do que compensa o menor crescimento do emprego público.

∴ FBCF mantém crescimento forte mas abranda ao longo do horizonte

Ao longo do horizonte de projeção, a FBCF deverá ser a componente da despesa a apresentar o crescimento mais dinâmico. Após uma aceleração em 2019 para 7,3%, o investimento deverá crescer a taxas progressivamente menores (4,3% em 2022).

O forte crescimento da FBCF no conjunto de 2019 está muito associado à componente de construção, influenciado pela execução de projetos de infraestruturas de grande dimensão, nalguns casos associados a investimento público e beneficiando de financiamento europeu, bem como pelo dinamismo da construção residencial. Após um crescimento em termos homólogos próximo de 10% no primeiro semestre, ter-se-á verificado, de acordo com a informação da estimativa rápida do PIB, uma desaceleração da FBCF no terceiro trimestre. Esta deverá prosseguir no último trimestre do ano, de acordo com as atuais projeções. O abrandamento no segundo semestre reflete uma desaceleração marcada das componentes de máquinas e equipamento e de material de transporte, mantendo a FBCF em construção um crescimento em termos homólogos forte e relativamente estável.

Ao longo do horizonte de projeção, a FBCF em construção residencial manterá um crescimento robusto mas inferior ao da FBCF total. Esta componente deverá continuar ainda a beneficiar do crescimento muito acentuado dos preços da habitação no passado recente.⁷ Os determinantes habituais da procura de habitação, nomeadamente a evolução do rendimento disponível, as condições de financiamento e a situação no mercado de trabalho deverão manter um comportamento favorável no horizonte de projeção. Estes fatores poderão ser reforçados pela procura por parte de não residentes e de investidores, nomeadamente associada à finalidade de turismo. Estes fatores deverão justificar a continuação do dinamismo deste segmento da FBCF, embora com alguma desaceleração em 2020-22 face a 2019.

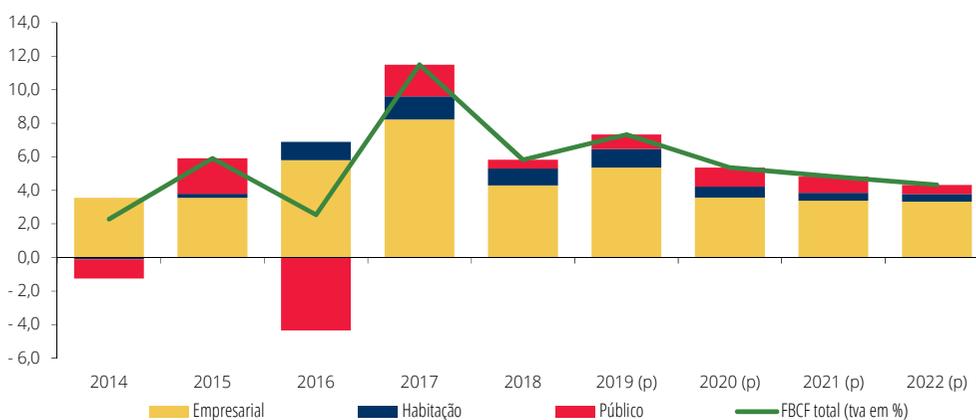
A FBCF empresarial deverá continuar a ser a componente com maior contributo para a variação da FBCF total ao longo do horizonte de projeção, dado o seu peso e o dinamismo projetado (Gráfico I.3.4). Após o forte aumento de 2019, esta componente da FBCF deverá retomar um crescimento em linha com a elasticidade histórica face à atividade no final do horizonte de projeção. A evolução projetada é compatível com a manutenção da tendência de redução do nível de endividamento das empresas em percentagem do PIB. A FBCF empresarial deverá beneficiar de um conjunto de fatores favoráveis ao investimento, destacando-se as perspetivas relativamente benignas para a procura global, o nível elevado de utilização de capacidade produtiva (Gráfico I.3.5)⁸, a manutenção de condições de financiamento favoráveis e o fluxo de financiamento europeu. Com o fim do ciclo de programação financeira atual, antecipa-se um aumento dos recebimentos de fundos estruturais da União Europeia.

7. Os preços no mercado imobiliário residencial apresentam alguma evidência de sobrevalorização em termos agregados desde o início de 2018 (Ver Tema em destaque “Metodologias de avaliação dos preços da habitação: uma aplicação a Portugal”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2019).

8. O indicador de utilização da capacidade produtiva do total da indústria transformadora apresentou uma redução no trimestre mais recente, mas esta é em larga medida explicada pela evolução da componente energética, condicionada por fatores idiossincráticos em 2019. Excluindo este efeito, os níveis de utilização da capacidade permanecem elevados (próximos de valores pré-crise).

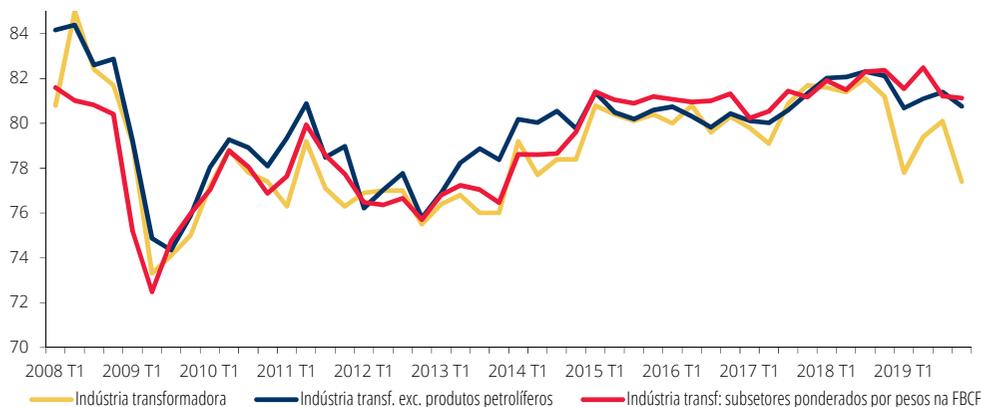
Não obstante o dinamismo projetado, a evolução da FBCF deverá permitir apenas repor no final do horizonte de projeção os níveis de capital por trabalhador observados em 2013. A projeção para esta componente está sujeita a riscos descendentes, na medida em que a evolução recente desfavorável da indústria transformadora a nível global e também em Portugal, bem como o aumento dos níveis de incerteza globais, podem ter um impacto negativo sobre as decisões de investimento das empresas. Em Portugal, estes riscos são amplificados dada a concentração do investimento num pequeno número de empresas e pelo facto de as novas empresas terem apresentado recentemente um menor dinamismo do investimento face às empresas já instaladas (Tema em destaque “Uma análise micro do investimento das empresas portuguesas entre 2006 e 2017”, neste Boletim).

Gráfico I.3.4 • Contributos para a taxa de variação anual da FBCF | Em pontos percentuais e percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

Gráfico I.3.5 • Taxa de utilização de capacidade produtiva na indústria transformadora | Em percentagem



Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal).

De acordo com as projeções, o investimento público acelera em 2019, aumentando cerca de 10% em termos nominais, em linha com a última estimativa oficial. No resto do horizonte assume-se que a evolução desta componente da FBCF acompanhe o perfil esperado para os recebimentos de fundos comunitários, acelerando em 2020 e desacelerando posteriormente. Estes fundos deverão cofinanciar a construção de algumas grandes infraestruturas públicas, nomeadamente de transporte ferroviário e rodoviário.

Exportações com crescimento inferior ao observado nos anos recentes, refletindo uma procura externa mais fraca e menores ganhos de quota

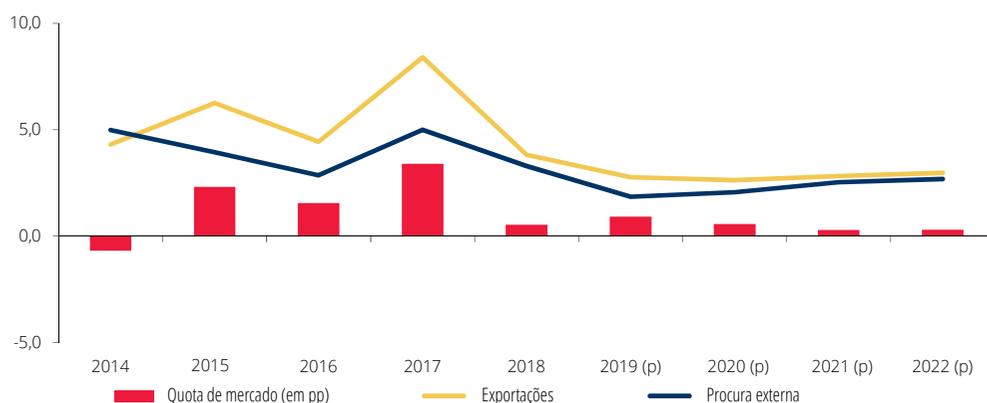
Após a dinâmica registada nos últimos anos, o crescimento projetado para as exportações de bens e serviços reduz-se para 2,8% em 2019 e 2,6% em 2020 e aumenta ligeiramente no restante horizonte de projeção, atingindo 3% em 2022. Estes crescimentos são inferiores aos observados em média no período 2014-18 (5,4%).

Em 2019, o menor crescimento das exportações está associado ao abrandamento da procura externa. A evolução ao longo do ano das exportações é afetada por alguns fatores idiossincráticos, em particular várias paragens na produção de refinarias ao longo dos três primeiros trimestres do ano, com impacto nas exportações de bens energéticos. Após um crescimento homólogo de 2,3% no primeiro semestre, as exportações reais de bens e serviços deverão acelerar ligeiramente na segunda metade do ano, refletindo uma forte recuperação das exportações de bens energéticos no último trimestre e um maior crescimento das exportações de serviços.

Para 2019, estima-se um ganho de quota de mercado das exportações ligeiramente superior ao de 2018 (Gráfico I.3.6). Na primeira metade de 2019, os exportadores portugueses de bens voltaram a registar ganhos de quota nos mercados externos, muito concentrados no setor automóvel, tal como no ano anterior. Adicionalmente, a manutenção de um crescimento muito dinâmico do turismo sugere a manutenção de ganhos de quota neste segmento.

No restante horizonte, o perfil das exportações acompanha a evolução do indicador de procura externa dirigida à economia portuguesa. A projeção aponta para ganhos adicionais de quota de mercado, embora de magnitude decrescente ao longo do período 2020-22 (Gráfico I.3.6). É ao nível das exportações de turismo que se continua a assumir ganhos de quota, embora inferiores aos de anos anteriores.⁹ Este fenómeno contribui para prolongar a tendência de aumento relativo do peso do turismo no total das exportações de bens e serviços.

Gráfico I.3.6 • Exportações de bens e serviços, procura externa e quota de mercado | Taxa de variação anual em percentagem e variação em pontos percentuais



Fontes: INE, Eurosistema e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

A incerteza que rodeia as perspetivas para o comércio mundial e a relevância recente para o desempenho das exportações portuguesas de setores cuja procura tem uma elasticidade rendimento

9. Refira-se que em 2022 a atividade deste setor deverá registar um impacto positivo decorrente da realização em Portugal das Jornadas Mundiais da Juventude.

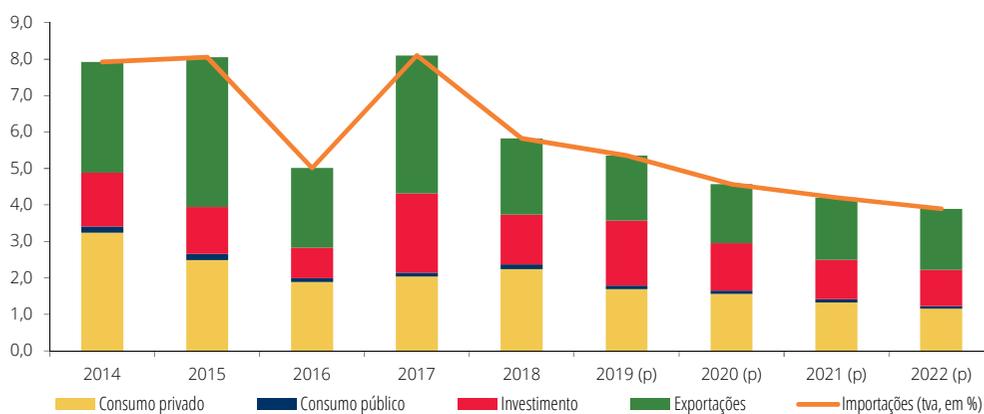
elevada, como a indústria automóvel e os serviços de turismo, implica que as exportações sejam uma componente particularmente exposta aos riscos externos subjacentes à atual projeção (Capítulo 4).

Desaceleração gradual das importações ao longo do horizonte de projeção

As importações deverão apresentar uma trajetória de progressiva desaceleração no horizonte de projeção, de 5,4% em 2019 para 3,9% em 2022. Este perfil corresponde a uma evolução aproximadamente em linha com a elasticidade habitual face à procura global ponderada por conteúdos importados.¹⁰ A penetração das importações, medida como rácio entre as taxas de crescimento das importações e da procura global, deverá aumentar em cerca de 2 pp em média anual no período de projeção, o que constitui um ritmo menos marcado do que o observado no passado recente (4,2 pp em média no período 2014-18).

Distribuindo as importações pelas componentes da procura global em proporção do seu conteúdo importado conclui-se que, em 2019, o abrandamento das importações reflete a desaceleração das exportações – nomeadamente de bens não energéticos – e do consumo privado, em particular o abrandamento acentuado do consumo de bens duradouros, que possui um elevado conteúdo importado (Gráfico I.3.7). Em 2020-22, destaca-se a redução do contributo do investimento, refletindo a desaceleração da FBCF empresarial.

Gráfico I.3.7 • Atribuição das importações às componentes da procura global | Contributos em pontos percentuais e taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

Apesar da desaceleração projetada, o peso das importações no PIB deverá continuar a aumentar. Conjugado com um aumento do peso das exportações, tal implica que a tendência de aumento do grau de abertura da economia portuguesa se mantém no horizonte de projeção, atingindo cerca de 92% em 2022, um nível ainda inferior aos registados em economias com características similares.¹¹

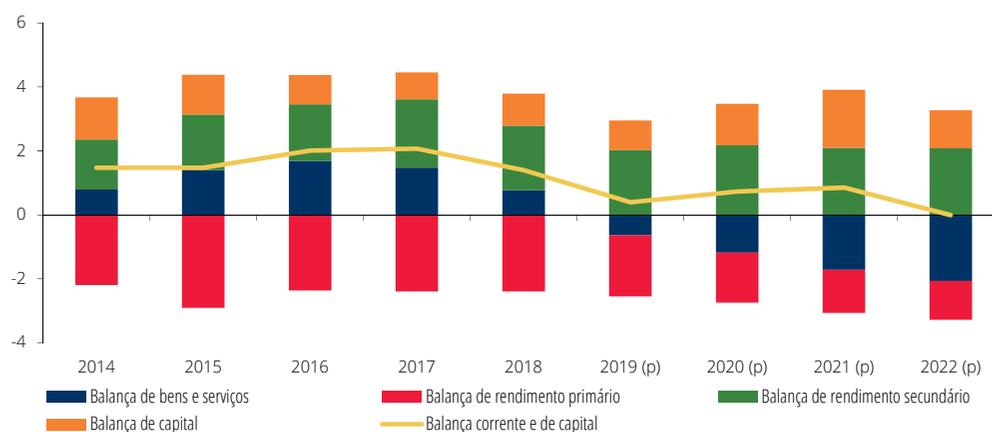
10. Ao longo de 2019, no entanto, existe alguma instabilidade trimestral nesta relação, associada *inter alia* à importação de bens energéticos num contexto de encerramento temporário de algumas refinarias.

11. Para uma descrição da metodologia de comparação entre países, ver Caixa “Grau de abertura da economia portuguesa: evolução recente e perspectivas” do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de junho de 2017. O grau de abertura é medido como a soma das exportações e importações em termos nominais em percentagem do PIB.

Redução da capacidade de financiamento da economia, com deterioração do saldo de bens e serviços e melhoria das restantes balanças

De acordo com as atuais projeções, a capacidade de financiamento da economia portuguesa face ao exterior, medida pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital, deverá situar-se em média em 0,5% do PIB no horizonte de projeção, o que compara com 1,7% no período 2014-18 (Gráfico I.3.8). O perfil anual da balança corrente e de capital deverá apresentar alguma variabilidade, explicada em larga medida pela evolução dos fluxos de recebimentos e pagamentos com as instituições europeias. A balança de bens e serviços deverá tornar-se deficitária em 2019, aumentando esse défice ao longo do período de projeção (de -0,6 para -2,1% do PIB), enquanto o conjunto das balanças de rendimentos e de capital deverá apresentar saldos claramente positivos e superiores aos observados nos anos recentes.

Gráfico I.3.8 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

O perfil projetado para a balança de bens e serviços – saldos negativos a partir de 2019, após um período de excedentes entre 2013 e 2018 – reflete a evolução da balança de bens que deverá apresentar défices progressivamente maiores, prolongando uma evolução observada desde 2017. A evolução desfavorável da balança de bens está muito associada ao forte crescimento real das importações, sendo de destacar o dinamismo das importações de bens de investimento nos dois últimos anos. Ao longo do horizonte de projeção, um perfil de crescimento assente num maior contributo relativo da procura interna implica a continuação desta tendência. Por sua vez, o excedente da balança de serviços, após um aumento expressivo nos últimos anos (de 3,5% em 2010 para 8,3% do PIB em 2018, associado, em larga medida, ao elevado dinamismo das exportações de turismo), deverá registar uma ligeira diminuição em 2019 e apresentar uma relativa estabilização ao longo do restante período de projeção.

O défice da balança de rendimento primário em percentagem do PIB deverá reduzir-se progressivamente ao longo do período de projeção, beneficiando da manutenção esperada das taxas de juro em níveis baixos e da trajetória descendente estimada para os juros da dívida pública. O perfil do saldo da balança de capital está afetado por um efeito positivo extraordinário em 2021, associado à devolução por parte do Fundo Europeu de Estabilização Financeira de montantes pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. A evolução do saldo conjunto das balanças de

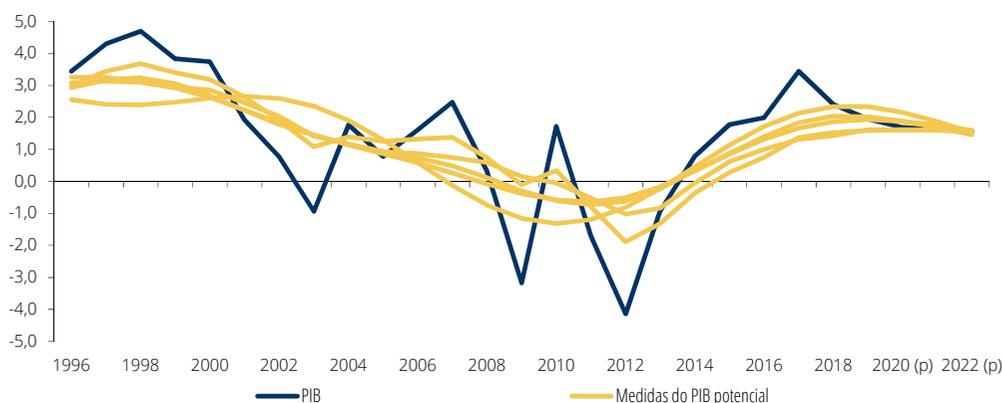
rendimentos e de capital reflete também o aumento esperado dos recebimentos de fundos europeus no horizonte de projeção (esperando-se que os fluxos mais expressivos ocorram em 2020 e 2021).¹²

∴ Crescimento do PIB próximo do potencial

A evolução projetada para a atividade económica em Portugal deve ser enquadrada tendo em conta o seu potencial de crescimento, o qual reflete a quantidade de fatores produtivos disponíveis na economia e a eficiência na utilização desses recursos (produtividade total dos fatores). O crescimento potencial da economia portuguesa permanece condicionado por constrangimentos ao crescimento dos fatores produtivos e ao aumento da produtividade, sendo de referir a evolução demográfica adversa, os elevados níveis de endividamento (que limitam o investimento) e os ainda relativamente baixos níveis de capital humano.

No período de projeção estima-se uma convergência do crescimento do PIB para 1,6%, um valor muito próximo de uma média de estimativas para o crescimento do PIB potencial (Gráfico I.3.9). Nesta fase de maturação do ciclo económico, o crescimento projetado implica que o hiato do produto se mantenha positivo ao longo do período de projeção, tal como observado desde 2017.

Gráfico I.3.9 • PIB observado e potencial | Taxa de variação, em percentagem



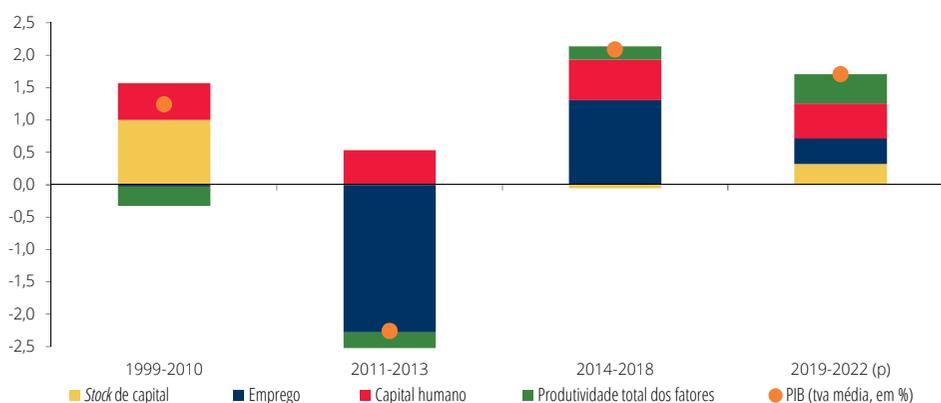
Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: (p) – projetado. As medidas utilizadas para o cálculo do produto potencial são: filtro Hodrick-Prescott, filtro Baxter e King, filtro Christiano e Fitzgerald, cálculos com base na função de produção Cobb-Douglas e cálculos com base num modelo de componentes não observadas. Para uma descrição detalhada das medidas do produto potencial ver o Tema em destaque “Produto potencial: desafios e incertezas”, *Boletim Económico*, dezembro de 2017, Duarte, Maria e Sazedj (2019), “Produto potencial: como compara Portugal como área do euro ao longo dos últimos 40 anos?”, *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. V, n.º 2 e Braz, Campos e Sazedj (2019), “A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português”, *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. V, n.º 2.

No período de recuperação 2014-18, o crescimento esteve associado à utilização dos recursos disponíveis no mercado de trabalho, após um período de recessão marcado pela elevada subutilização deste fator. Para além da evolução muito dinâmica do emprego, o crescimento do PIB resultou também, em menor grau, do contributo positivo da acumulação de capital humano, medida pelos níveis médios de escolaridade. O crescimento bastante superior do emprego face ao do capital físico refletiu-se numa redução do rácio de capital por trabalhador, o que poderá ter condicionado a evolução da produtividade. No horizonte de projeção, estima-se um contributo ainda positivo do emprego para o crescimento do PIB, embora mais reduzido, num contexto de redução das margens disponíveis no mercado de trabalho. Adicionalmente, projeta-se um aumento do contributo

12. Para uma análise mais aprofundada, ver Caixa “Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva” do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de março de 2019.

do *stock* de capital e uma recuperação gradual da produtividade. Estas dinâmicas traduzem-se em contributos para o crescimento do PIB relativamente semelhantes dos fatores produtivos (emprego e capital) e da produtividade (Gráfico I.3.10). Um aspeto positivo a destacar da análise é o contributo positivo e significativo do capital humano para o crescimento do PIB ao longo de todos os subperíodos considerados, refletindo o gradual aumento dos níveis de qualificação da população ativa.

Gráfico I.3.10 • Decomposição da variação real do PIB | Taxa de variação média, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: (p) – projetado. O exercício de contabilidade do crescimento do PIB tem por base uma função de produção Cobb-Douglas. As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro, R. J. e Lee, J. W (2013), “A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010”, *Journal of Development Economics* 104, pp. 184-198. Para Portugal, estas séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do *Inquérito ao Emprego* do INE (para 2013 a 2015) e as projeções disponíveis em <http://www.barrolee.com/>.

Abandamento do emprego e redução da taxa de desemprego para níveis historicamente baixos

Ao longo do horizonte de projeção, o emprego deverá continuar a crescer mas a um ritmo progressivamente menor. A taxa de crescimento anual projetada reduz-se de 1,0% em 2019 para uma variação marginal em 2022 (0,1%). O crescimento do emprego reflete principalmente a absorção de trabalhadores vindos do desemprego e, em menor grau, o ligeiro aumento projetado para a população ativa, não obstante a continuação da tendência ligeiramente descendente da população total. Os fatores que têm contribuído para a recente evolução positiva da população ativa deverão persistir no horizonte de projeção, nomeadamente o aumento da taxa de participação feminina, o aumento da idade média de reforma e o saldo positivo dos fluxos migratórios.¹³ O crescimento mais moderado do emprego ao longo do período de projeção deve ser enquadrado num contexto de limitações à oferta de trabalho associadas à fase de maturação do ciclo económico e de condições demográficas adversas no médio prazo (com redução e envelhecimento progressivo da população).

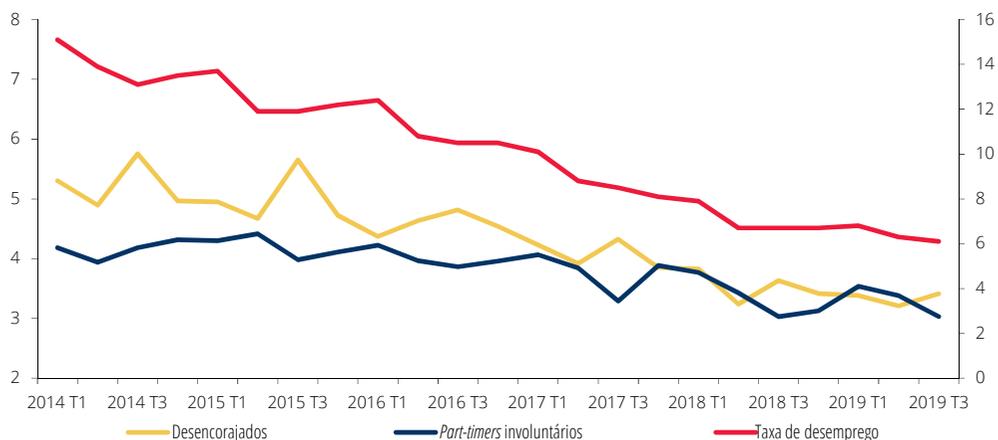
De acordo com as projeções, a taxa de desemprego continuará a diminuir, ainda que a um ritmo inferior ao observado nos últimos anos, situando-se em 5,6% no final do período de projeção. Para além da taxa de desemprego, que em 2019 deverá apresentar um valor que é o mais baixo desde 2003 e inferior ao seu nível tendencial¹⁴, outros indicadores sugerem que o grau de subutilização do

13. Com efeito, a recuperação dos fluxos imigratórios de estrangeiros tem contribuído positivamente para a oferta de trabalho em Portugal no período recente. Ver Caixa “O contributo dos estrangeiros para a evolução da população ativa em Portugal” do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2019.

14. Este nível tendencial corresponde à NAWRU, que é o acrónimo para *Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment*. Para mais detalhe sobre o método de cálculo da NAWRU ver Duarte, Maria e Sazedj (2019), “Produto potencial: como compara Portugal com a área do euro ao longo dos últimos 40 anos?”, *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. V, n.º 2.

fator trabalho tem vindo progressivamente a diminuir nos últimos anos (Gráfico I.3.11). Em particular, assinala-se a redução desde 2014 do número dos designados desencorajados (subgrupo dos inativos que não procuram ativamente emprego mas que se encontram disponíveis para trabalhar) e do número de trabalhadores que trabalham em *part-time* mas estariam dispostos a trabalhar a tempo inteiro. Estes indicadores sugerem uma margem cada vez menor para o aumento do emprego por incorporação de desempregados ou pela transição de indivíduos da inatividade para o emprego.

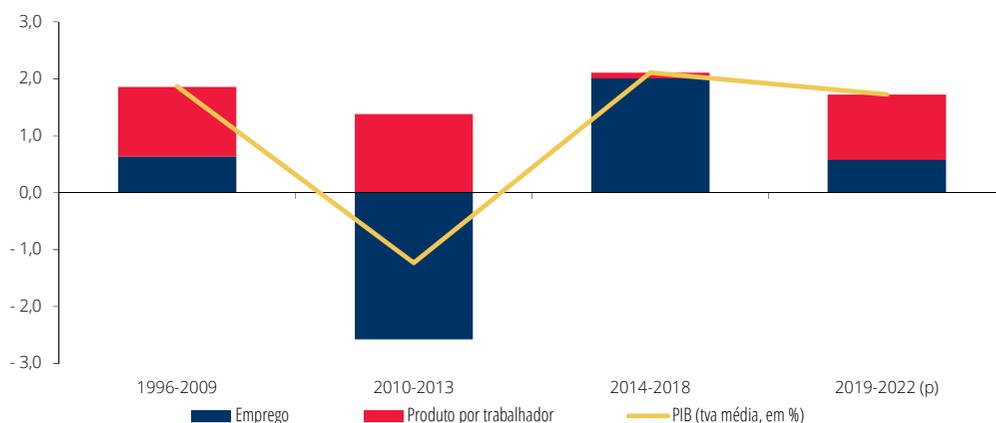
Gráfico I.3.11 • Indicadores de subutilização do trabalho | Em percentagem da população ativa



Fonte: INE (*Inquérito ao Emprego e Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego*) (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: os desencorajados são os inativos que não procurando ativamente emprego estão disponíveis para trabalhar de imediato. *Part-timers* involuntários são os indivíduos que trabalham a tempo parcial porque não encontraram um emprego a tempo inteiro. A taxa de desemprego é obtida com base nas estimativas mensais de emprego e desemprego e encontra-se corrigida de sazonalidade.

Neste contexto de limitações ao crescimento do emprego, o aumento da produtividade torna-se o fator crucial de crescimento da economia portuguesa. A evolução projetada para o PIB e o emprego deverá traduzir-se em crescimentos mais expressivos da produtividade aparente do trabalho no período 2019-22, após um aumento médio marginal no período 2014-18 (Gráfico I.3.12).

Gráfico I.3.12 • Contributo do emprego e do produto por trabalhador para a taxa de variação anual do PIB | Em pontos percentuais e em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. O emprego é medido em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

O produto por trabalhador em Portugal continua a situar-se em níveis baixos comparativamente aos da área do euro, o que está associado *inter alia* aos níveis de escolaridade e aos níveis de capital por trabalhador relativamente baixos. O crescimento projetado para a produtividade está associado a alguns fatores, nomeadamente à gradual recuperação e renovação do *stock* de capital produtivo à disposição dos trabalhadores, um processo por natureza lento, e à melhoria da afetação dos recursos na economia portuguesa.

⋮ Maior crescimento dos salários nominais

A melhoria da situação no mercado de trabalho e a existência de pressões resultantes de limitações ao aumento da oferta tem implicado um maior dinamismo dos salários nominais e reais no período recente. Com efeito, as remunerações por trabalhador apresentam um perfil de aceleração desde o final de 2017, com um aumento de 2,8% no conjunto dos três primeiros trimestres de 2019 em termos homólogos (dados do INE relativos à remuneração bruta regular por trabalhador).¹⁵

No horizonte de projeção antecipa-se um crescimento médio dos salários nominais de 3,1%, superior ao dos últimos anos. O crescimento projetado para 2019 e 2020 está influenciado pela atualização do salário mínimo (aumento de 3,4% em 2019 e 5,8% em 2020). Relativamente ao setor público, a evolução dos salários inclui o descongelamento gradual das progressões salariais na administração pública (que teve início em 2018 e cujos efeitos se estendem ao longo do horizonte de projeção), bem como a hipótese técnica de atualização salarial na função pública em linha com a inflação em 2020-22.

O perfil de evolução dos salários nominais traduz-se numa aceleração mais acentuada dos salários em termos reais em 2019 associado à redução significativa da inflação neste ano. No período 2020-22, projeta-se que os salários reais cresçam a uma taxa média anual de cerca de 2%, ou seja, acima dos ganhos de produtividade esperados.

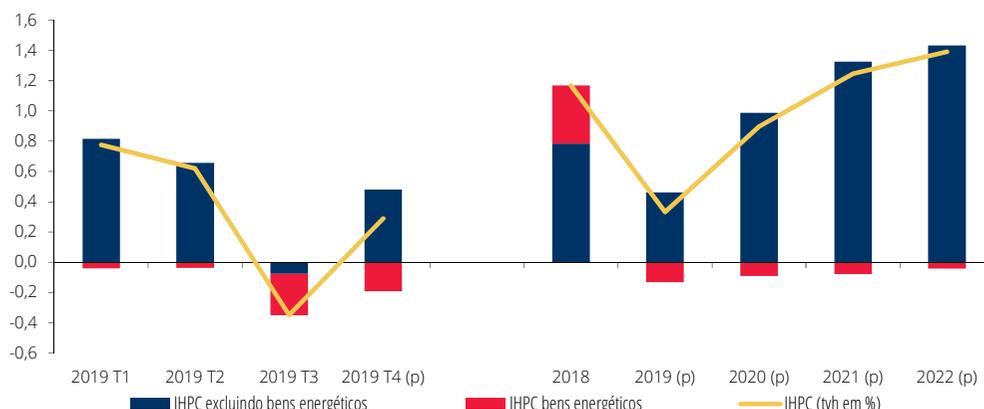
⋮ Aumento gradual da inflação após redução significativa em 2019

A inflação, medida pela taxa de variação do IHPC, deverá diminuir significativamente em 2019 – de 1,2% para 0,3% – projetando-se um aumento gradual no restante horizonte de projeção, para 1,4% em 2022. Tendo em conta as projeções do Eurosistema recentemente divulgadas, esta evolução dos preços em Portugal implica uma progressiva redução do diferencial negativo da inflação face à área do euro.

A redução da inflação em 2019 reflete, em grande medida, a evolução do preço dos bens energéticos (contributo de -0,5 pp para a redução projetada da inflação) (Gráfico I.3.13). A queda dos preços dos bens energéticos neste ano está em linha com a redução do preço do petróleo, que deverá continuar de forma mais moderada no período 2020-22, de acordo com as hipóteses do exercício (Capítulo 2). Refira-se que a redução de preços da componente energética em 2019 também reflete a diminuição dos preços da eletricidade e do gás, resultante de medidas administrativas com impacto nos segmentos regulados dos mercados e à redução das taxas de IVA. Para o IHPC de bens energéticos projetam-se variações negativas em 2019-22, de magnitude progressivamente menor (de -1,7% em 2019 para -0,5% em 2022).

15. Veja-se destaque do INE “Remuneração bruta mensal média por trabalhador (Segurança Social e Caixa Geral de Aposentações – Informação trabalhada pelo INE) – setembro de 2019”. Ao nível da contratação coletiva, a taxa de variação homóloga dos salários negociados foi de 3,2% no período de janeiro a outubro de 2019.

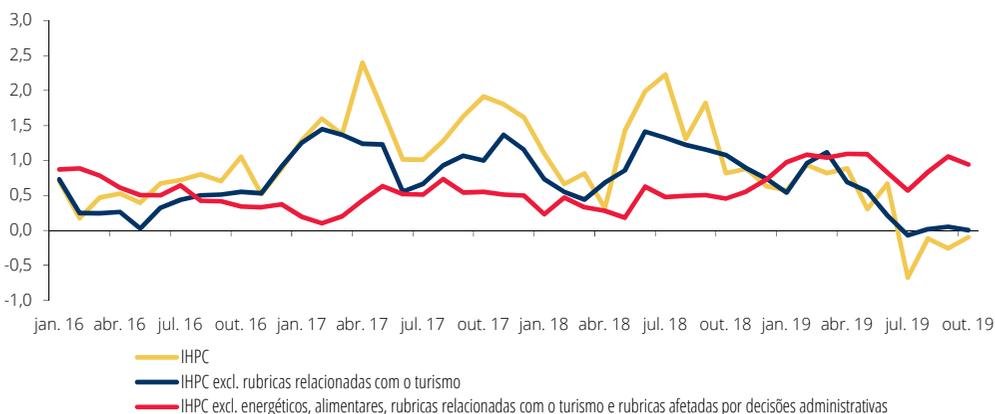
Gráfico I.3.13 • Contributos para a taxa de variação do IHPC | Em pontos percentuais e em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

Em 2019, a diminuição da inflação reflete também uma desaceleração dos preços da componente não energética. Esta desaceleração é parcialmente explicada por um conjunto de alterações legislativas que se refletiram em quedas significativas de preços de alguns bens e serviços. Refira-se o aumento da comparticipação dos transportes públicos (redução no preço dos passes sociais), a redução dos valores das propinas do ensino superior e, com a extensão do direito a manuais gratuitos a todo o ensino secundário, a diminuição dos preços dos manuais escolares.¹⁶ Adicionalmente, os preços de rubricas associadas ao turismo, em particular os preços de alojamento, apresentaram uma desaceleração significativa após os crescimentos expressivos nos últimos 2 anos.¹⁷ A consideração de um indicador que exclui do IHPC os preços das rubricas mais voláteis – bens alimentares e energéticos, bem como os serviços relacionados com o turismo – e os preços afetados por alterações administrativas sugere que a taxa de inflação subjacente permanece reduzida em Portugal (Gráfico I.3.14).

Gráfico I.3.14 • IHPC e efeitos específicos | Taxa de variação homóloga, em percentagem



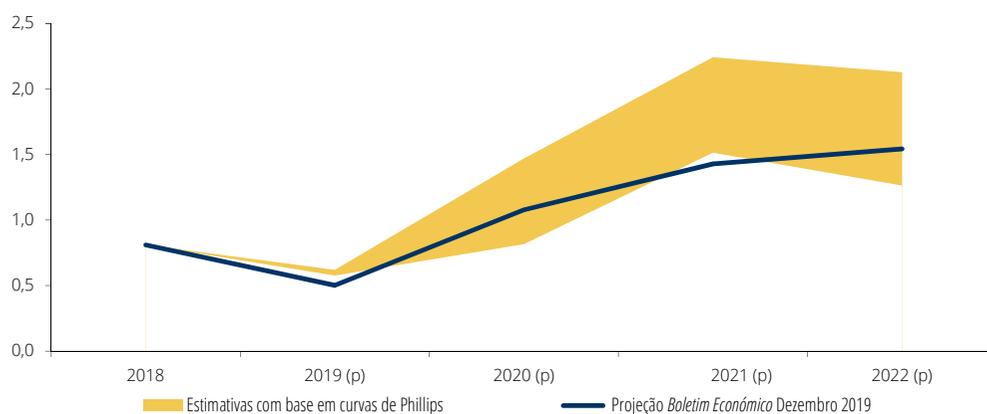
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As rubricas relacionadas com o turismo incluem serviços de alojamento, transportes aéreos de passageiros e férias organizadas. As rubricas afetadas por decisões administrativas incluem as relacionadas com eletricidade, gás natural, manuais escolares, serviços telefónicos, transporte de passageiros e ensino superior.

16. O impacto estimado destas alterações de natureza administrativa sobre a taxa de variação do IHPC é de -0,3 pp em 2019 (informação até outubro).
 17. O contributo aproximado dos serviços relacionados com turismo para a taxa de variação do IHPC é de -0,1 pp em 2019 (janeiro a outubro), tendo sido de +0,2 pp no ano anterior.

Para o período 2020-22, projeta-se um aumento da inflação excluindo bens energéticos, num quadro de aumento moderado das pressões inflacionistas internas e externas. A nível externo, as hipóteses de enquadramento apontam para uma aceleração dos preços de importação de bens não energéticos (crescimento médio anual em torno de 1,8% em 2020-22, após uma variação aproximadamente nula em 2019). De acordo com as projeções do Eurosistema, a inflação na área do euro – onde se inserem os principais parceiros comerciais da economia portuguesa – apresenta igualmente uma trajetória de aumento ao longo do horizonte. A nível interno, os custos unitários do trabalho deverão manter um crescimento próximo de 2% no período 2020-22, sendo o crescimento mais expressivo dos salários por trabalhador parcialmente compensado por aumentos da produtividade.

A evolução contida projetada para a inflação ocorre num contexto de dinamismo salarial mas também de abrandamento da atividade económica e de expectativas de inflação moderadas. As projeções para a inflação para Portugal encontram-se em níveis próximos do limite inferior das estimativas obtidas com um conjunto de curvas de Phillips (Gráfico I.3.15). Para além dos fatores idiossincráticos acima referidos, esta evolução estará associada a um ajustamento mais gradual do que no passado dos preços às pressões decorrentes da diminuição dos recursos disponíveis na economia, num contexto de contenção das margens de lucro das empresas e baixas expectativas de inflação. Este quadro de baixa inflação observada e projetada caracteriza também a área do euro e tem alimentado um debate sobre as principais causas para este fenómeno (Caixa 2).

Gráfico I.3.15 • IHPC excluindo energéticos e alimentares | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Os modelos de curva de Phillips considerados incluem uma medida de preços de importação e várias medidas da posição cíclica da economia. Estas incluem as medidas de hiato do produto associadas ao produto potencial obtido com o filtro Hodrick-Prescott, filtro Baxter e King, filtro Christiano e Fitzgerald, cálculos com base na função de produção Cobb-Douglas e cálculos com base num modelo de componentes não observadas, bem como a taxa de desemprego. Para mais pormenores ver Serra, S. (2018) “O fim da curva de Phillips? – Resultados para Portugal”, Banco de Portugal *Revista de Estudos Económicos*, 4 (2).

4 Incerteza e riscos

As projeções apresentadas neste Boletim representam o cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses apresentado no Capítulo 2. Este cenário central pode ser afetado por

um conjunto de riscos e incertezas, quer por via da existência de desvios face a estas hipóteses quer pela possibilidade de ocorrência de acontecimentos que não foram considerados nas projeções.

⋮ Riscos descendentes para a atividade e riscos globalmente ⋮ equilibrados para a inflação

Os principais fatores de risco identificados para a atividade económica em Portugal decorrem, em grande medida, da possibilidade de um enquadramento internacional menos favorável do que o considerado nas projeções. Do conjunto de riscos com potenciais efeitos negativos a nível mundial, destaca-se a possibilidade de uma intensificação das barreiras comerciais resultantes das tensões entre a China e os Estados Unidos e a possibilidade de alargamento destas barreiras a outros países e setores, por exemplo novas tarifas sobre automóveis oriundos da União Europeia. Refira-se também a possibilidade de uma desaceleração da atividade económica global, associada à transmissão da fraqueza recente da indústria aos restantes setores de atividade, em particular os serviços. O risco de uma saída sem acordo do Reino Unido da União Europeia permanece, com potenciais efeitos negativos via canais de comércio, financeiros e de confiança sobre os outros países da UE. Considerou-se ainda um risco de instabilidade nos mercados financeiros globais, em resultado de um aumento súbito da aversão ao risco associado a desenvolvimentos mais fracos do que o esperado em economias avançadas ou emergentes. Adicionalmente, persiste o risco de um agravamento das tensões geopolíticas, em particular no Médio Oriente e especialmente entre os Estados Unidos e o Irão. Os riscos identificados podem interagir e, em caso de materialização, poderão reforçar-se mutuamente.

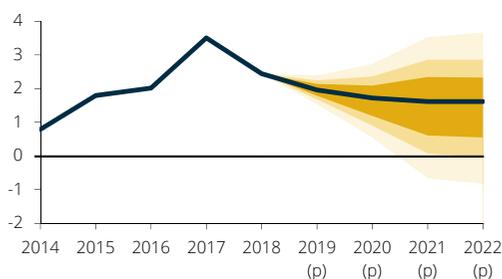
Relativamente à evolução dos preços no horizonte de projeção considerou-se um risco associado à possibilidade de desancoragem das expectativas de inflação na área do euro refletindo o atual ambiente prolongado de inflação baixa e a tendência descendente das expectativas de inflação observada no período recente. Com impacto de sinal contrário, foi ainda identificado a nível interno um risco relativo à possibilidade de novos aumentos do salário mínimo em 2021 e 2022.

A materialização destes riscos implica uma evolução da procura externa dirigida à economia portuguesa mais desfavorável do que a considerada nas projeções deste Boletim. A nível interno, reflete-se em níveis de investimento e de consumo privado inferiores aos projetados. A possibilidade de aumento do salário mínimo traduz-se num crescimento superior dos salários em 2021-22.

A análise quantificada da combinação dos fatores de risco acima referidos implica riscos descendentes para o crescimento real do PIB ao longo de todo o horizonte de projeção e riscos globalmente equilibrados para a inflação (Gráfico I.4.1 e Gráfico I.4.2).¹⁸

18. Para o ano de 2019, dada a proximidade da sua conclusão, não foi considerado nenhum fator de risco específico. No entanto, foi considerada uma margem de incerteza em torno do cenário central, em linha com os valores passados dos erros de projeção.

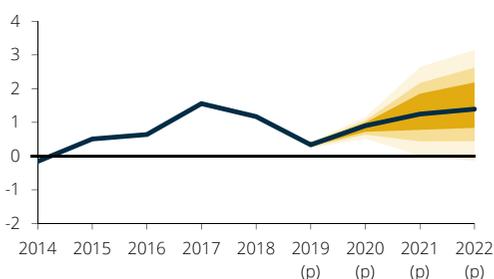
Gráfico I.4.1 • Produto interno bruto | Taxa de variação anual, em percentagem



— Cenário central ■ Int. de confiança a 40%

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Gráfico I.4.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Taxa de variação anual, em percentagem



— Cenário central ■ Int. de confiança a 40% ■ Int. de confiança a 60% ■ Int. de confiança a 80%

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

5 Conclusão

De acordo com as projeções apresentadas neste *Boletim Económico*, a economia portuguesa continua em expansão mas a um ritmo mais moderado. As taxas de crescimento da atividade económica projetadas para o período 2019-22 são inferiores às registadas em média no período de recuperação recente. Uma parte desta evolução decorre de um enquadramento externo menos favorável. O comércio mundial e a procura externa dirigida à economia portuguesa deverão crescer no horizonte de projeção a um ritmo inferior ao observado no período 2014-18, num ambiente de acrescida incerteza global, o que se reflete num crescimento mais moderado das exportações. Refira-se que os riscos descendentes em torno das atuais projeções de crescimento estão essencialmente associados ao enquadramento externo. O crescimento da procura interna no período de projeção deverá manter-se próximo do registado no passado recente, destacando-se o dinamismo do investimento empresarial. Em resultado desta evolução, o saldo da balança de bens e serviços volta a apresentar défices, após os excedentes registados em 2013-18. A capacidade de financiamento da economia portuguesa deverá manter-se no horizonte de projeção mas será inferior à observada nos últimos anos, o que exige monitorização num contexto de níveis de endividamento externo ainda muito elevados.

Adicionalmente, a desaceleração projetada do PIB é resultado de um processo de maturação do ciclo económico – observado igualmente nas outras economias avançadas – que se traduz numa aproximação dos níveis de crescimento ao ritmo de crescimento potencial da economia. Sobre este continuam a pesar constrangimentos estruturais, como uma evolução demográfica adversa e dimensões que condicionam o crescimento da produtividade por trabalhador, em particular níveis ainda baixos de capital físico e humano por trabalhador. Estes constrangimentos estruturais devem constituir os principais eixos de ação da política económica, considerando não apenas a quantidade mas também a qualidade dos fatores. Neste quadro, merecem destaque as medidas que promovam o aumento da produtividade. Num contexto de limitações ao aumento da oferta de trabalho, a produtividade torna-se o fator crucial de crescimento da economia portuguesa e da sua resiliência face aos desafios da próxima década, onde se incluem também a rápida transformação tecnológica em curso e a sustentabilidade ambiental.

Caixa 1 • Desenvolvimentos recentes e perspetivas para o comércio mundial

Depois do forte crescimento registado em 2017, o comércio mundial apresentou uma trajetória de abrandamento em 2018, que se acentuou no primeiro semestre de 2019. Esta caixa descreve os desenvolvimentos recentes do comércio mundial e as hipóteses relativas à sua evolução futura, salientando a incerteza subjacente a essas projeções.

A desaceleração das importações desde 2018 ocorreu de forma generalizada nos países fora da área do euro (o crescimento homólogo reduziu-se de 3,7% no segundo semestre de 2018 para 1,2% no primeiro semestre de 2019)¹⁹, sendo especialmente pronunciada nas economias asiáticas. Na área do euro (excluindo a Irlanda²⁰), o ritmo de crescimento das importações diminuiu ao longo de 2018 (a taxa de variação homóloga passou de 5,5% na segunda metade de 2017 para 2,7% no segundo semestre de 2018) e manteve-se praticamente inalterado no primeiro semestre de 2019.

O perfil de desaceleração dos fluxos de comércio mundial de bens e serviços está associado a uma combinação de fatores inter-relacionados, dos quais se destaca a intensificação de tensões comerciais. Desde o início de 2018, os Estados Unidos têm vindo a implementar várias medidas protecionistas, em particular um conjunto crescente de tarifas aplicadas às importações oriundas da China, no quadro de várias rondas de retaliação.²¹ O agravamento das disputas comerciais teve um efeito direto negativo sobre o comércio mundial por via do aumento dos custos de importação e da reconfiguração das cadeias de produção globais. De forma indireta, refletiu-se também numa desaceleração do investimento e da atividade industrial a nível mundial através da deterioração do sentimento económico e do aumento dos níveis de incerteza global (Gráfico C1.1).²² A evolução recente do comércio mundial reflete ainda outros fatores, nomeadamente as perturbações do setor automóvel a nível global²³, a alteração estrutural do padrão de crescimento da economia chinesa no sentido de um maior peso da procura interna e o enfraquecimento das importações asiáticas por via da desaceleração da indústria tecnológica nesta região.²⁴

O abrandamento do PIB mundial foi, no entanto, menor do que o das importações, num contexto de resiliência de outras componentes da procura interna – o consumo privado, em contraste com o investimento, tem apresentado taxas de crescimento robustas – e de setores de atividade tipicamente menos dependentes das importações.²⁵ Assim, o abrandamento das importações mundiais no primeiro semestre de 2019 marcou uma dissociação entre as taxas de crescimento do PIB e das importações mundiais, com a elasticidade entre estes agregados a registar valores claramente inferiores a 1. Refira-se que, entre 2010 e 2018, esta elasticidade oscilou em torno de 1, um valor muito inferior ao registado no período anterior à crise financeira internacional. Têm sido avançadas várias explicações para esta redução da elasticidade entre o crescimento do

19. No caso do Reino Unido, toda a atividade económica tem sido fortemente influenciada pelo processo de saída da União Europeia, tendo as importações apresentado um perfil de abrandamento desde meados de 2016.

20. A importação de ativos de propriedade intelectual tem vindo a afetar de forma muito significativa os dados de importações da Irlanda, gerando algumas distorções no agregado da área do euro.

21. Bown, Chad P. (2019) "US-China Trade War Tariffs: An Up-to-Date Guide", Peterson Institute for International Economics.

22. Para mais informações, ver Caixa "Scenario Box 1.2. Trade Tensions: Updated Scenario", *World Economic Outlook* do FMI, outubro de 2019.

23. Para mais informações, ver Caixa "Box 1.1. The Global Automobile Industry: Recent Developments and Implications for the Global Outlook", *World Economic Outlook* do FMI, outubro de 2019.

24. A China e outras importantes economias asiáticas, incluindo o Japão, estão estreitamente ligadas por fluxos comerciais associados a cadeias de valor na produção de computadores e outros dispositivos eletrónicos. Existe evidência de uma perda de dinamismo do ciclo tecnológico global desde o início de 2018 que pode estar associada a fatores estruturais específicos do setor, por exemplo relacionados com a crescente saturação do mercado global de determinados produtos, como os smartphones, ou a fatores relacionados com os ciclos de lançamento de novos modelos. Para mais informações, ver Caixa "What the maturing tech cycle signals for the global economy", *Boletim Económico* do BCE n.º 3/2019.

25. Para mais informações, ver Caixa "What is behind the decoupling of global activity and trade?", *Boletim Económico* do BCE n.º 5/2019.

comércio e do PIB mundial, destacando-se a redução do peso do investimento na procura global, o aumento do protecionismo e a maior importância das economias de mercado emergentes (apresentando tipicamente uma elasticidade menor) na atividade mundial.²⁶

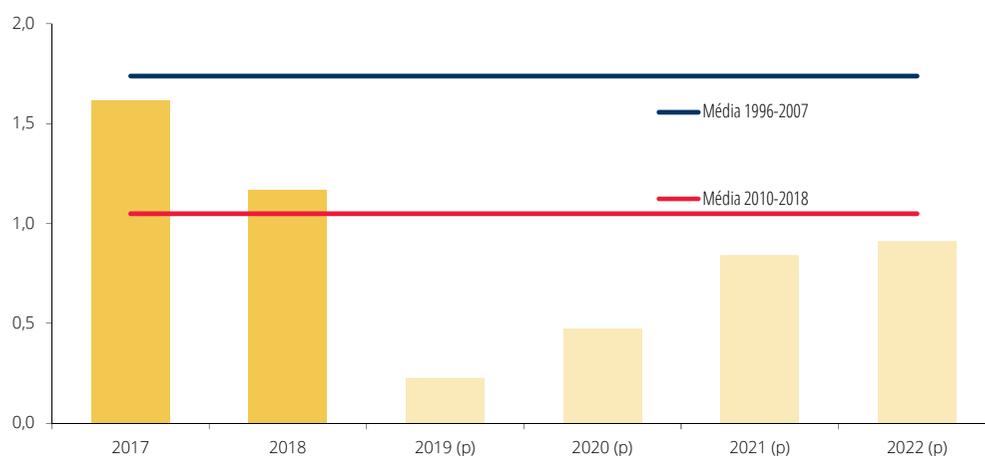
Gráfico C1.1 • PIB e comércio mundiais e incerteza no comércio mundial | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e índice



Fontes: Eurosystema e Ahir, Bloom e Furceri (2018) "The World Uncertainty Index", mimeo. | Nota: O Índice de incerteza no comércio mundial é uma medida da frequência de termos relacionados com incerteza e comércio mundial nos inquéritos por país da Economist Intelligence Unit.

Ao longo do horizonte de projeção, esta elasticidade deverá permanecer abaixo de 1 apesar da recuperação esperada do comércio mundial (Gráfico C1.2). Em termos históricos, a recuperação projetada para as importações mundiais é relativamente moderada²⁷ e o seu perfil está envolto em bastante incerteza.

Gráfico C1.2 • Elasticidade entre PIB e importações mundiais



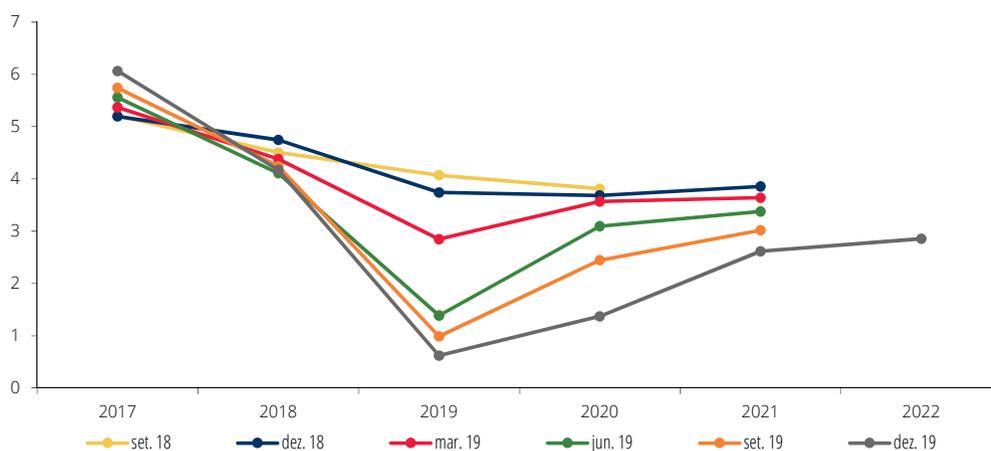
Fonte: Eurosystema. | Notas: A elasticidade entre o PIB e as importações mundiais é medida pelo rácio entre o crescimento das importações mundiais de bens e serviços e o crescimento do PIB mundial, em termos reais, nos períodos indicados. As colunas mais claras dizem respeito às hipóteses de enquadramento do exercício de projeção deste Boletim.

26. Para mais informações, ver o artigo "Understanding the weakness in global trade What is the new normal?" *ECB Occasional Paper*, setembro de 2016 e o artigo "Understanding the Weakness in Global Trade", *Economic Brief* da Comissão Europeia n.º 033 de janeiro de 2018.

27. O perfil das últimas projeções da Comissão Europeia (1,4%, 2,3% e 2,6%) e do FMI (1,1%, 3,2% e 3,8%) para o crescimento das importações mundiais em 2019-21 é também moderado em termos históricos.

Desde o final de 2018 têm ocorrido significativas revisões em baixa do crescimento projetado para as importações mundiais no período 2019-21 (Gráfico C1.3) e a inversão da tendência de abrandamento tem vindo a ser adiada. Enquanto em março de 2019 as hipóteses do exercício antecipavam uma recuperação com início no terceiro trimestre deste ano, assume-se atualmente que esta ocorrerá no início de 2020. No entanto, os dados de maior frequência e os indicadores avançados continuam a apontar para a manutenção da fraqueza do comércio internacional no curto prazo.²⁸ É importante assinalar que nas atuais hipóteses se assume que as tensões comerciais não se agravarão até ao final do horizonte de projeção. Apesar das negociações ocorridas em outubro sinalizarem uma moderação das tensões entre os Estados Unidos e a China, o futuro das relações comerciais internacionais permanece muito incerto. Um recrudescimento deste conflito e um aumento mais generalizado do protecionismo constituem um dos principais riscos para a projeção, sendo que a sua materialização pode ter consequências muito significativas sobre a atividade económica e o comércio mundiais.²⁹ Portugal, com uma abertura crescente ao exterior, encontra-se particularmente exposto. Uma evolução mais desfavorável da procura externa dirigida à economia portuguesa traduzir-se-ia num cenário mais adverso para o crescimento da economia portuguesa face às projeções apresentadas neste boletim.³⁰

Gráfico C1.3 • Projeções para crescimento das importações mundiais | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: BCE/Eurosistema. | Nota: Cada linha apresenta as projeções efetuadas na data indicada.

28. Os dados mensais do Purchasing Managers' Index global na indústria – Novas encomendas de exportação (IHS Markit) permanecem abaixo de 50, sugerindo contração do comércio mundial.

29. Veja-se Caixa "Impacto macroeconómico do aumento das tensões protecionistas globais", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, junho de 2018.

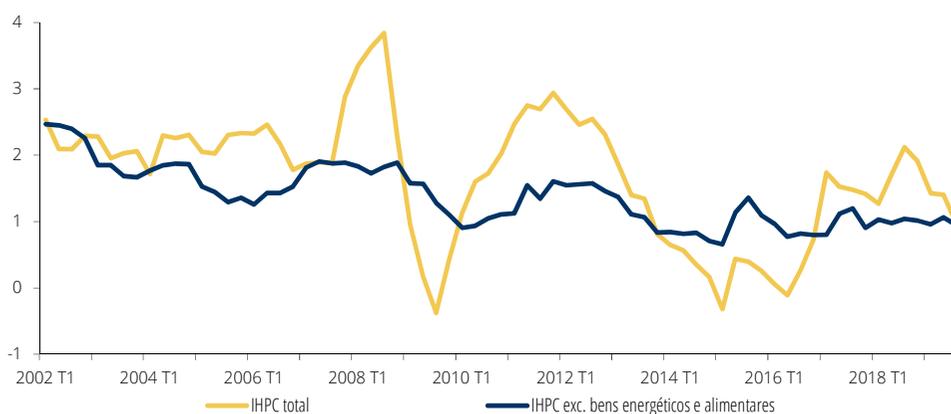
30. Veja-se Caixa "Uma análise de sensibilidade das projeções a choques adversos de procura externa", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, março de 2019.

Caixa 2 • Baixa inflação na área do euro: possíveis causas

Nos últimos anos, Portugal tem apresentado níveis de inflação particularmente contidos e as projeções apresentadas neste boletim apontam para que esta tendência se mantenha ao longo do horizonte de projeção, não obstante alguma recuperação. Estes desenvolvimentos estão diretamente relacionados com o baixo nível de inflação prevalente no conjunto da área do euro, nomeadamente da inflação subjacente³¹ (Gráfico C2.1). Este período de baixa inflação não foi antecipado, verificando-se uma sobrestimação da inflação subjacente nas sucessivas projeções realizadas pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelo Eurosistema (Gráfico C2.2).

No contexto de uma união monetária, a evolução da inflação no conjunto dos estados membros funciona como uma âncora nominal para os países individuais³², pelo que se torna relevante analisar este período prolongado de baixa inflação na área do euro. O objetivo desta caixa é apresentar e discutir os principais argumentos utilizados na literatura económica para explicar a baixa inflação observada na área do euro.

Gráfico C2.1 • IHPC total e excluindo bens energéticos e alimentares na área do euro | Taxa de variação homóloga trimestral, em percentagem



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal) | Nota: Devido a alterações metodológicas no cálculo da inflação de férias organizadas na Alemanha, as observações da taxa de inflação do IHPC total e do IHPC excluindo bens energéticos e alimentares encontram-se distorcidas durante o ano de 2015.

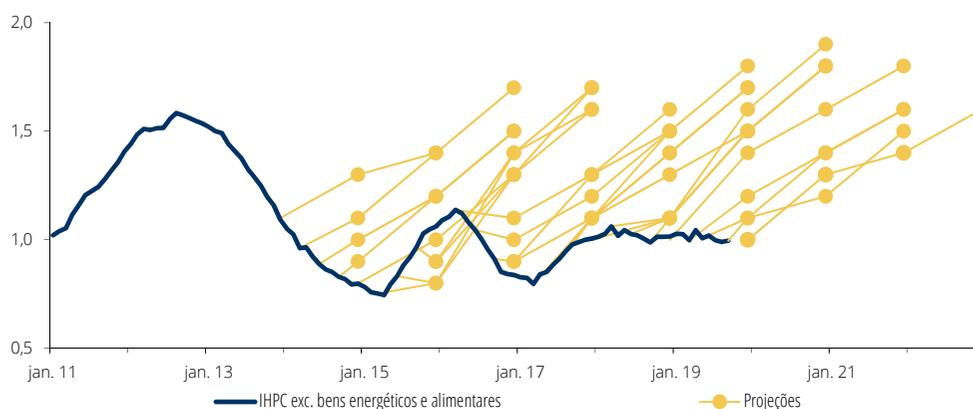
Um primeiro argumento está associado a uma medição incorreta da posição cíclica da economia (*slack*). O processo de transmissão de choques económicos à inflação é normalmente descrito por uma relação de curva de Phillips, em que a inflação será tanto mais alta quanto mais elevado for o produto face ao seu nível potencial ou, de outra forma, quanto menor for a taxa de desemprego face à sua taxa natural. No entanto, as medidas tradicionalmente usadas para avaliar a posição cíclica da economia (como o hiato do produto ou o nível de desemprego) podem estar a subestimar o *slack* existente. Alguns autores argumentam que após a crise financeira internacional, o nível da taxa de desemprego natural nas economias avançadas pode ser mais baixo devido a fatores de ordem demográfica e a uma menor rigidez do mercado de trabalho (veja-se, por exemplo, Pereira da Silva, 2019). Este facto implicaria que seria necessária uma recuperação económica mais pronunciada nestas economias para gerar pressões inflacionistas. No entanto,

31. Medida de inflação que exclui as componentes mais voláteis, nomeadamente os bens energéticos e alimentares.

32. Os diferentes países podem apresentar uma inflação superior ou inferior à média da área do euro ao longo do tempo. Portugal tem apresentado uma inflação total abaixo da área do euro desde agosto de 2018. Para mais informações consultar o capítulo 7 do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2019 e o texto principal deste Boletim.

a forte queda da taxa de desemprego registada na área do euro para níveis perto ou até mesmo abaixo dos verificados em 2008³³ parece pôr em causa este argumento. Simultaneamente, o crescimento dos salários na área do euro tem apresentado uma recuperação significativa desde 2017, sinalizando uma redução dos recursos disponíveis no mercado de trabalho.

Gráfico C2.2 • IHPC excluindo bens energéticos e alimentares – observado e projetado | Taxa de variação média mensal (últimos 12 meses) e anual, em percentagem



Fontes: Eurostat e BCE/Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Ver nota do Gráfico C2.1. Cada linha apresenta as projeções efetuadas na data em que a linha tem início para a taxa de variação anual do IHPC excluindo bens energéticos e alimentares.

O enfraquecimento do canal de transmissão dos salários para os preços tem sido também uma hipótese explorada na literatura. Em condições normais, salários mais altos implicam um aumento dos custos para as empresas que acabam por se refletir nos preços cobrados aos consumidores. No entanto, Bobeica et al. (2019) mostram que a transmissão de salários para a inflação na área do euro pode ser menor e mais lenta em períodos de baixa inflação. Paralelamente, as empresas podem estar a acomodar o aumento dos custos de trabalho reduzindo as suas margens de lucro. De facto, alguns autores mostram que esta transmissão é tanto menor quanto maiores forem os lucros das empresas (veja-se, por exemplo, FMI, 2019). Assim, de acordo com esta literatura, as autoridades monetárias devem manter a orientação de política bastante acomodatória durante um período prolongado de tempo para que as condições económicas permaneçam favoráveis e os salários continuem a crescer até que a inflação comece a convergir para valores mais elevados.

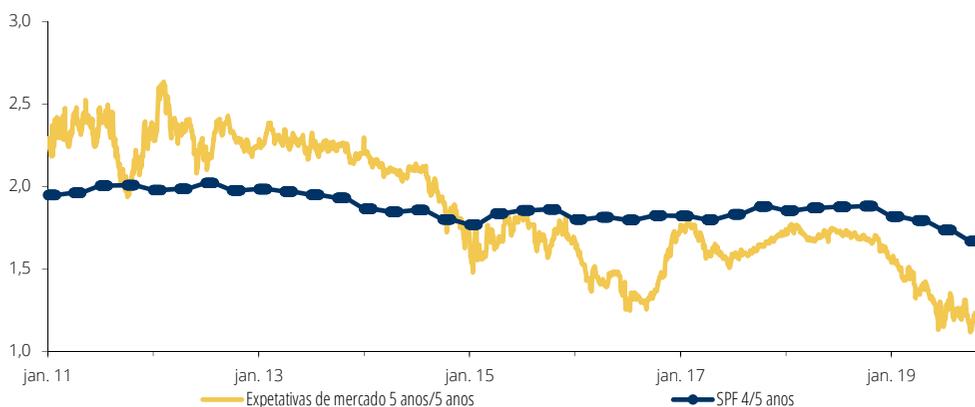
Juntamente com estes fatores de ordem interna, também existem desenvolvimentos de ordem global que podem contribuir para a baixa inflação na área do euro. No âmbito do processo de globalização, o aumento do comércio mundial reforçou a importância dos bens e serviços importados nos hábitos dos consumidores, cujo preço se encontra sujeito a uma maior concorrência. Ao mesmo tempo, a integração em cadeias de valor globais permite às empresas importar partes e componentes a preços mais baixos e deslocar parte da sua produção para áreas geográficas onde os custos são menores, o que possibilita a baixa do preço dos seus produtos. Vários autores tentaram quantificar a importância destes fatores globais para a inflação da área do euro mas os resultados são inconclusivos. Alguns autores encontram evidência da sua importância (por exemplo Forbes, 2019) enquanto outros mostram que estes fatores não contribuem significativamente para explicar a inflação na área do euro quando comparados com os fatores internos (por exemplo Ciccarelli e Osbat, 2017 e Abdih et al., 2018).

33. Em outubro de 2019, a taxa de desemprego na área do euro foi de 7,5%, igual ao valor registado em julho de 2008.

Em consonância com o argumento anterior, também a inovação tecnológica pode ter impacto na inflação a uma escala global. A maior utilização da internet para realizar compras (*e-commerce*) favorece a comparação de preços para o mesmo bem ou serviço, aumentando a concorrência entre empresas e diminuindo o seu poder de aumentar preços sem perder uma grande fração de clientes. Alguns autores mostram que a variação dos preços de produtos *online* pode ser mais baixa que a variação dos preços no setor do retalho tradicional (veja-se, por exemplo, Goolsbee e Klenow, 2018 usando dados para os Estados Unidos da América). A inovação tecnológica também pode reduzir os custos de produção e distribuição para as empresas, exercendo uma pressão descendente sobre o nível de preços (veja-se, por exemplo, Coffinet e Perillaud, 2017).

Um aspeto comum a todos os argumentos apresentados é o facto de a área do euro ter sido exposta a um conjunto de choques negativos (crise das dívidas soberanas, choques de preço de petróleo em 2014 e 2018 e o recente período de desaceleração económica) desde a crise financeira de 2007/08 que contribuíram para manter a inflação em níveis baixos. Durante este período, e para fazer face a muitos destes choques, o Conselho do BCE decidiu baixar as taxas de juro de referência para valores negativos.³⁴ Esta proximidade do limiar inferior efetivo das taxas de juro pode levantar questões sobre a capacidade dos instrumentos convencionais de política serem usados para alterar a orientação de política monetária, o que pode por si só afetar as expectativas de inflação dos agentes económicos (veja-se, por exemplo, Amano et al., 2019). Como se pode observar no Gráfico C2.3 as medidas de expectativas de inflação a prazos mais longos, quer avaliadas por instrumentos de mercado quer reportadas em inquéritos³⁵, têm vindo a diminuir desde 2013 e atingiram em 2019 mínimos históricos, situando-se abaixo do objetivo de estabilidade de preços do BCE.

Gráfico C2.3 • Expetativas de inflação a longo-prazo na área do euro | Taxa de variação, em percentagem



Fontes: BCE e Refinitiv. | Notas: As expetativas de mercado avaliadas por *inflation linked swaps* correspondem à inflação média esperada durante 5 anos avaliada 5 anos à frente. A medida do *Survey of Professional Forecasters* corresponde à média das estimativas pontuais dos participantes para a taxa de variação média do IHPC total 4 ou 5 anos à frente.

O nível baixo de expetativas de inflação pode criar um ciclo vicioso já que são ao mesmo tempo uma causa e uma consequência de taxas de inflação mais baixas. Este ponto também é discutido na literatura e é muitas vezes apresentado como um fator determinante para o elevado nível de persistência da inflação observado no período atual (veja-se, por exemplo, Ciccarelli e Osbat, 2017).

34. A taxa da facilidade permanente de depósito situa-se em valores negativos desde junho de 2014.

35. Neste caso o *Survey of Professional Forecasters* do BCE.

Por último, existem também argumentos na literatura que apontam que a inflação na área do euro permanece em níveis baixos porque as taxas de juro estão baixas há um período prolongado de tempo e existe a expectativa de que aí permaneçam de forma persistente. Esta literatura parte da conhecida relação de Fisher³⁶ para argumentar que níveis persistentes de baixa inflação são consistentes e expectáveis dada a natureza persistente do atual quadro de taxas de juro nominais baixas (veja-se, por exemplo, Williamson, 2018, Uribe, 2018 e Valle e Azevedo et al, 2019).

A identificação do contributo individual de cada um destes fatores para a evolução da inflação na área do euro é um exercício complexo. Não obstante, o conjunto de argumentos apresentados sugere que a inflação na área do euro tenderá a permanecer abaixo do objetivo do BCE, o que coloca desafios importantes à condução da política monetária no futuro próximo.

Referências

- Abdih, Y., Lin, L., e Paret, A. (2018). "Understanding Euro Area Inflation Dynamics: Why So Low for So Long?" *International Monetary Fund Working Papers*, 188.
- Amano, R., Carter, T., e Leduc, S. (2019). "Precautionary Pricing: The Disinflationary Effects of ELB Risk." *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 26.
- Bobeica, E., Ciccarelli M., e Vansteenkiste, I. (2019). "The link between labor cost and price inflation in the euro area." *European Central Bank Working Paper Series*, 2235.
- Ciccarelli, M., e Osbat, C. (2017). "Low inflation in the euro area: Causes and consequences." *European Central Bank Occasional Paper Series*, 181.
- Coffinet, J., e Perillaud, S. (2017). "Effects of the Internet on inflation: an overview of the literature and empirical analyses." 5th International Monetary Fund Statistical Forum, *Measuring the Digital Economy*
- Forbes, K. (2019). "Has Globalization Changed the Inflation Process?" *Bank for International Settlements Working Paper*, 791.
- Goolsbee, A., e Klenow, P. (2018). "Internet Rising, Prices Falling: Measuring Inflation in a World of E-Commerce." *American Economic Association Papers and Proceedings*, 108, 488-492.
- International Monetary Fund. (2019). "Wage Growth and Inflation in Europe: A Puzzle?" Capítulo 2 do *Regional Economic Outlook: Europe*.
- Pereira da Silva, L. (2019). "The inflation conundrum in advanced economies and a way out." *Bank for International Settlements management speeches*, Universidade de Basileia, 5 de Maio de 2019.
- Uribe, M. (2018). "The Neo-Fischer Effect: Econometric Evidence from Empirical and Optimizing Model." *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 25089.
- Valle e Azevedo, J., Ritto, J., e Teles, P. (2019). "The Neutrality of Nominal Rates: How Long is the Long Run?" *Banco de Portugal Working Papers*, 11.
- Williamson, S. (2018). "Inflation Control: Do Central Bankers Have It Right?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 100(2), 127-150.

36. Esta relação descreve que, no longo prazo, o retorno nominal de um investimento deve ser igual ao seu retorno real acrescido da inflação.



II Tema em destaque

Uma análise microeconómica
do investimento das empresas
portuguesas entre 2006 e 2017

Uma análise microeconómica do investimento das empresas portuguesas entre 2006 e 2017

Introdução

Entre as debilidades estruturais da economia portuguesa são recorrentemente apontados o baixo ritmo de acumulação de capital e o baixo nível de capital por trabalhador. Existe ainda a perceção de que houve um agravamento destas debilidades com a recessão ocorrida nos primeiros anos desta década, que a expansão nos anos recentes só terá conseguido inverter de forma limitada (ver, por exemplo, European Commission, 2019). Todavia, um conhecimento mais profundo do processo de acumulação de capital nas economias só pode ser alcançado com recurso a dados ao nível da empresa. Tal conhecimento deverá permitir um melhor diagnóstico dos problemas e uma formulação mais adequada de políticas. Por exemplo, caso se pretenda implementar uma política de estímulo ao investimento, será importante saber em que segmento da distribuição desta variável se localizam as empresas às quais o estímulo é dirigido, para poder balizar a magnitude provável dos seus efeitos. O objetivo deste Tema em destaque é caracterizar, a um nível descritivo, o investimento das empresas portuguesas em ativos tangíveis num conjunto de setores e analisar as suas dinâmicas entre 2006 e 2017.

O Tema em destaque inicia-se com a apresentação de alguns factos estilizados sobre o modo como as empresas investem, seguindo-se uma análise mais detalhada da distribuição do investimento, pondo em relevo a interação com os desenvolvimentos cíclicos no período estudado. Dado o forte enviesamento na distribuição da variável, é útil, após uma caracterização da distribuição como um todo, centrar a análise nos segmentos superiores, onde se localizam as empresas que realizam a quase totalidade do investimento nos setores considerados. De seguida, avaliam-se as diferenças na evolução da acumulação de capital entre as empresas já instaladas e as criadas nos anos mais recentes, continuando-se a salientar a heterogeneidade existente ao longo da distribuição. Por fim, apresenta-se uma caracterização do perfil do investimento ao longo do ciclo de vida das empresas.

Dados e metodologia

As séries de investimento em ativos tangíveis para as empresas aqui analisadas foram calculadas no âmbito de um exercício mais vasto que procurou compilar séries consistentes de *stocks* e fluxos de capital, compreendendo tais fluxos, para além do investimento, as outras variações de volume. A metodologia subjacente a este exercício foi o “método de inventário permanente”, em que o *stock* de capital é obtido como a acumulação de fluxos de capital, aos quais é deduzida uma medida de depreciação do capital no início do período.¹ Os dados de base provêm da Informação Empresarial Simplificada (IES) para os anos de 2006 a 2017. A informação reportada pelas empresas na IES

1. A fórmula do método de inventário permanente é $K(t)=(1-d)K(t-1)+I(t)+OW(t)$, em que K é o *stock* de capital, I o investimento, OW as outras variações de volume e d a taxa de depreciação, em que t indexa o ano a que a grandeza correspondente diz respeito.

tem uma natureza contabilística, tendo-se procurado, sempre que possível, usar na construção das séries as definições da contabilidade nacional.² Contudo, a perspetiva microeconómica aqui adotada, privilegiando uma medida do fator capital disponível para a empresa utilizar no seu processo produtivo, motivou algumas exceções. Em particular, ao contrário da contabilidade nacional, consideraram-se os terrenos como parte dos bens de capital. Adicionalmente, o trabalho circunscreu-se aos ativos tangíveis. Com efeito, um tratamento semelhante dos ativos intangíveis levanta questões específicas, nomeadamente em termos da delimitação do conceito e da sua aproximação a partir das rubricas contabilísticas, bem como das regras de valorização e depreciação, cujo tratamento está para além do âmbito do exercício.

Um aspeto importante no período coberto pelos dados diz respeito à alteração das normas subjacentes ao reporte contabilístico por parte das empresas: até 2009, os dados eram compilados segundo o Plano Oficial de Contas (POC), o qual deu lugar ao Sistema de Normalização Contabilística (SNC), a partir de 2010. Entre as alterações metodológicas trazidas pelo novo sistema são de salientar o reporte dos ativos líquidos de amortizações e a generalização da regra de valorização dos ativos a preços de mercado. Além disso, os bens de capital utilizados por empresas em regime de concessão dão lugar a um registo como ativos intangíveis no SNC, enquanto no POC se registava diretamente o bem no balanço da empresa concessionária, como um ativo tangível.

Na aplicação do método de inventário permanente, em regra, ancorou-se o *stock* de capital no valor nulo que se verificava no momento da criação da empresa, ou no valor registado no primeiro ano em que a empresa é observada, quando a respetiva criação ocorreu antes do período coberto pelos dados. Com base na informação sobre fluxos e numa hipótese quanto à depreciação económica do capital (ver abaixo), obteve-se recursivamente o *stock* de capital nos anos subsequentes. Contudo, no caso das empresas existentes no período do POC e que continuaram em atividade no período do SNC, as séries foram ancoradas no primeiro ano disponível em SNC (ou seja, 2010), procedendo-se a uma desacumulação dos fluxos de capital nos anos precedentes. Nestes casos, ancorou-se no nível do *stock* de capital em SNC, uma vez que este sistema reflete melhor a realidade económica e constituiu a referência atual na elaboração da informação contabilística.

Uma vez que os ativos tangíveis são reportados por tipo de bem na IES, é possível utilizar taxas de amortização específicas ao tipo de bem e ainda ao setor da empresa, as quais foram retiradas da base de dados STAN da OCDE. Os fluxos de capital estão valorizados aos preços do ano em que ocorreram e têm de ser inflacionados para preços de 2017, ano tomado como referência, previamente à aplicação do método de inventário permanente (utilizaram-se deflatores da base de dados EU KLEMS, até 2014, e das contas nacionais, no período posterior). Também o valor do *stock*-âncora, quando não nulo, foi assumido como estando a preços do ano a que dizia respeito, hipótese que será mais adequada no período do SNC, dada a valorização a preços de mercado, do que no período do POC.

Realizaram-se correções às series originais de investimento, diferenciadas entre POC e SNC, no que se refere às vendas de bens de capital, que entram com sinal negativo no investimento, para as valorizar em linha com as taxas de amortização assumidas.³ Em contraste, não se efetuaram correções relativamente às alterações na delimitação entre tangíveis e intangíveis do POC para o SNC, dadas as dificuldades de quantificação das mesmas (nos setores considerados – ver abaixo – tais alterações não perturbam substancialmente a análise).

Toda a análise neste Tema em destaque considera separadamente cinco setores: (i) indústria transformadora, (ii) construção, (iii) comércio, alojamento e restauração, (iv) transportes e armazenagem,

2. As séries de investimento analisadas neste artigo correspondem, em contabilidade nacional, ao conceito mais estrito de formação bruta de capital fixo.

3. Na informação contabilística na IES, estas vendas são valorizadas segundo um valor bruto de amortizações, em POC, e segundo um valor líquido de amortizações fiscais, em SNC.

e (v) serviços de comunicação, administrativos e de consultoria. São excluídos os setores financeiro e segurador e os setores produtores, em parte ou na sua totalidade, de serviços de caráter não mercantil, como a administração pública, a saúde e a educação. São ainda excluídos os setores da agricultura e da exploração mineira, dada a cobertura limitada na IES, o setor das atividades imobiliárias, cuja medição dos fluxos de capital, com base em dados contabilísticos, é particularmente difícil, e os setores da energia, gás e água que foram muito afetados pela alteração no SNC da delimitação entre ativos fixos tangíveis e intangíveis, acima mencionada. No que se refere à importância relativa dos fluxos setoriais de investimento, nos dados usados, a indústria transformadora detém em média cerca de 30 por cento do total, o comércio, alojamento e restauração perto de 30 por cento, os serviços de comunicação, administrativos e de consultoria cerca de 25 por cento, os transportes quase 10 por cento e a construção apresenta um peso em torno de 7 por cento.

Caracterização geral

Um facto estilizado bem documentado na literatura sobre o investimento ao nível da empresa em diversos países é o seu caráter extremamente volátil (ver, por exemplo, Disney, Miller e Pope, 2018, Gourio e Kaysgap, 2007, e Doms e Dunne, 1994). Com efeito, em geral as empresas não investem de forma contínua, sendo comuns períodos de investimento baixo ou nulo, intercalados por picos (designados na literatura por *spikes*) em que a variável assume valores consideráveis. Tal comportamento prende-se com a própria natureza da acumulação de capital: um determinado projeto de investimento, como a construção de uma fábrica ou uma aquisição significativa de maquinaria, exige frequentemente níveis de investimento elevado ao longo de um ou dois anos, que não se mantêm nos anos subsequentes.

O quadro 1 apresenta um primeiro conjunto de estatísticas que pretendem pôr em evidência a volatilidade do investimento ao nível micro em Portugal, designadamente a proporção de empresas que investiram e de empresas que não o fizeram, numa base anual, em cada um de três períodos de igual extensão em que se subdividiu a amostra. Existe ainda uma pequena parte de empresas com valores anuais negativos do investimento, isto é, com vendas superiores às aquisições de bens de capital (não mostrada). O primeiro dos três períodos considerados corresponde aproximadamente aos anos anteriores à crise económico-financeira (2006-2009), o segundo ao período recessivo que se lhe seguiu (2010-2013) e o terceiro aos anos de recuperação da economia (2014-2017), permitindo evidenciar o modo como a despesa de investimento das empresas tem interagido com o ciclo económico em Portugal. O quadro 1 apresenta ainda a proporção de pares empresa/ano com picos de investimento, medidos por uma taxa de investimento (quociente entre o investimento num determinado ano e o *stock* de capital no início do mesmo) superior a 20%, definição usual na literatura. Tal proporção é designada por taxa de picos de investimento.

No período anterior à crise, o investimento assumia valores positivos em cerca de metade dos pares empresa/ano em todos os setores considerados, ficando um pouco aquém na construção e nos transportes. Os valores mais elevados, na ordem dos 60%, observavam-se na indústria transformadora e nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria. Na fase recessiva, a proporção de empresas/ano com valores positivos reduziu-se visivelmente em todos os sectores, com as quedas a oscilarem entre cerca de 7 pp (transportes) e 16 pp (serviços de comunicação, administrativos e de consultoria). No período mais recente, a importância das empresas com valores positivos do investimento manteve-se nalguns setores perto dos valores no período recessivo, enquanto noutros ainda se reduziu ligeiramente. Na generalidade dos sectores, perto de dois terços das empresas não realizou qualquer investimento num dado ano, durante esse período; na indústria transformadora este valor foi um pouco inferior, situando-se em cerca de metade. No que se refere à taxa de picos de investimento, os valores pré-crise, que oscilavam entre 27% e 37% dependendo do setor, não voltaram a ser recuperados, oscilando agora entre

16% e 23%. Há assim menos empresas a realizarem investimentos de peso, face ao seu *stock* de capital inicial.

Quadro 1 • Proporção das empresas com investimento positivo e nulo, em percentagem, taxa de picos de investimento e taxa média de investimento, em percentagem do *stock* de capital

	Prop. empresas		Prop. de picos	Tx. média investimento anual no período (proporção de empresas nos escalões)			
	Inv>0	Inv=0		inf. 1%	1% a 5%	5% a 20%	sup. 20%
Indústria transformadora							
2006-2009	60,8	33,6	31,4	30,2	9,9	17,8	42,1
2010-2013	51,2	48,4	19,2	34,9	14,1	21,9	29,2
2014-2017	50,8	48,9	20,8	36,6	11,5	20,8	31,1
Construção							
2006-2009	45,0	49,8	31,5	37,8	6,7	11,5	44,1
2010-2013	30,3	69,3	15,6	49,0	9,6	14,1	27,3
2014-2017	30,7	69,0	17,7	50,6	7,5	12,2	29,7
Comércio, alojamento e restauração							
2006-2009	51,3	44,0	27,2	36,9	10,1	14,5	38,5
2010-2013	40,5	59,2	16,7	42,0	12,8	17,2	28,0
2014-2017	37,2	62,5	16,0	48,5	10,9	14,7	25,9
Transportes e armazenagem							
2006-2009	42,1	51,3	32,0	41,3	4,5	8,0	46,1
2010-2013	35,6	64,0	21,0	40,3	7,1	14,3	38,2
2014-2017	37,6	62,1	22,6	41,1	5,6	14,5	38,7
Serviços de comunicação, administrativos e de consultoria							
2006-2009	57,1	38,3	36,7	29,7	7,9	13,1	49,3
2010-2013	41,5	58,2	21,1	37,1	10,8	16,6	35,6
2014-2017	36,9	62,9	20,0	42,4	9,5	15,6	32,6

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Nota: As estatísticas nas três primeiras colunas são calculadas para pares empresa/ano. A taxa média anual de investimento (últimas quatro colunas) é calculada por empresa, em cada um dos três períodos. Os picos de investimento ocorrem nos anos em que a taxa de investimento é superior a 20%.

As estatísticas acima consideradas, tomando o ano como referência, sublinham a volatilidade do investimento empresarial, mas dão uma visão incompleta do esforço de investimento. Com efeito, a despesa de investimento tem frequentemente um carácter plurianual e diferentes graus de volatilidade são compatíveis com o mesmo nível de despesa ao longo de um período mais alargado. Considerem-se duas empresas com um *stock* inicial de capital semelhante e que empreendem um plano de investimento ao longo de quatro anos, de montante global idêntico. Estas duas empresas podem implementar tal plano com fluxos anuais muito distintos: uma das empresas pode realizar quase todo o investimento num ano, ou seja, terá um pico de investimento nesse ano e investimento quase nulo nos restantes, enquanto a outra empresa poderá fazê-lo com fluxos aproximadamente uniformes.

No quadro 1 (lado direito) apresentam-se escalões de taxas médias de investimento das empresas ao longo de cada um dos períodos temporais anteriormente definidos, a fim de tomar melhor em consideração o referido carácter plurianual da despesa de investimento.⁴ Consideraram-se quatro escalões, cuja leitura pode ser exemplificada da seguinte forma: uma empresa com taxas médias anuais de 10% conseguiria aumentar o seu *stock* de capital em aproximadamente 50% mantendo este ritmo de investimento durante 5 anos, enquanto uma empresa com taxas médias de investimento de 20% conseguiu-lo-ia duplicar. As empresas no primeiro escalão (taxa média

4. A taxa média de investimento foi calculada considerando os anos para os quais a empresa existia na base de dados, o que permite incluir as empresas que não têm observações para a totalidade dos anos de cada período.

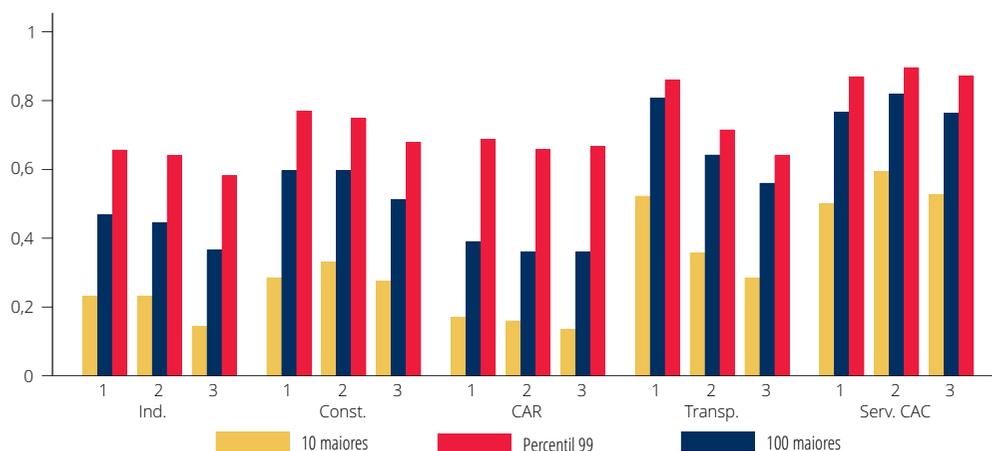
inferior a 1%) são as que praticamente não investiram ao longo da totalidade do período considerado. Esta perspetiva mais alisada sugere um panorama menos negativo do investimento, designadamente ao longo da fase recessiva da economia e da posterior fase de expansão. Nestes dois períodos, cerca de metade das empresas da indústria transformadora, dos transportes e dos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria encontram-se no terceiro e quarto escalões, tendo assim realizado investimentos com alguma ou muita importância face ao respetivo capital. A proporção correspondente para os restantes setores situa-se em 40%.

Não obstante, um grupo de empresas, que oscila entre um terço na indústria transformadora e metade na construção, praticamente não investiu durante o período recente de expansão da economia. Em geral, em consonância com a análise anterior, verifica-se que não houve uma recuperação das taxas médias de investimento quando a economia reentrou num ciclo de expansão. Como se verá adiante, esta evidência – que diz respeito ao conjunto das empresas – reflete em parte o perfil da retoma do investimento, que não foi uniforme ao longo da respetiva distribuição, mas concentrada nos quantis superiores da mesma.

Concentração do investimento

Um outro facto estilizado relativamente ao investimento em Portugal é o seu forte grau de concentração. O gráfico 1 apresenta a proporção do montante global do agregado por setor que foi levado a cabo, respetivamente, pelas 10 maiores empresas, pelas 100 maiores empresas e pelo último percentil da distribuição da variável⁵, numa base anual.

Gráfico 1 • Proporção do investimento total do setor realizado pelas empresas em cada um dos grupos indicados em (1) 2006-09, (2) 2010-13 e (3) 2014-17 | Em percentagem



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Nota: As empresas em cada um dos grupos são determinadas por setor e ano.

Constata-se que, em média, o investimento das empresas no último percentil representou aproximadamente dois terços do total na indústria transformadora e no comércio, alojamento e restauração, cerca de três quartos na construção e nos transportes e 90% nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria. Considerando as 100 empresas que mais investiram em cada setor, tal proporção

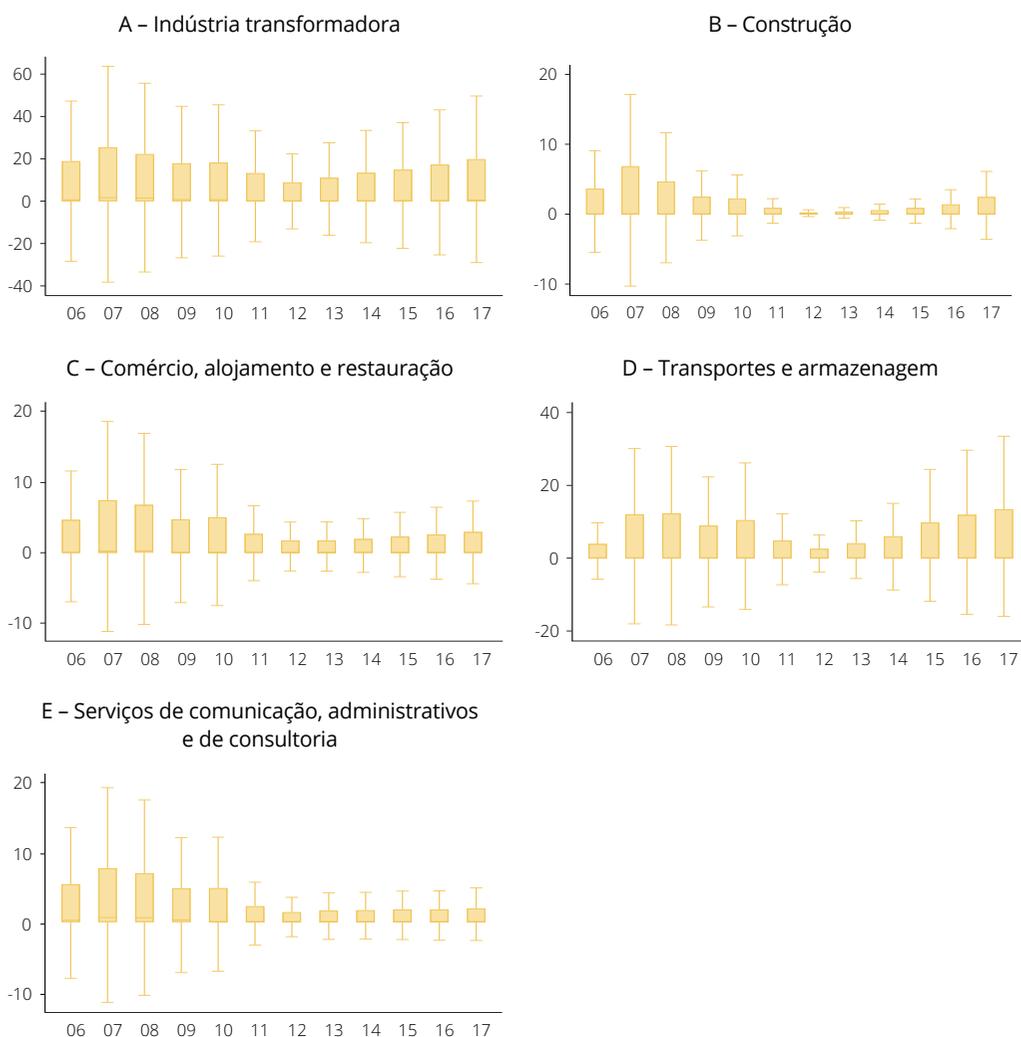
5. Em média anual, o número de empresas no último percentil ascende a 389 na indústria transformadora, 444 na construção, 1312 no comércio, alojamento e restauração, 186 nos transportes e 546 nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria.

situa-se entre 30% a 70%. Adicionalmente, confinando o âmbito ao grupo das 10 empresas que mais investiram, tais empresas ainda representam cerca de 12% do investimento no comércio, alojamento e restauração, 17% na indústria transformadora, 21% na construção, 27% nos transportes e quase 50% nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria. Refira-se, por último, que as empresas no último quintil (não mostrado) realizam praticamente a totalidade do investimento – de 97% a 99%, consoante os setores e os anos. Existe, ainda assim, alguma tendência de redução da concentração do investimento na indústria, na construção e nos transportes, a qual, como se verá adiante, está associada a uma evolução desfavorável das despesas de capital por parte das maiores investidoras nesses setores, nos períodos de recessão e recuperação da economia.

Distribuição do investimento

Os diagramas de extremos e quartis no gráfico 2 mostram a evolução da distribuição do investimento no conjunto das empresas nos cinco setores considerados, permitindo uma caracterização do tecido produtivo como um todo.

Gráfico 2 • Distribuição do investimento entre 2006 e 2017 | Em milhares de euros, a preços de 2017



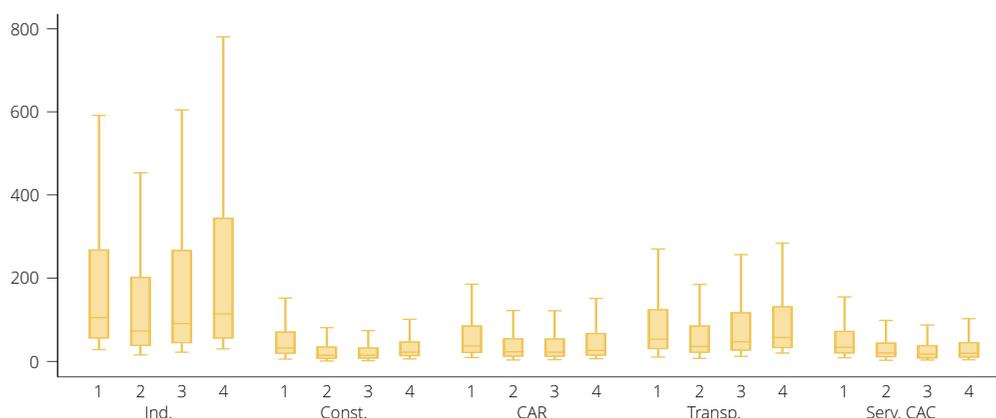
Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Nota: O gráfico representa um diagrama de extremos e quartis, no qual a caixa central contém os valores do percentil 25 até ao percentil 75 (intervalo interquartil), correspondendo a linha horizontal à mediana da distribuição (percentil 50). O diagrama exclui valores extremos, isto é, valores inferiores à diferença entre o percentil 25 e 1,5 vezes o intervalo interquartil, ou superiores à soma do percentil 75 com 1,5 vezes o intervalo interquartil.

A característica estrutural predominante desta distribuição é uma grande massa de empresas que pouco ou nada investem e, ao mesmo tempo, um forte enviesamento à esquerda. Como se viu no quadro 1, o essencial das empresas com investimento positivo, no período pré-crise, e a sua totalidade, nos anos mais recentes, situa-se já acima da mediana do conjunto das empresas. Desta forma, nos diagramas, a linha horizontal, correspondente à mediana, coincide ou está encostada ao limite inferior da caixa central, correspondente ao percentil 25. Por outro lado, a importância dos investimentos realizados pelas investidoras de topo traduz-se numa cauda direita muito longa (que não aparece representada no diagrama de extremos e quartis). Dado o perfil da distribuição da variável, os valores representados nos diagramas para a globalidade das empresas (Gráfico 2) praticamente já não abrangem os respetivos quintis superiores, onde se situam as empresas que realizam a quase totalidade do investimento agregado. Assim, no gráfico 3 apresentam-se diagramas de extremos e quartis análogos aos anteriores, mas somente para as empresas acima do percentil 80 do investimento.

No período da recessão, houve um deslocamento para a esquerda ao longo do segmento de empresas com valores positivos, acompanhado por um aumento dos valores nulos, o que se traduziu numa compressão da distribuição (Gráfico 2). Tal evolução põe em evidência o marcado carácter pró-cíclico da acumulação de capital. O perfil de deslocamento para a esquerda também é visível para as empresas no último quintil (Gráfico 3). A intensidade da diminuição do investimento variou conforme os setores, tendo sido relativamente menor na indústria transformadora e particularmente forte na construção. A recuperação durante a retoma da economia é visível em todos os setores mas, em 2017, os níveis permanecem visivelmente abaixo do período pré-crise na construção, nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria e, em menor grau, no comércio, alojamento e restauração.

Nos diagramas de extremos e quartis é também patente a redução da dispersão absoluta (que pode ser medida pela barra central)⁶ durante a fase recessiva, evolução parcialmente revertida no período da retoma. A menor dispersão do investimento na fase de contração da economia poderá ser explicada pelo facto de as empresas realizarem principalmente reposição do capital nesse período, não iniciando novos projetos de vulto.

Gráfico 3 • Distribuição do investimento, valores acima do percentil 80, em (1) 2006-09, (2) 2010-13, (3) 2014-16 e (4) 2017 | Em milhares de euros, a preços de 2017



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Nota: O gráfico representa um diagrama de extremos e quartis com início no percentil 80, no qual a caixa central contém os valores do percentil 85 até ao percentil 95, correspondendo a linha horizontal ao percentil 90. O diagrama exclui valores extremos, isto é, valores inferiores à diferença entre o percentil 85 e 1,5 vezes o intervalo entre os percentis 85 e 95, ou superiores à soma do percentil 95 com 1,5 vezes o mesmo intervalo. As empresas acima do percentil 80 são determinadas por setor e ano.

6. A dispersão absoluta no último quintil pode ser medida pelo intervalo entre os percentis 95 e 85, de forma análoga ao intervalo interquartis para a distribuição como um todo.

No que se refere aos montantes investidos, por empresa, existem diferenças setoriais que estarão de acordo com as diferentes intensidades capitalísticas. Por exemplo, o percentil 90 do investimento anual situou-se, no conjunto do período considerado, em cerca de 90 mil euros na indústria transformadora, 45 mil nos transportes, 25 mil nos setores dos serviços e 20 mil na construção. No percentil 99, os valores ascendem a 1,5 milhões de euros na indústria, 700 mil nos transportes e 250 a 350 mil nos restantes setores.

Investimento agregado ao longo da distribuição

A evolução dos quantis das distribuições tem uma natureza relativa, podendo esconder dinâmicas importantes relacionadas com a criação e desaparecimento de empresas nos vários setores. Por exemplo, se num dado setor houver uma diminuição de empresas de forma uniforme ao longo da distribuição, os quantis da mesma não se alterarão substancialmente, mas o investimento agregado no conjunto das empresas e nos diversos segmentos da distribuição diminuirá. Para entrar em linha de conta com a variação temporal no número de empresas ao longo da distribuição, o gráfico 4 apresenta o investimento agregado realizado por três grupos de empresas: (i) abaixo do percentil 90, abrangendo a metade inferior das empresas responsáveis pela quase totalidade do investimento; (ii) entre os percentis 90 e 99,75, abrangendo o essencial das empresas na metade superior e (iii) acima do percentil 99,75, abrangendo as investidoras de topo.⁷

O padrão de recuperação do investimento é heterogéneo entre setores e, dentro destes, entre segmentos da distribuição. No último decil e excluindo as empresas investidoras de topo, o perfil de retoma é comum a todos os setores. A indústria transformadora destaca-se por uma evolução particularmente positiva neste segmento, com um acréscimo do investimento de cerca de 25% em 2017 face ao conjunto do período pré-crise (2006-2009). Os agregados correspondentes no comércio, alojamento e restauração, nos transportes e nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria encontram-se em 80% a 90% dos níveis pré-crise. No caso da construção, a recuperação é menos evidente, situando-se o investimento deste grupo de empresas em 2017 em cerca de metade do valor dos anos antes da crise.

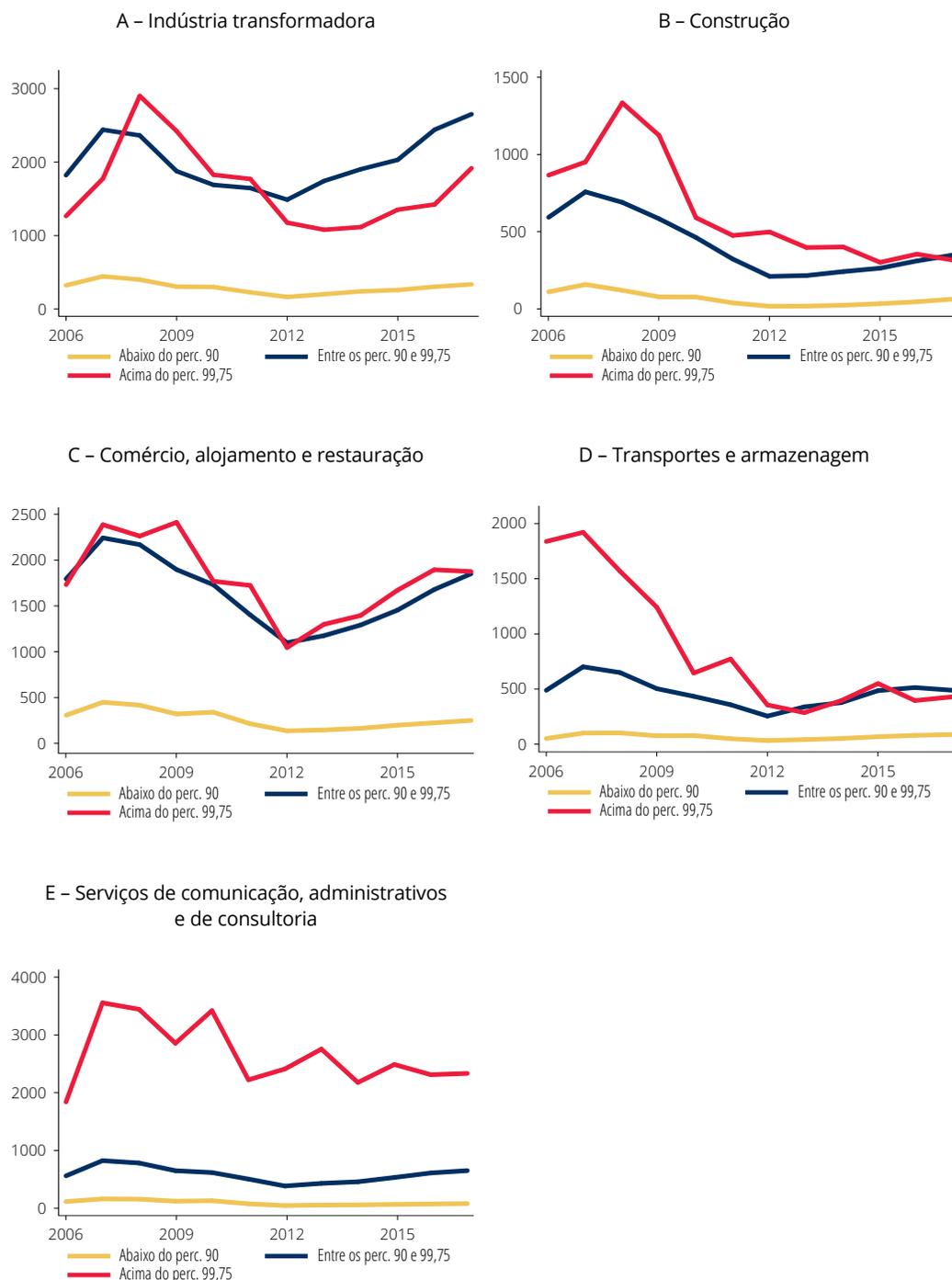
Centrando a análise nas maiores investidoras em cada setor (acima do percentil 99,75), somente na indústria e no comércio, alojamento e restauração se verifica um padrão de retoma do respetivo investimento, na fase da expansão da economia, atingindo-se no último ano em análise, respetivamente, 90% e 85% dos valores pré-crise. Nos transportes e na construção não se esboçou uma recuperação após as fortes quedas durante a recessão, encontrando-se o nível em 2017 muito abaixo do verificado no período 2006-2009, neste grupo.⁸ Nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria também não se verificou uma recuperação do investimento entre as investidoras de topo, mas a queda durante a crise havia sido menos pronunciada (decréscimo de 20%, em 2017, face ao conjunto dos anos antes da crise).

7. No primeiro grupo, em cada ano, não se consideraram as empresas com investimento negativo.

8. Nos transportes, esta evolução poderá estar a ser influenciada pela alteração do registo dos investimentos relativos a concessões de ativos tangíveis, no POC, para intangíveis, no SNC, a partir de 2010, visto que as séries originais não foram corrigidas a este respeito e a análise neste artigo incide somente sobre os ativos tangíveis.

Abaixo do percentil 90, abrangendo a metade inferior das empresas responsáveis pelo essencial do investimento, no penúltimo decil, a respetiva despesa de capital, em 2017, atingiu ou está próxima dos valores pré-crise nos transportes e na indústria. Nos restantes setores, o agregado encontra-se entre 30% a 40% abaixo desses valores.

Gráfico 4 • Investimento agregado realizado pelas empresas que se encontram abaixo do percentil 90, entre o percentil 90 e 99,75 e acima do percentil 99,75 da distribuição do investimento | Em milhões de euros, a preços de 2017



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Nota: No primeiro grupo, excluíram-se as empresas com investimento negativo.

Empresas jovens e empresas instaladas

Na dinâmica do investimento tem interesse distinguir entre comportamento das empresas que já estão instaladas no mercado (incumbentes) e o comportamento das recém-chegadas. Com efeito, é de esperar que estas últimas registem padrões específicos de evolução do seu investimento, quer por uma diferente sensibilidade à posição cíclica da economia, quer, sobretudo, por se encontrarem numa fase distinta do respetivo ciclo de vida (tópico discutido na próxima secção). Na análise que se segue, consideram-se, por um lado, as empresas incumbentes em todo o período, isto é, as criadas antes de 2006 e que permaneciam ativas em 2017. Trata-se assim de um grupo estável e resiliente, que sobreviveu a um período de crise severo. Por outro lado, consideram-se as empresas jovens, ou seja, todas as constituídas no período compreendido entre 2006 e 2017.⁹ Relativamente ao total de empresas na base de dados (isto é, as empresas presentes pelo menos um ano), as empresas incumbentes representam cerca de um quarto do total e as jovens cerca de metade. Os diagramas no gráfico 5 mostram a evolução do investimento nos percentis 75, 90 e 99, para cada um destes dois grupos.

Os resultados indicam que, quer o investimento das empresas incumbentes, quer o das empresas jovens, foi bastante afetado durante o período recessivo, nos diversos pontos da distribuição. Na fase de expansão da economia, o investimento das empresas incumbentes no último decil destaca-se pelo seu dinamismo, em particular nos setores da indústria transformadora, dos transportes e do comércio, alojamento e restauração. No primeiro destes setores, os níveis em 2017 superaram os do início do período. Nos anos mais recentes, as empresas jovens no último decil da respetiva distribuição do investimento têm ficado aquém das incumbentes quanto à acumulação de capital, porventura com exceção das pertencentes ao sector do comércio, alojamento e restauração. Verifica-se assim que a evolução descrita na secção anterior para as empresas acima do percentil 90 do investimento (excluindo as investidoras de topo) tem em larga medida subjacente o comportamento das empresas incumbentes.

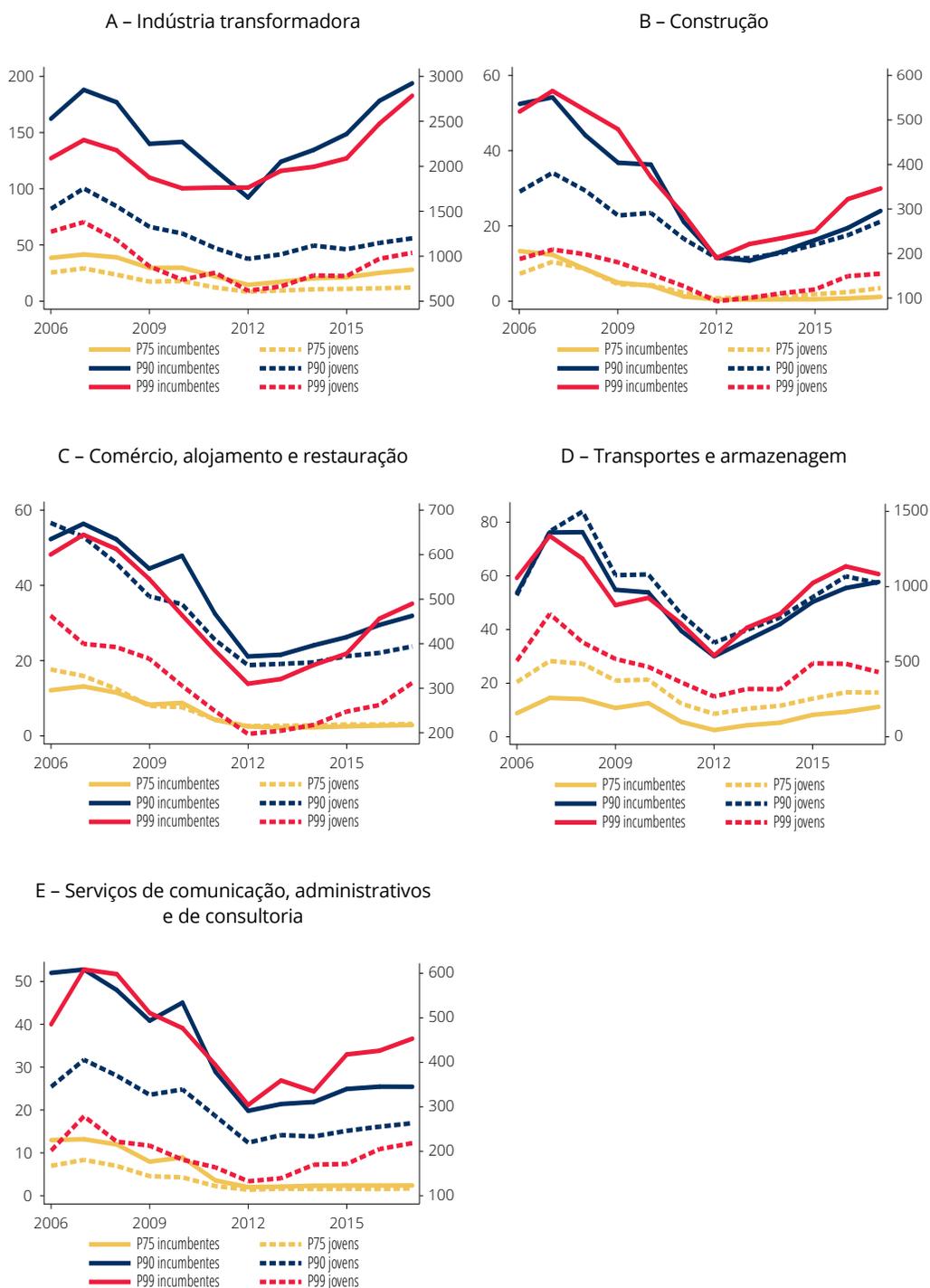
Nos escalões mais baixos, em torno do percentil 75, a evolução do investimento das empresas incumbentes é mais débil do que nos escalões superiores, não se esboçando qualquer recuperação na construção, no comércio, alojamento e restauração e nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria. As empresas recém-chegadas ao mercado, nos escalões correspondentes da respetiva distribuição, também não registaram uma evolução particularmente favorável, no período recente.

Nos diagramas no gráfico 6 volta-se a confrontar a evolução do investimento das empresas incumbentes e jovens, mas diferenciando-as agora segundo o ano da sua criação, o que permite pôr em evidência a interação com a posição cíclica da economia. Anteriormente à crise, em torno do percentil 75, o capital inicial das novas empresas estava alinhado com a parte superior da região delimitada pelo investimento das empresas incumbentes, nestes escalões. Contudo,

9. Para as empresas jovens não se impôs uma condição de sobrevivência até 2017, pois a mesma implicaria um efeito forte de seleção positiva nos anos iniciais em análise, na medida em que, nesses anos, o grupo das empresas jovens se restringiria às melhores empresas por entre as constituídas nessa altura. Note-se que a não imposição da referida condição também implica algum enviesamento, de sentido oposto, pois tal seleção ocorre, neste caso, gradualmente, à medida que se avança no tempo. Contudo, o efeito é agora mitigado pela entrada no grupo das empresas entretanto criadas.

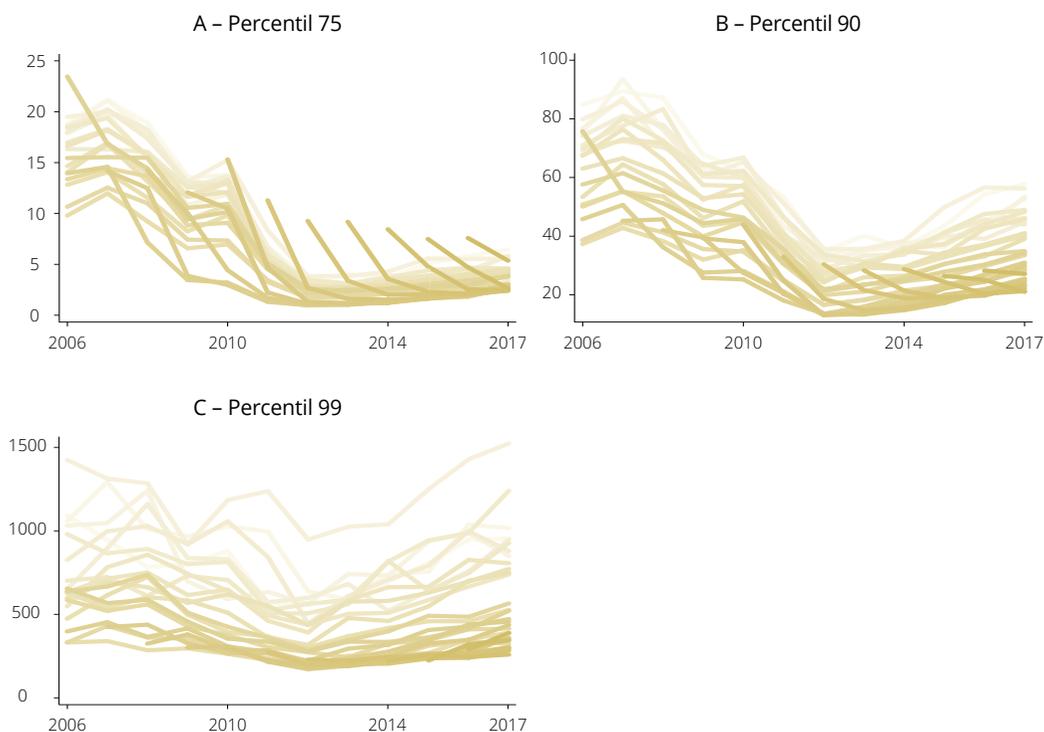
à medida que se progredia na distribuição, o capital inicial tendia a situar-se cada vez mais dentro dessa região, aproximando-se do respetivo patamar inferior. Adicionalmente, mesmo no percentil 75, o investimento das novas empresas convergia para esse patamar inferior ao longo dos primeiros anos de vida.

Gráfico 5 • Investimento das empresas incumbentes e das empresas jovens, nos percentis 75 e 90 (escala da esquerda) e 99 (escala da direita) das respetivas distribuições | Em milhares de euros, a preços de 2017



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

Gráfico 6 • Investimento das empresas incumbentes e das empresas jovens, por ano de criação (de 1988 a 2017), nos percentis 75, 90 e 99 das respetivas distribuições | Em milhares de euros, a preços de 2017



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Nota: A tonalidade das linhas torna-se mais carregada à medida que se avança no ano de criação.

No período de contração da atividade económica, no percentil 75, o capital inicial das novas empresas reduziu-se, em termos absolutos, mas de forma menos acentuada do que o investimento das incumbentes. Tal deverá ter ocorrido porque existem restrições tecnológicas que impõem um capital mínimo necessário no momento da entrada das empresas no mercado, criando assim rigidez a uma descida abaixo de um certo patamar. Nos percentis superiores, não ocorreu tal diferenciação entre os dois grupos. Na fase de expansão da economia, em torno do percentil 75 das respetivas distribuições, é visível uma ausência de recuperação do investimento, que se estende às empresas incumbentes e às jovens. Nos segmentos superiores, o investimento das empresas entretanto criadas não tem acompanhado a recuperação do investimento das empresas que iniciaram a sua atividade há mais tempo (em linha com a evolução apresentada no Gráfico 5). Além disso, o capital inicial das novas empresas, especialmente no percentil 90 e abaixo, tem ficado aquém do nível no período anterior à recessão. Uma decomposição setorial (não apresentada) indica que este facto é particularmente visível nos serviços, mas também ocorre na indústria.

Outro ponto a salientar consiste na associação entre a dispersão do investimento e o ciclo económico. A região delimitada pelo investimento das empresas incumbentes encurta-se durante a recessão, reencontrando-se a evidência apresentada nos gráficos 2 e 3.

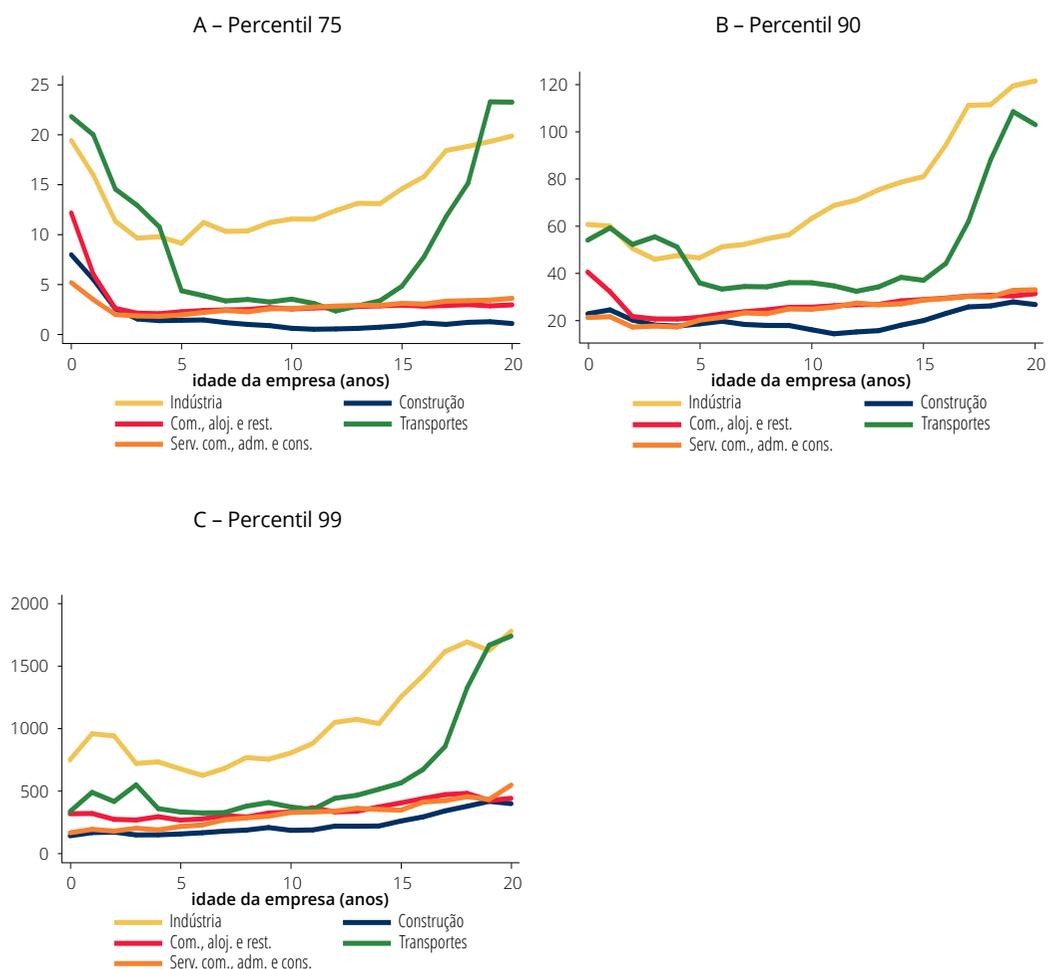
Perfil do investimento ao longo do ciclo de vida da empresa

O investimento das empresas é influenciado pelo respetivo ciclo de vida. As empresas tendem a crescer à medida que envelhecem, e as teorias que se debruçam sobre o fenómeno atribuem tal

crescimento a fatores como o investimento em novas tecnologias, entrada em novos mercados, diversificação de produtos e fricções financeiras (ver, por exemplo, Hsieh and Klenow, 2014). O perfil da acumulação de capital deverá evoluir em linha com esse padrão, mas poderá ser também diferenciado entre sectores de acordo com as suas tecnologias específicas.

O gráfico 7 apresenta os percentis 75, 90 e 99 da distribuição do investimento segundo a idade da empresa, mostrando um perfil diferenciado entre sectores. Na indústria e nos transportes observa-se um padrão aproximado em U, no percentil 75, com o investimento a decrescer rapidamente face ao valor inicial, voltando-se a registar um crescimento mais intenso a partir sensivelmente do 5.º ano de vida, no primeiro caso, e do 15.º ano, no segundo. Este padrão em U, que poderá ser explicado pelo ciclo de depreciação e reposição do respetivo capital, esbate-se nos quantis mais altos, observando-se ainda assim algum crescimento após cerca de uma década e meia de vida. Nos sectores dos serviços, observa-se também um perfil inicial de queda, seguido de um aumento a um ritmo linear na fase de maturidade, mais intenso nos percentis mais elevados, sugerindo uma cadência mais constante de reposição do capital. Na construção, ocorre um padrão semelhante, mas com maior irregularidade ao longo do tempo. O *stock* de capital tem também um perfil crescente ao longo do ciclo de vida da empresa (não mostrado), transversal a todos os sectores.

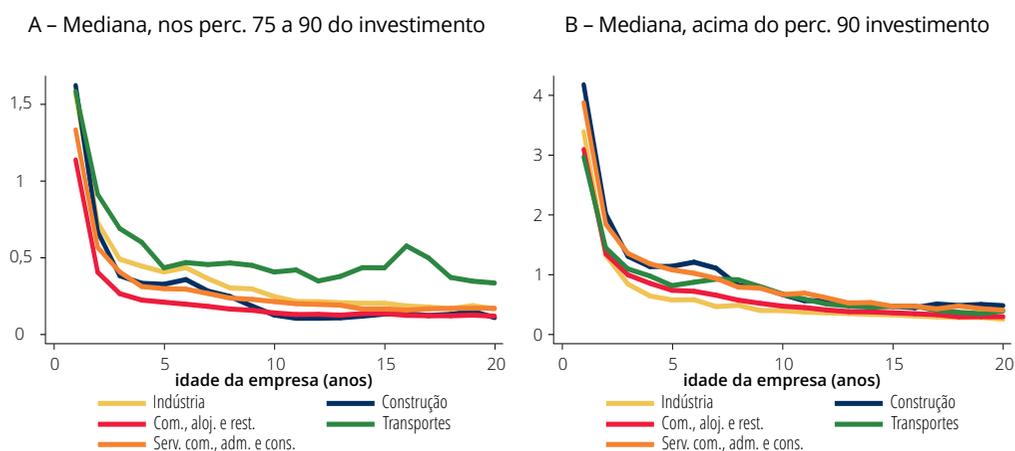
Gráfico 7 • Investimento ao longo da vida das empresas, por ano de idade, nos percentis 75, 90 e 99 das respetivas distribuições | Em milhares de euros, a preços de 2017



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

Tem interesse examinar o modo como as trajetórias do investimento em função da idade (Gráfico 7) se traduzem em termos de taxas de investimento, isto é, em rácio relativamente ao *stock* de capital. O gráfico 8 mostra a evolução da mediana das taxas de investimento para dois grupos formados, respetivamente, pelas empresas situadas entre os percentis 75 a 90 do investimento e acima do percentil 90, por setor e idade. Em primeiro lugar, constata-se que o diferencial no nível do investimento entre setores no gráfico 7 é explicado, em larga medida, pela respetiva intensidade capitalística medida pelo *stock* de capital; quando esta é tomada em consideração, através do cálculo de taxas de investimento, os setores estão muito mais próximos entre si. A taxa de investimento exibe um padrão decrescente ao longo da vida das empresas. Na sua fase inicial, a mediana desta taxa situa-se entre 1% e 1,5% no primeiro grupo e 3% e 4% no segundo, verificando-se depois um decaimento rápido até ao 4.º ou 5.º ano, respetivamente, para valores próximos de 0,5% e 1%, que depois prossegue a um ritmo inferior ao longo da vida da empresa. Assim, mesmo nos períodos de crescimento do investimento, este não ocorre em geral a um ritmo suficientemente intenso para permitir um incremento da taxa de investimento.

Gráfico 8 • Taxa de investimento ao longo da vida das empresas que se situam, por setor e idade, (A) nos percentis 75 a 90 do investimento e (B) acima do percentil 90 | Em percentagem do *stock* de capital



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

Conclusões

Neste Tema em destaque analisou-se o investimento das empresas portuguesas em ativos tangíveis entre 2006 e 2017. As conclusões podem-se sumariar da seguinte forma:

- O investimento é fortemente concentrado, sendo as empresas no último quintil da distribuição em cada setor responsáveis pela quase totalidade do respetivo agregado, enquanto as empresas no último percentil representam, pelo menos, dois terços do mesmo.
- A distribuição do investimento, cujo perfil é transversal aos diversos setores, caracteriza-se por uma elevada proporção de valores nulos e um forte enviesamento à esquerda; as empresas que investem num dado ano situam-se tipicamente já acima da mediana da distribuição. Estas características acentuaram-se durante o período recessivo, nos primeiros anos da presente

década, sem que se verificasse uma reversão na fase de expansão da economia. Durante este período, o segmento com valores positivos da distribuição do investimento deslocou-se para a esquerda, em linha com o caráter fortemente cíclico da variável, comprimindo-se visivelmente.

- A recuperação do investimento na fase de expansão foi desigual entre setores e, dentro destes, entre segmentos das respetivas distribuições. No último decil das distribuições setoriais, excluindo as investidoras de topo, a retoma tem sido particularmente forte na indústria, mas estendeu-se também aos outros setores, com exceção da construção. Entre as empresas que mais investem em cada setor, a recuperação tem sido menos abrangente, estando confinada aos setores da indústria e do comércio, alojamento e restauração. No penúltimo decil, abrangendo a metade inferior das empresas responsáveis pelo essencial do investimento, a recuperação da variável é igualmente menos visível, restringindo-se, neste caso, aos setores da indústria e dos transportes.
- As empresas criadas no período 2006-2017 têm evidenciado menos dinamismo na fase de expansão da economia do que as empresas incumbentes, não obstante alguma heterogeneidade setorial.
- O perfil do investimento das empresas ao longo do ciclo de vida é diferenciado entre setores, verificando-se na fase de maturidade das empresas um perfil ascendente, mais marcado na indústria do que nos serviços. A taxa de investimento apresenta um decaimento contínuo ao longo da vida das empresas, com menor intensidade à medida que estas envelhecem.

Referências

Disney, R., Miller, H. e Pope, T. (2018). "Firm-level investment spikes and aggregate investment over the Great Recession". *IFS Working Paper W18/03*.

Doms, M. e Dunne, T. (1998). "Capital adjustment patterns in manufacturing plants". *Review of Economic Dynamics* 1 (2).

Evans, D.S., 1987, "Tests of alternative theories of firm growth", *Journal of Political Economy*, vol. 95(4).

European Commission (2019). *Country Report Portugal 2019*. Brussels

Gourio, F. e Kashyap, A. K. (2007). "Investment spikes: New facts and a general equilibrium exploration". *Journal of Monetary Economics* 54.

Hall, B.H., 1987, "The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 35(4).

Hsieh, C.-T. e Klenow, P. (2014). "The life cycle of plants in India and Mexico" *Quarterly Journal of Economics*, 4(1).

