

BOLETIM ECONÓMICO



MAR. 2020



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

MARÇO 2020



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2020 • www.bportugal.pt

Índice

I Projeções para a economia portuguesa: 2020-22 | 5

1 Introdução | 7

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções | 10

3 Cenário base e cenário adverso: atividade económica e preços em Portugal no período 2020-22 | 15

3.1 Cenário base | 15

3.2 Cenário adverso | 17

4 Considerações finais | 18

Caixa 1 • Uma avaliação das projeções para 2019 | 20

II Tema em destaque | 23

Uma perspetiva sobre a evolução das contas externas de Portugal | 25

Caixa 1 • As contas externas: conceitos e relevância | 38

Caixa 2 • O ajustamento cíclico das exportações e importações de bens e serviços | 40

Caixa 3 • Cenários para a evolução da Posição de Investimento Internacional | 42





I Projeções para a economia portuguesa: 2020-22

Caixa 1 Uma avaliação das projeções para 2019

1 Introdução

As perspetivas para a economia portuguesa deterioraram-se abrupta e significativamente com a pandemia COVID-19 e estão rodeadas de grande incerteza. As considerações relativas ao impacto da pandemia sobre a saúde pública são naturalmente dominantes e prioritárias no debate público. Esta pandemia corresponde também a um choque económico adverso com efeitos muito significativos e potencialmente prolongados no tempo em termos do bem-estar dos cidadãos e da atividade das empresas.

A situação atual não tem precedente histórico recente e caracteriza-se por um elevado grau de desconhecimento relativamente ao impacto económico da pandemia. O presente contexto conjuga vários elementos novos que acentuam a incerteza e complexidade deste exercício de projeção.

Em primeiro lugar, os canais de transmissão da pandemia combinam efeitos relacionados com as decisões de oferta e de procura na economia. Estes efeitos interagem e reforçam-se mutuamente. Do lado da oferta sobressaem a redução do tempo de trabalho por motivo de doença, de assistência à família ou de quarentena, bem como a potencial destruição de capacidade produtiva decorrente do encerramento de empresas ou da quebra de cadeias de valor a nível global. Do lado da procura destaca-se o adiamento de despesas de consumo e investimento, num quadro de incerteza exacerbada e de aumento da aversão ao risco dos agentes económicos. A elevada volatilidade e o aumento de aversão ao risco visíveis nos mercados financeiros podem também repercutir-se em condições de financiamento mais restritivas para as famílias e empresas. Finalmente, o facto de a pandemia ser sincronizada e generalizada a um grande número de países tenderá a acentuar a queda da atividade económica, por via do colapso nos fluxos de comércio mundiais, com destaque para o turismo.

Em segundo lugar, a magnitude e a duração do choque económico adverso dependem das políticas adotadas pelas autoridades. Estas políticas visam assegurar a melhor resposta dos Estados em termos de saúde pública e, simultaneamente, mitigar o impacto económico decorrente da propagação do vírus e da adoção de medidas de restrição à interação entre os indivíduos. Neste contexto, para além de anúncios de maior acomodação monetária pelos principais bancos centrais, os governos da generalidade dos países afetados têm adotado medidas de apoio à economia, incluindo o reforço da proteção social, medidas de suporte do rendimento de trabalhadores e empresas e aumento da provisão de bens e serviços na área da saúde. O impacto destas medidas de política é difícil de avaliar e dependerá da sua especificação concreta e da dimensão das situações elegíveis, bem como da forma como os anúncios são interpretados pelos mercados e pela generalidade dos agentes económicos.

Em terceiro lugar, a habitual persistência dos agregados macroeconómicos em resposta a perturbações exógenas, bem como a relativa previsibilidade do comportamento agregado dos agentes económicos – elementos fundamentais nos modelos econométricos utilizados nos exercícios de projeção – são quebradas no atual cenário de pandemia e de confinamento generalizado. O rápido desenvolvimento da pandemia, as alterações na sua configuração geográfica e a sucessão de medidas de contenção e mitigação implicam que os pressupostos do exercício de estimação do impacto económico do surto se possam alterar rapidamente. Paralelamente, as hipóteses técnicas do exercício, nomeadamente as relativas ao preço do petróleo, têm sido afetadas pelas perturbações observadas neste mercado resultantes de decisões de grandes países produtores, com impactos que interagem com os da crise pandémica.

A incerteza exacerbada que caracteriza este exercício de projeção, decorrente da combinação das várias dimensões acima expostas, implica que, nesta fase, não seja possível apresentar uma projeção que corresponda ao cenário mais provável. Neste contexto, optou-se por apresentar dois cenários

que enquadram os efeitos decorrentes da pandemia, partindo da informação quantitativa disponível até 12 de março e tendo em conta os desenvolvimentos mais recentes: um cenário base e um cenário adverso (Quadro I.1.1). Ambos os cenários contemplam uma recessão da economia portuguesa em 2020, diferindo na magnitude assumida para o impacto económico da pandemia a nível mundial. Assume-se que o pico deste impacto ocorre no segundo trimestre deste ano e que a situação se normaliza gradualmente a partir do segundo semestre de 2020. O perfil da atividade económica em Portugal acompanha os desenvolvimentos a nível global e, em particular, na área do euro. Os cenários procuram ter em consideração o potencial impacto das políticas já adotadas pelas autoridades nacionais e europeias em face do choque. A magnitude da recessão e o perfil da subsequente recuperação dependem criticamente da resposta de política, que tem vindo a ser sucessivamente reforçada a nível nacional e global.

No cenário base, a redução do PIB real em 2020 é de 3,7% (Quadro I.1.1). A atividade económica contrai-se na primeira metade do ano – com uma queda especialmente marcada no segundo trimestre – e retoma uma trajetória de crescimento apenas no final do ano. O impacto económico da pandemia tem em conta os efeitos decorrentes de disrupções nas cadeias de fornecimento globais, da persistência de elevada incerteza e das perturbações nos mercados financeiros internacionais, bem como a perda de capital instalado nas várias economias. Neste cenário base, assume-se que as medidas adotadas pelas autoridades económicas são bem-sucedidas na contenção dos danos sobre a economia. Nos anos seguintes, a economia apresenta um crescimento relativamente fraco em 2021 (0,7%), recuperando mais notoriamente em 2022 (3,1%). Refira-se que o impacto da crise tem uma natureza muito persistente, não se observando um retorno do nível do PIB à trajetória projetada em dezembro de 2019 (no final do horizonte, o nível do PIB situa-se cerca de 4,5% abaixo do projetado no anterior Boletim) (Gráfico I.1.1). A taxa de desemprego interrompe a tendência de redução dos últimos anos, aumentando para 10,1% em 2020 e reduzindo-se muito gradualmente ao longo de 2021-22 (Gráfico I.1.2). Esta evolução do desemprego depende criticamente da configuração e magnitude das medidas de apoio às empresas e famílias que serão implementadas no imediato, de forma a mitigar a destruição da capacidade instalada na economia que inevitavelmente decorrerá durante a pandemia. O saldo da balança corrente e de capital mantém-se excedentário ao longo do horizonte de projeção, beneficiando do ganho de termos de troca proporcionado pela queda do preço do petróleo. A incerteza relativa à projeção da inflação é acentuada pela natureza do choque, com incidência sobre a procura e a oferta agregadas e envolvendo uma alteração significativa de preços relativos. Assume-se que prevalece algum efeito descendente sobre os preços, implicando que a taxa de inflação permanece em níveis baixos ao longo de todo o horizonte de projeção.

No cenário adverso, assume-se que o impacto económico da pandemia a nível mundial é mais significativo. Verifica-se uma paralisação mais prolongada da atividade económica em vários países, o que se traduz em maior destruição de capital e perda de emprego. O alargamento do número de economias afetadas pela pandemia gera maiores disrupções das cadeias de valor globais e reforça os já elevados níveis de incerteza. Consequentemente, o cenário adverso tem implícita uma maior turbulência dos mercados financeiros, apenas parcialmente mitigada pela ação das políticas económicas. Nestas condições, a economia portuguesa sofre uma recessão mais profunda, com o PIB a reduzir-se 5,7% em 2020 (Quadro I.1.1). Nos anos seguintes, a atividade económica recupera, apresentando um ritmo de crescimento acima do estimado no cenário anterior (Gráfico I.1.1). Comparativamente ao cenário base, a taxa de desemprego aumenta mais marcadamente em 2020 e, não obstante a redução esperada nos anos seguintes, mantém-se em níveis superiores (Gráfico I.1.2). Relativamente à balança corrente e de capital, projetam-se excedentes de magnitude similar aos do cenário anterior. No cenário adverso, a taxa de inflação situa-se próxima de zero em 2020 e aumenta ligeiramente nos anos seguintes, mantendo níveis mais baixos do que no cenário base.

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2020-22 – Cenário base e cenário adverso | Taxa de variação anual, em percentagem (excepto onde indicado)

	em % do PIB 2018	BE de março de 2020						
		2019	Cenário base			Cenário adverso		
			2020 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
Produto interno bruto	100	2,2	-3,7	0,7	3,1	-5,7	1,4	3,4
Consumo privado	65	2,3	-2,8	1,4	2,9	-4,8	1,8	3,7
Consumo público	17	0,8	2,1	-1,3	1,0	3,0	-2,0	1,1
Formação bruta de capital fixo	18	6,4	-10,8	2,9	7,9	-14,9	3,4	9,3
Procura interna	100	2,8	-3,6	1,2	3,4	-5,5	1,4	4,2
Exportações	44	3,7	-12,1	4,2	5,5	-19,1	7,4	5,6
Importações	43	5,2	-11,9	5,5	6,2	-18,7	7,5	7,4
Emprego ^(a)		0,8	-3,5	0,7	1,8	-5,2	1,2	2,8
Taxa de desemprego (nível, %)		6,5	10,1	9,5	8,0	11,7	10,7	8,3
Balança corrente e de capital (% PIB)		0,9	2,0	2,4	1,3	2,0	2,9	1,4
Balança de bens e serviços (% PIB)		0,4	1,0	0,6	0,2	1,0	1,0	0,3
Índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC)		0,3	0,2	0,7	1,1	-0,1	0,5	0,7

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. (a) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

Nos dois cenários alternativos, as projeções para o crescimento do PIB em 2020 traduzem revisões significativas em baixa face aos valores publicados no *Boletim Económico* de dezembro de 2019 (Gráfico I.1.1). Estas revisões em baixa decorrem da inclusão do impacto estimado da pandemia, que suplanta largamente o ligeiro efeito positivo decorrente da revisão em alta do crescimento da atividade no quarto trimestre de 2019 (Caixa 1 – Uma avaliação das projeções para 2019).¹ As projeções para a taxa de inflação são revistas em baixa face ao exercício de dezembro de 2019 enquanto a trajetória projetada para a taxa de desemprego é revista em alta (Gráfico I.1.2). Relativamente ao saldo das contas externas, os cenários considerados incorporam excedentes mais significativos do que os considerados no Boletim anterior, o que reflete menores défices da balança de bens – associados, em larga medida, às hipóteses do preço do petróleo. Ao nível da balança de serviços, projetam-se excedentes inferiores, num contexto em que este tipo de fluxos é particularmente afetado pela crise.

A incerteza em torno destes cenários é exacerbada tendo em conta a evolução recente da pandemia, as medidas de confinamento adotadas pela generalidade dos países, a elevada perturbação nos mercados financeiros e as medidas de política que têm vindo a ser sucessivamente reforçadas em várias jurisdições. Refira-se que, atendendo às condições de partida e à incerteza que envolve a crise em curso, não podem ser excluídos cenários ainda mais adversos. A pandemia surge numa fase descendente do ciclo económico e subsistem fragilidades ligadas aos elevados níveis de endividamento público e privado em várias economias. Adicionalmente, as recessões envolvem tipicamente uma progressiva desaceleração da atividade que não é totalmente sincronizada entre setores e países, o que permite alguma mitigação dos seus efeitos. Contrariamente, a crise em curso envolve uma cessação generalizada e abrupta da atividade a nível global, o que aumenta o seu potencial disruptivo.

1. O crescimento do PIB no quarto trimestre de 2019 foi superior ao antecipado em 0,3 pp, o que implicou um efeito desfasado positivo de cerca de 0,1 pp para a taxa de crescimento anual de 2020.

Gráfico I.1.1 • Produto interno bruto real | Índice (2018=100) e taxa de variação anual, em percentagem

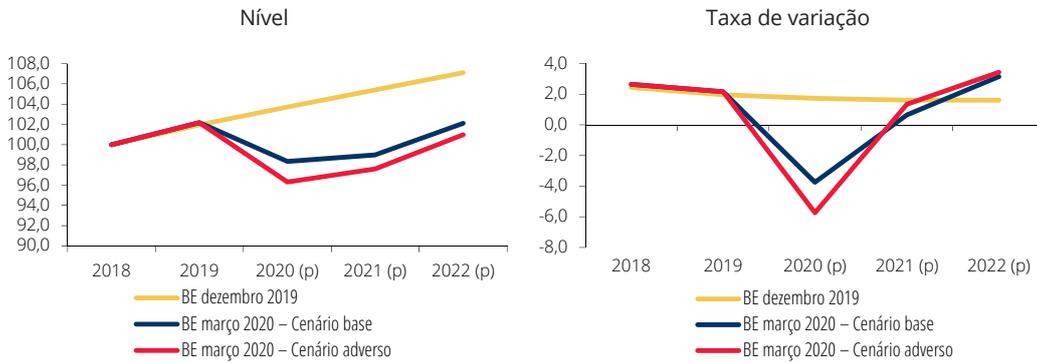
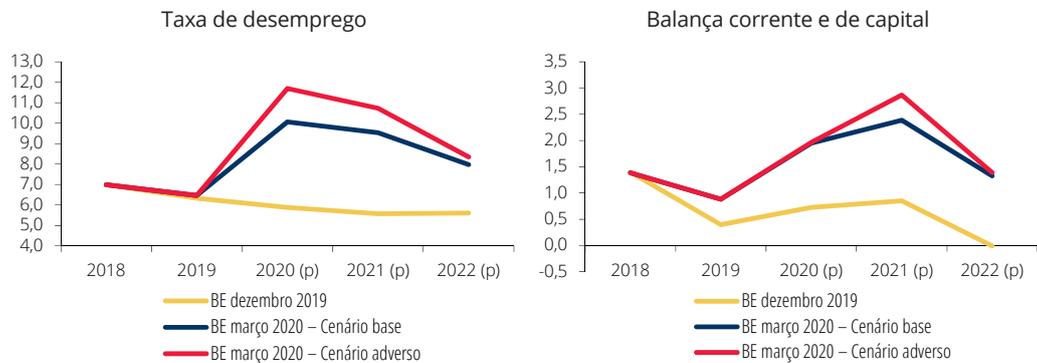


Gráfico I.1.2 • Taxa de desemprego e saldo da balança corrente e da capital | Em percentagem da população ativa e em percentagem do PIB



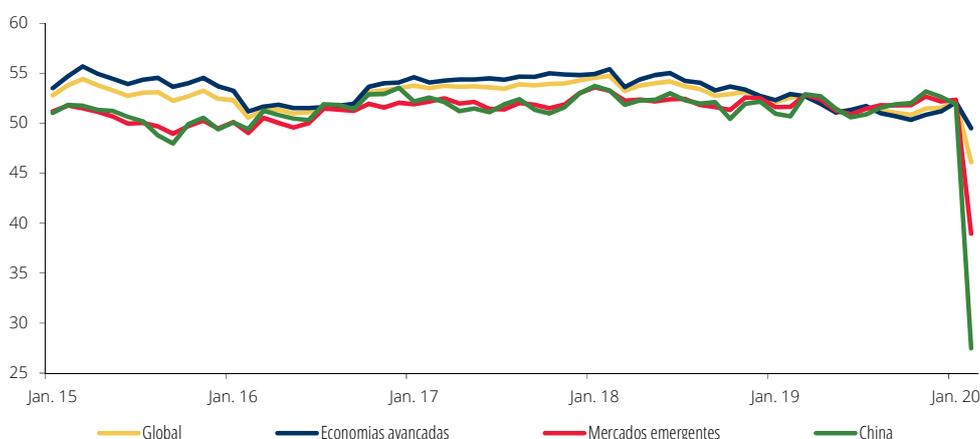
2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções

O surto do novo coronavírus – iniciado na China mas em rápida disseminação por um número crescente de países – representa um choque negativo de grandes proporções sobre a economia mundial. Uma vez que a pandemia é recente e se tem desenrolado a um ritmo bastante rápido, não existem ainda muitos dados quantitativos que permitam avaliar o seu impacto económico de forma precisa. Recorrendo a respostas de inquéritos, as indicações disponíveis sugerem um abrandamento significativo da atividade na China e, de uma forma geral, nas outras economias asiáticas. Os PMI (*purchasing managers' index*) para as economias avançadas sugerem alguma deterioração da atividade tanto no setor dos serviços como na indústria em fevereiro, mas estas leituras não captam ainda o impacto pleno da pandemia (Gráfico I.2.1).² O impacto também se observa nos mercados financeiros, onde se verificou

2. No entanto, é já visível um efeito negativo nas respostas relativas a novas encomendas para exportação e aos tempos de entrega dos fornecedores, refletindo as repercussões do choque sobre a atividade económica na China.

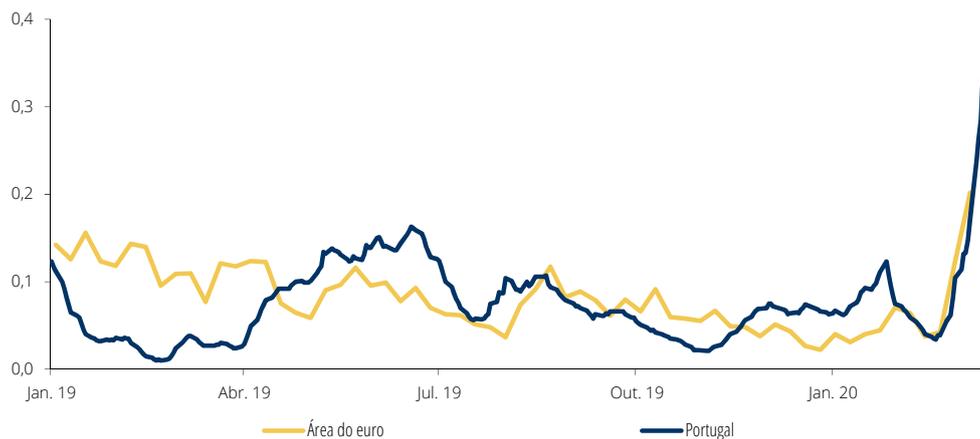
um aumento da instabilidade no período recente (Gráfico I.2.2). Os índices acionistas registaram movimentos de desvalorização significativos e generalizados, penalizados pelos receios sobre os efeitos da pandemia do novo coronavírus e acentuados pelas perturbações no mercado do petróleo. O preço deste bem apresentou uma tendência de redução desde o início do ano, acentuada a partir do final de fevereiro pelo desacordo entre a Rússia e os países da OPEP relativamente a cortes na produção, cujo objetivo seria mitigar o efeito sobre os preços da menor procura devida à pandemia. A 12 de março, o preço do petróleo situava-se em 31 dólares por barril, mais de 50% abaixo do nível observado no final de 2019 (Gráfico I.2.3).

Gráfico I.2.1 • Purchasing managers' index (PMI) compósito – Global e regiões | Índice de difusão



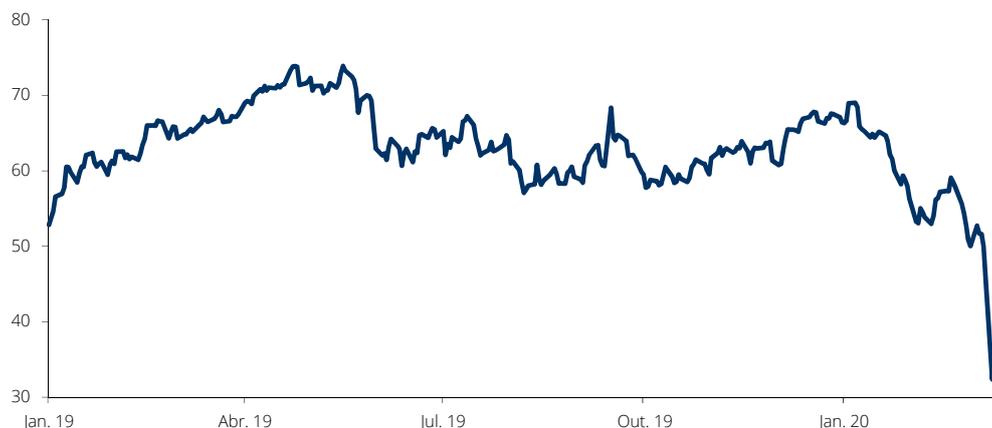
Fonte: HIS Markit. | Nota: O PMI compósito agrega os PMI na indústria e serviços.

Gráfico I.2.2 • Indicador compósito de stress financeiro – Portugal e área do euro | Índice (0-1)



Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: Os indicadores compósitos de stress financeiro para Portugal e a área do euro são calculados a partir da agregação de indicadores de stress relativos de cinco segmentos de mercado: mercado monetário, mercado obrigacionista, mercado acionista, intermediários financeiros e mercado cambial. Para mais informação sobre estes indicadores ver Braga, J., Pereira, I. e Reis, T., 2014, "Indicador de Stress Financeiro para Portugal", *Artigos de Estabilidade Financeira*, Banco de Portugal, 1 e Holló, D., Kremer, M., e Lo Duca, M., 2012, "CISS – A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System", *ECB Working Paper*, 1426. Última observação: 12 de março.

Gráfico I.2.3 • Preço do petróleo | Em dólares



Fonte: Bloomberg. | Nota: Última observação: 12 de março.

Como habitualmente, as projeções apresentadas assentam num conjunto de hipóteses de enquadramento à economia portuguesa. Normalmente essas hipóteses correspondem às do exercício mais recente de projeções do Banco Central Europeu (BCE), publicado cerca de duas semanas antes da divulgação das projeções de março do Banco de Portugal.³ Contudo, as projeções publicadas recentemente pelo BCE incorporam um choque pouco significativo e temporário da pandemia sobre a economia mundial – assente no pressuposto de que o surto ficaria essencialmente confinado à China e teria repercussões globais limitadas – e não refletiam a evolução recente do preço do petróleo. Dada a alteração muito significativa das perspetivas para a economia mundial e das condições nos mercados nas semanas recentes, optou-se por atualizar as hipóteses de enquadramento internacional. Estas hipóteses têm por base dois cenários para a economia mundial – base e adverso – que resultam da simulação de um conjunto de choques associados a um aumento da intensidade e abrangência geográfica do surto do novo coronavírus.

Para o efeito, utilizou-se o modelo macroeconómico multipaíses NiGEM⁴ e considerou-se um conjunto de choques, nomeadamente: (i) choques negativos sobre o consumo privado na generalidade das economias, que captam o efeito da pandemia via menor rendimento e maior incerteza, bem como o impacto direto sobre despesas em serviços, em particular, em turismo, transportes e serviços recreativos e culturais; (ii) um aumento dos prémios de risco de investimento em todos os países, que capta o impacto do aumento da incerteza e se traduz num aumento do custo do capital; (iii) choques negativos sobre os preços das ações e das matérias-primas não alimentares. Comparativamente ao cenário base, o cenário adverso considera choques mais significativos. O cenário base incorpora hipóteses técnicas relativas ao preço do petróleo, taxas de juro e taxas de câmbio, atualizadas com base em informação disponível até 12 de março (Quadro I.2.1).⁵ No caso do preço do petróleo, incorporou-se uma queda de cerca de 20% face ao perfil implícito nos mercados de futuros, refletindo em grande medida a evolução mais recente do preço desta matéria-prima. No cenário adverso assumiu-se uma trajetória ainda mais baixa para os preços desta matéria-prima em todo o horizonte, refletindo o choque mais negativo sobre a atividade mundial.

3. Ver “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE”, março de 2020.

4. O NiGEM inclui uma modelização detalhada das ligações comerciais e financeiras entre as economias, a par de diversas opções no desenho das simulações (para uma descrição detalhada do modelo, consultar <https://nimodel.niesr.ac.uk/>).

5. No mercado cambial, as hipóteses habituais do exercício de manutenção de taxas de câmbio constantes no horizonte de projeção traduzem-se numa estabilização do euro quer em termos nominais efetivos quer face ao dólar em 2020 e numa apreciação de cerca de 0,3% em 2021.

No cenário base o PIB mundial cai 1,8% em 2020, com diversas economias a registarem uma recessão, incluindo a área do euro (Quadro I.2.1 e Gráfico I.2.4). Assume-se que o impacto máximo do choque ocorre no segundo trimestre de 2020, observando-se uma gradual normalização da atividade económica global a partir do final do ano, suportada pelas medidas de política económica anunciadas e pela estabilização dos mercados financeiros. Deste modo, o PIB mundial cresce 2,5% em 2021 e 4,0% em 2022. O comércio mundial reduz-se significativamente em 2020 (-10,3%) – refletindo um choque que afeta desproporcionalmente os fluxos internacionais de bens e serviços (nestes últimos, destacam-se o turismo e os transportes) – e recupera nos anos seguintes em linha com a evolução da atividade.⁶ A procura externa dirigida à economia portuguesa apresenta um perfil semelhante (redução de 10,9% em 2020 e crescimentos de 3,9 e 5,5%, respetivamente, em 2021 e 2022).

No entanto, os efeitos da pandemia poderão revelar-se mais significativos, em particular os decorrentes de disrupções nas cadeias de valor a nível global e da incerteza elevada. O maior nível de destruição de capacidade produtiva instalada tem fortes repercussões na situação financeira das famílias e das empresas, justificando as recentes medidas orçamentais e monetárias anunciadas em inúmeras jurisdições. Assim, o cenário adverso assume um impacto económico da pandemia bastante mais marcado, com uma recessão económica a nível mundial, de magnitude muito superior à da grande recessão de 2009 (Quadro I.2.1 e Gráfico I.2.4). Neste cenário, o PIB mundial cai 4,6% em 2020, enquanto a queda no comércio internacional ascende a quase 17%. Em 2021-22, a atividade mundial e o comércio recuperam, mantendo taxas de crescimento próximas das estimadas no cenário base no primeiro caso e ligeiramente acima no segundo. A procura externa dirigida à economia portuguesa apresenta um perfil semelhante ao do comércio mundial ao longo do horizonte de projeção (Quadro I.2.1 e Gráfico I.2.4).

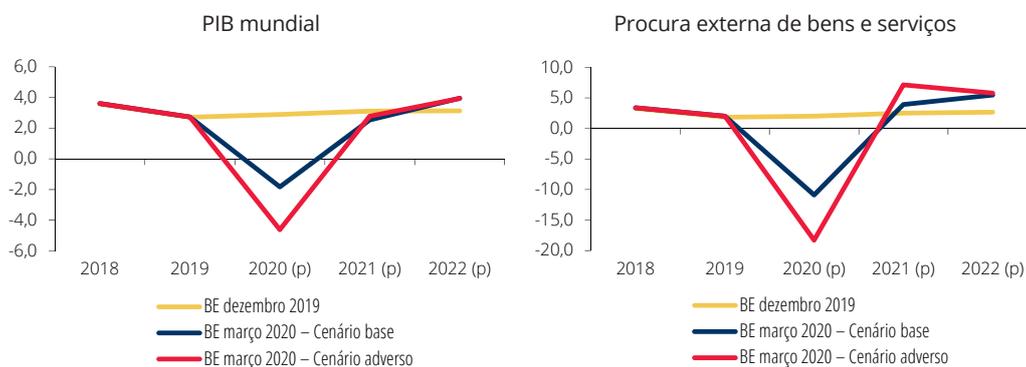
Quadro I.2.1 • Hipóteses de enquadramento

		BE março 2020						
		2019	Cenário base			Cenário adverso		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
Enquadramento internacional								
PIB mundial	tva	2,7	-1,8	2,5	4,0	-4,6	2,8	3,9
Comércio mundial	tva	1,0	-10,3	4,6	5,5	-16,9	7,2	5,7
Procura externa	tva	2,0	-10,9	3,9	5,5	-18,3	7,2	5,8
Preço do petróleo em dólares	vma	64,0	40,6	38,8	40,6	37,2	33,9	35,5
Preço do petróleo em euros	vma	57,2	36,3	34,5	36,2	33,3	30,2	31,7
Condições monetárias e financeiras								
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Índice de taxa de câmbio efetiva do euro	tva	-1,6	0,0	0,3	0,0	0,0	0,3	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12

Fonte: 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 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.

6. Em termos comparativos, e ainda que com uma natureza muito distinta, este cenário base aproxima-se da evolução observada em 2009, na sequência da crise financeira internacional, em que a atividade mundial registou uma contração (-0,5%) e o comércio mundial colapsou (-11%).

Gráfico I.2.4 • PIB mundial e procura externa dirigida à economia portuguesa | Taxa de variação anual, em percentagem



Na sequência do agravamento dos efeitos esperados do surto do novo coronavírus na economia mundial têm sido anunciadas várias medidas de política económica com o intuito de mitigar este impacto. Relativamente à política monetária, refira-se a decisão a 12 de março do BCE de implementar regras mais favoráveis nas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas e relaxar algumas obrigações regulatórias dos bancos, no sentido de apoiar a concessão de crédito. Foi anunciado também um envelope temporário de aquisições líquidas de ativos suplementares, no montante de 120 mil milhões de euros, até ao fim de 2020, de forma a garantir condições financeiras favoráveis na área do euro durante este período de maior incerteza. No dia 18 de março, o BCE anunciou um novo programa temporário de compra de ativos (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), com um montante global de 750 mil milhões de euros, que visa contrariar os riscos para o mecanismo de transmissão da política monetária e para as perspetivas económicas decorrentes da pandemia. Assim, quer no cenário base quer no cenário adverso, as taxas de juro de curto prazo da área do euro deverão situar-se em -0,5% no horizonte de projeção, o que constitui um nível historicamente reduzido e inferior ao considerado no exercício de dezembro de 2019 (Quadro I.2.1). A taxa de juro implícita na dívida pública portuguesa deverá situar-se em 2,6% no período 2020-22, num quadro em que se assume que a perceção de risco dos soberanos na área do euro não se altera substantivamente. A manutenção de um enquadramento monetário e financeiro favorável constitui um fator de suporte essencial à recuperação do investimento e do consumo após a contenção do surto.

Em Portugal, para além das decisões visando a contenção do surto⁷, foi também anunciado um conjunto de medidas de apoio à economia e aos cidadãos.⁸ Para reduzir o impacto económico negativo sobre as empresas e famílias, o Governo anunciou a possibilidade de acesso a moratórias sobre as responsabilidades com empréstimos existentes e o acesso a liquidez com garantia acessória e parcial do Estado, a abertura de linhas de crédito (em especial para as empresas do setor do turismo), o adiamento do pagamento de alguns impostos e o apoio à manutenção dos postos de trabalho com equiparação a um regime de *layoff* simplificado, entre outras medidas. No

7. No dia 18 de março, as autoridades nacionais decretaram Estado de Emergência em Portugal. O Governo emitiu um conjunto de orientações com vista à contenção da propagação do vírus, reforçando, nomeadamente, o dever geral de recolhimento domiciliário, bem como a obrigatoriedade de isolamento de infetados. No que se refere às atividades económicas, foi decretado o encerramento generalizado de estabelecimentos comerciais com atendimento ao público, com exceção daqueles que prestam serviços essenciais, mas advoga-se a manutenção da atividade normal nas restantes empresas.

8. <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc22/governo/comunicado-de-conselho-de-ministros?i=330> e <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc22/governo/comunicado-de-conselho-de-ministros?i=334>.

que respeita à proteção social, são de destacar o pagamento de 66% do salário aos trabalhadores por conta de outrem, o apoio financeiro excecional a trabalhadores independentes que tenham de acompanhar em casa os filhos até aos 12 anos e a equiparação a doença para efeitos de medidas de proteção social no caso de isolamento profilático. Na área da saúde foram adotadas medidas que visam garantir a existência de meios humanos e recursos físicos adequados à situação.

3 Cenário base e cenário adverso: atividade económica e preços em Portugal no período 2020-22

O perfil das projeções para a economia portuguesa depende crucialmente do impacto negativo estimado para a pandemia. Existe elevada incerteza em torno da avaliação deste impacto, num contexto em que os indicadores disponíveis para a economia portuguesa, referentes a janeiro ou fevereiro, não permitem captar ainda os efeitos do surto.⁹ As estimativas do impacto do novo vírus foram obtidas considerando, para além do efeito das hipóteses de enquadramento, choques sobre os agregados da despesa em Portugal, de magnitude semelhante aos considerados no cenário internacional. Para além dos impactos diretos do vírus e das medidas de mitigação, estes choques captam também os efeitos do aumento da incerteza e da redução da confiança, que implicam adiamento de despesas de consumo privado e de investimento. Os resultados obtidos foram complementados por cálculos simplificados do lado da oferta relativos ao efeito direto da redução do número de dias de trabalho e da cessação temporária da atividade em diversos setores de atividade.¹⁰

A economia portuguesa apresenta vulnerabilidades associadas aos canais de transmissão de um choque desta natureza. A importância do setor do turismo na atividade económica em Portugal implica uma elevada exposição à redução esperada da procura global deste tipo de serviços, que será muito significativa. Um choque económico de tal dimensão coloca também dificuldades acrescidas ao tecido empresarial português, constituído maioritariamente por empresas de pequena dimensão e com situação financeira relativamente frágil. Finalmente, a elevada percentagem de famílias perto ou abaixo do limiar de pobreza em Portugal, incluindo famílias com trabalhadores, implica uma reduzida margem de absorção do choque prospetivado sobre o rendimento.

3.1 Cenário base

No cenário base, a economia portuguesa regista uma contração acentuada da atividade no segundo trimestre e recupera apenas gradualmente a partir do final do ano. A magnitude e abrangência da crise configura uma destruição de capacidade produtiva a nível global e uma interrupção no processo de acumulação de fatores produtivos e de progresso tecnológico, o que implica uma aproximação lenta e incompleta aos níveis de atividade projetados no Boletim de dezembro de 2019, que aproximam um cenário contrafactual de inexistência de crise. Não obstante, este cenário pressupõe uma disrupção relativamente limitada nos mercados financeiros e um estímulo proporcionado por decisões de política monetária e orçamental.

9. Estes indicadores, de natureza quantitativa e qualitativa, apontam para a continuação da trajetória de expansão nos meses iniciais do ano.

10. Estes cálculos são baseados em hipóteses sobre o número de trabalhadores afetados pela doença (diretamente ou indiretamente) e sobre os setores da economia mais expostos a uma paralisação parcial ou total da atividade.

Nas projeções baseadas neste cenário, o nível da atividade económica em Portugal cai 3,7% em 2020 (após um aumento de 2,2% em 2019) (Quadro I.1.1). Para os anos seguintes, projeta-se uma recuperação, com o crescimento do PIB a situar-se em 0,7% em 2021 e 3,1% em 2022.

Projeta-se que o consumo privado se reduza em 2,8% em 2020, após ter aumentado 2,3% em 2019. Deverá verificar-se uma forte queda dos gastos em bens duradouros e uma redução do consumo corrente. A evolução do consumo reflete, por um lado, um aumento da poupança por motivos de precaução por parte das famílias num contexto de grande incerteza e, por outro, a ligeira queda do rendimento disponível real. Esta queda resulta da redução do emprego e de um menor crescimento dos salários por trabalhador – refletindo principalmente o impacto do aumento das baixas médicas e por assistência à família – sendo apenas mitigada pelas medidas orçamentais de apoio. Antecipa-se um forte aumento das transferências públicas para as famílias em 2020. O consumo privado aumenta 1,4% em 2021 e acelera em 2022 para um crescimento próximo de 3%.

Para o consumo público, estima-se um crescimento de 2,1% em 2020, o que representa uma aceleração marcada face a 2019 (0,8%). Esta evolução decorre da hipótese de um aumento significativo da despesa em saúde suportada pelas administrações públicas, assumindo-se que parte da população afetada pela doença necessitará de acompanhamento médico e medicamentos adequados e, nos casos mais graves, internamento hospitalar.

No cenário base, a formação bruta de capital fixo (FBCF) cai 10,8% em 2020 (após um crescimento de 6,4% em 2019). Esta evolução tem subjacente uma forte queda do investimento empresarial e, em menor magnitude, do investimento residencial. As despesas de capital das empresas deverão ser fortemente condicionadas pela elevada incerteza relativa à magnitude e duração do surto e ao seu impacto sobre as perspetivas de procura interna e externa. Com a gradual normalização da atividade a partir do final de 2020, a FBCF recupera nos anos seguintes, com o crescimento a situar-se em 2,9% e 7,9%, respetivamente, em 2021 e 2022.

Neste cenário, as exportações de bens e serviços reduzem-se marcadamente em 2020 (-12,1%), após um crescimento de 3,7% em 2019. Esta evolução reflete a redução da procura externa dirigida à economia portuguesa, associada ao enfraquecimento da atividade mundial provocado pela pandemia. As exportações de serviços, em particular de turismo e transportes, são fortemente afetadas pelas limitações à movimentação de pessoas e deverão registar uma queda acentuada. No restante horizonte de projeção, as exportações recuperam em linha com a evolução do indicador de procura externa, apresentando crescimentos de 4,2% e 5,5%, respetivamente, em 2021 e 2022.

As importações reais caem também de forma significativa em 2020 (-11,9%), após um aumento de 5,2% no ano anterior. Este comportamento reflete a contração da procura global, sendo acentuado pelo facto de esta incidir especialmente sobre componentes da despesa com conteúdo importado elevado e pelo impacto muito negativo do surto sobre as importações de serviços. Para os anos seguintes, a recuperação da procura global e a dissipação do efeito do surto sobre os fluxos de serviços com o exterior determinam um crescimento das importações em torno de 6%.

O saldo da balança corrente e de capital deverá aumentar para 2,0% do PIB em 2020 (0,9% do PIB em 2019), por via de uma melhoria da balança de bens – que reflete o ganho de termos de troca associado à queda do preço do petróleo – e de um aumento das transferências recebidas da UE, relacionado com o fim do ciclo de programação financeira atual (Gráfico I.1.2).¹¹ O excedente da balança de serviços reduz-se, refletindo o impacto particularmente negativo do choque sobre

11. 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.

os fluxos de turismo. Nos anos seguintes, mantém-se a capacidade de financiamento da economia portuguesa, sendo o perfil do saldo explicado em larga medida pela evolução dos fluxos de recebimentos e pagamentos com as instituições europeias.¹² A manutenção de excedentes da balança corrente e de capital é crucial para preservar a trajetória de redução do elevado nível de endividamento externo, que constitui uma vulnerabilidade acrescida num enquadramento externo mais incerto (veja-se o Tema em destaque: “Uma perspetiva sobre a evolução das contas externas de Portugal” neste Boletim).

A contração da atividade económica em 2020 tem reflexo numa destruição de postos de trabalho, projetando-se uma redução do emprego de 3,5% (após um crescimento de 0,8% em 2019). A taxa de desemprego aumenta de 6,5% para 10,1% (Gráfico I.1.2). No entanto, a evolução projetada para o desemprego depende crucialmente da configuração e magnitude das medidas de política que possam ser implementadas de imediato. Nos anos seguintes, a recuperação da atividade deverá ser acompanhada de ganhos de emprego, projetando-se uma diminuição gradual da taxa de desemprego. As remunerações por trabalhador deverão desacelerar em 2020 – refletindo principalmente o impacto do aumento das baixas médicas e por assistência à família – e recuperar em 2021-22.

A inflação – medida pela taxa de variação anual do IHPC – deverá permanecer em níveis muito baixos em 2020 (0,2%, o que compara com 0,3% em 2019). No contexto de um choque que tem efeitos sobre a procura e a oferta agregadas, estima-se que prevaleça alguma pressão descendente sobre os preços. A incerteza em torno desta projeção é acentuada pela expectativa de variações significativas de preços relativos no curto prazo, antecipando-se que ocorram reduções de preços de alguns serviços, em particular ligados ao turismo e atividades recreativas, e subidas no caso de bens alimentares e outros produtos considerados essenciais. O contributo dos bens energéticos para a variação dos preços continuará negativo, em linha com a evolução observada e assumida para o preço do petróleo. O contributo da inflação excluindo bens energéticos deverá aumentar ligeiramente em 2020, refletindo a dissipação de um conjunto de fatores idiossincráticos com impacto negativo na inflação no ano anterior. Em 2021 e 2022, projeta-se algum aumento da inflação, para níveis em torno de 1%, num contexto de recuperação da atividade económica.

3.2 Cenário adverso

No cenário adverso, a magnitude do choque sobre a economia mundial e nacional é substancialmente ampliada por uma maior disrupção nas cadeias de produção a nível global, pelo clima persistente de incerteza e pela maior turbulência nos mercados financeiros. A hipótese de que o pico do impacto da pandemia ocorre no segundo trimestre de 2020 mantém-se mas o nível de atividade económica nesse período situa-se abaixo do assumido no cenário base. Neste contexto, existe um maior volume de capacidade produtiva que é destruído, o que implica um maior afastamento da trajetória do nível do produto face ao implícito nas projeções de dezembro de 2019 (Gráfico I.1.1).

Nas projeções baseadas neste cenário, o PIB regista uma contração de 5,7% em 2020. Em termos das componentes da procura global, destacam-se as fortes quedas das exportações e do investimento bem como a magnitude da redução do consumo privado (Quadro I.1.1). O crescimento da atividade económica situa-se em 1,4% em 2021 e 3,4% em 2022.

12. Em 2021, para além de fluxos de recebimentos mais expressivos relacionados com o fim do período de programação, há também um efeito positivo extraordinário, 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.

O consumo privado diminuiu 4,8% em 2020. As famílias reduzem mais significativamente as despesas de consumo num cenário de maior incerteza e em que se espera uma maior queda do emprego e níveis mais elevados da taxa de desemprego, a par de condições financeiras mais desfavoráveis, comparativamente ao cenário base (Gráfico I.1.2). Nos anos seguintes, o crescimento do consumo recupera, mais notoriamente no final do horizonte.

O cenário adverso incorpora uma queda de quase 15% da FBCF em 2020. O impacto do choque sobre o investimento empresarial é reforçado pela maior incerteza, pelo abrandamento mais significativo da procura global e pela deterioração das condições de financiamento. A recuperação da FBCF em 2021-22 é ligeiramente mais forte do que a projetada no cenário base, num contexto em que se antecipa uma maior destruição da capacidade produtiva.

Num cenário de recessão global e grande colapso do comércio mundial, a procura externa dirigida à economia portuguesa reduz-se mais significativamente e determina uma redução de cerca de 19% das exportações de bens e serviços em 2020 (Gráfico I.2.4). Em linha com o ciclo externo, as exportações recuperam nos anos seguintes. Comparativamente às exportações, as importações apresentam uma redução equivalente em 2020 e um ritmo de crescimento similar em 2021 e mais elevado no final do horizonte. No período 2020-22, as contas externas mantêm um excedente próximo do projetado no cenário base (Gráfico I.1.2).

4 Considerações finais

A atual crise desencadeada pelo impacto do coronavírus constitui um inédito e sério desafio às diversas políticas económicas. A condução destas políticas deverá naturalmente priorizar a resposta de curto prazo ao impacto provocado pela pandemia mas as considerações de médio prazo deverão também ser tidas em conta.

Em termos da política monetária a preocupação essencial consiste em assegurar a provisão adequada de liquidez à economia e a transmissão de uma política monetária acomodatória a todas as jurisdições, contribuindo assim para a estabilização da confiança e das expectativas dos agentes económicos.

No que diz respeito à política orçamental, a assunção de despesas com o combate à pandemia e o apoio ao rendimento das famílias e das empresas é crucial nesta fase. Estes acréscimos extraordinários de despesa, conjugados com a ação dos designados estabilizadores automáticos, implicam uma redução do saldo orçamental e um aumento da dívida pública. Neste contexto, refira-se que as regras orçamentais europeias contemplam uma flexibilidade acrescida em situações como a presente. Ainda assim, preocupações relativamente à sustentabilidade da dívida poderão emergir em várias jurisdições, não obstante a natureza excecional do surto, com uma potencial fragmentação nos mercados de títulos da área do euro. O anúncio recente do novo programa alargado de aquisição de ativos pelo BCE deverá revelar-se decisivo para assegurar a integridade da transmissão monetária na área do euro.

Nos últimos anos, a necessidade de quebrar a relação entre o risco da dívida soberana e a solvência das instituições de crédito levou à aprovação de mecanismos de resolução de crises e de partilha de risco entre países, paralelamente aos esforços tendentes a melhorar a resiliência dos balanços das instituições de crédito. Porém, a concretização da união bancária não ocorreu em

todas as suas dimensões e, por conseguinte, os elementos de fragilidade existentes no sistema bancário europeu não foram completamente ultrapassados, o que constitui uma preocupação no atual contexto.

O momento atual volta a sublinhar a necessidade do reforço da liderança, coordenação e cooperação internacional em vários domínios, e especialmente em termos económicos. Neste âmbito, o aprofundamento da União Monetária, incluindo a implementação e reforço dos mecanismos orçamentais europeus para a estabilização económica e para a promoção da convergência, tem grande importância. Perante um choque comum como a emergência do coronavírus, é necessária solidariedade e a adoção de políticas partilhadas a nível europeu. Adicionalmente, a cooperação internacional tendente a evitar a acumulação de desequilíbrios macroeconómicos e a adoção de políticas protecionistas deve ser intensificada.

A atual crise pandémica mostra que, tal como na questão das alterações climáticas, existem desafios que se colocam ao nível global. A forte interdependência criada pela intensificação dos fluxos de comércio de bens e serviços, capitais e pessoas, decorrentes em larga medida do progresso tecnológico, tem proporcionado ganhos de bem-estar muito significativos. No entanto, a complexidade destas ligações leva a que a propagação dos choques seja rápida e que os seus efeitos possam ser severos. Esta situação mostra a necessidade de resolver as falhas de mercados ligadas à não consideração de todos os custos económicos e sociais envolvidos no processo de produção e de reconfigurar as cadeias de valor globais por forma a diminuir a dependência de determinados países ou regiões. A opção por políticas de limitação das relações económicas internacionais não constitui uma solução eficiente para os desafios existentes.

Em Portugal, tal como em crises passadas, os agentes económicos e a sociedade em geral saberão solidariamente ultrapassar a atual situação de emergência, devendo retirar-se os ensinamentos que permitam um melhor desempenho no futuro, num quadro de cooperação europeia e internacional.

Caixa 1 • Uma avaliação das projeções para 2019

Nesta caixa são analisados os principais fatores explicativos do desvio entre os valores observados e a projeção do Banco de Portugal publicada no *Boletim Económico* de março de 2019, exercício que incorporava pela primeira vez as Contas Nacionais Trimestrais até ao final de 2018.¹³ Os desvios entre as taxas de crescimento ou níveis observados e projetados são designados por “erros de projeção”.

Na elaboração das projeções publicadas no *Boletim Económico*, o Banco de Portugal utiliza um conjunto de modelos macroeconómicos e de hipóteses para a evolução das variáveis de enquadramento externo. As hipóteses de enquadramento externo resultam do exercício de projeção do Eurosistema, destacando-se pela sua importância a procura externa dirigida às empresas portuguesas, o preço do petróleo nos mercados internacionais, a taxa de juro Euribor a 3 meses e os preços dos principais concorrentes de Portugal nos mercados externos.¹⁴ As projeções para a economia portuguesa incorporam ainda um conjunto de variáveis orçamentais. A inclusão da informação orçamental respeita as regras adotadas no âmbito dos exercícios de projeção do Eurosistema, ou seja, são incorporadas as medidas especificadas com detalhe suficiente no Orçamento do Estado do ano corrente. Neste quadro, os erros de projeção resultam não apenas do facto de as hipóteses incorporadas no exercício poderem não se materializar, mas ainda de fatores relacionados com os próprios modelos, de elementos de julgamento incorporados na projeção e de revisões das séries estatísticas.

O crescimento da atividade económica em 2019 foi superior ao antecipado no Boletim de março de 2019, situando-se o erro de projeção em 0,5 pp (Quadro C1.1 e Gráfico C1.1). Em termos das principais componentes da procura agregada, verificou-se uma sobrestimação do consumo privado, isto é, antecipava-se um crescimento deste agregado superior ao efetivamente ocorrido, o que esteve associado a um erro no mesmo sentido da projeção do rendimento disponível real.¹⁵ Em sentido contrário, refira-se a subestimação do consumo público, em 0,5 pp. A componente que mais contribuiu para a subestimação do PIB foram as importações, cujo erro de projeção foi de -1,1 pp. Uma parte deste erro está diretamente relacionada com a sobrestimação do consumo privado, em particular da componente de bens duradouros, cujo conteúdo importado é elevado. No entanto, outra parte deve-se à hipótese assumida na projeção de março de 2019 de uma elasticidade das importações face à procura global ponderada superior à efetivamente verificada.¹⁶

Refira-se que as revisões nas hipóteses de enquadramento externo do exercício não ajudam a explicar a subestimação do PIB. O impacto estimado destas revisões é de -0,5 pp na taxa de crescimento do PIB e reflete, em particular, a revisão em baixa do crescimento da procura externa dirigida às empresas portuguesas e dos preços dos concorrentes externos. Estes fatores deveriam traduzir-se numa maior revisão em baixa do crescimento das exportações de bens e serviços, o que não se verificou dado o comportamento mais favorável do que o antecipado das quotas de mercado dos exportadores.

13. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/proj_mar2019_p.pdf

14. No caso do *Boletim Económico* de março, as hipóteses de enquadramento externo correspondem às implícitas no documento publicado em março pelo BCE “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE”, disponível em https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201903_ecbstaff-14271a62b5.pt.html.

15. Importa referir que à data de fecho da informação deste *Boletim Económico* ainda não tinham sido publicadas as contas por setor institucional para 2019, pelo que a ilação sobre o erro de projeção no rendimento disponível decorre da informação disponível para esta variável até ao terceiro trimestre de 2019.

16. Para mais informações sobre o cálculo da procura global ponderada pelos conteúdos importados ver Caixa “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa” do *Boletim Económico* de março de 2019.

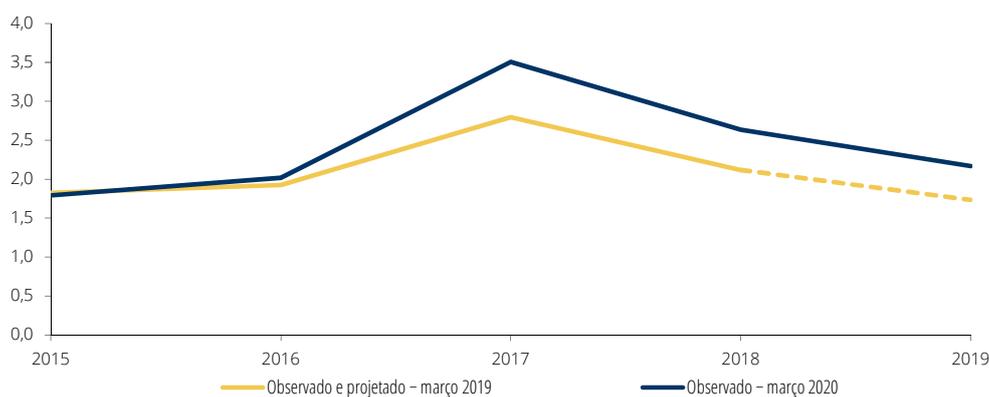
Quadro C1.1 • Erros de projeção em 2019 | Observado - projetado em março de 2019, em pp

	Pesos 2018	Observado	Projeção de março de 2019	Erro de projeção
PIB	100,0	2,2	1,7	0,5
Consumo privado	64,6	2,3	2,7	-0,4
Consumo público	16,9	0,8	0,3	0,5
Investimento	18,1	6,5	6,7	-0,2
Exportações	43,7	3,7	3,8	-0,1
Importações	43,3	5,2	6,3	-1,1
Balança corrente e de capital (em % do PIB)	-	0,9	0,6	0,3
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)	-	0,3	0,8	-0,5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

O exercício de avaliação da projeção de março de 2019 para a atividade económica é muito dificultado pelas significativas revisões das séries de contas nacionais publicadas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE). Estas revisões decorreram de mudanças metodológicas relacionadas com a alteração da base das contas nacionais e, principalmente, da incorporação de nova informação.¹⁷ De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas a 28 de fevereiro, a taxa de crescimento anual do PIB foi de 3,5% em 2017 e de 2,6% em 2018, que comparam com taxas de 2,8% e de 2,1%, respetivamente, disponíveis quando foram elaboradas as projeções de março de 2019 (Gráfico C1.1). Estas revisões apontam para um maior dinamismo subjacente da economia portuguesa nos anos recentes, o que acabou por ter um impacto importante no erro de projeção do PIB em 2019. Refira-se que na projeção do *Boletim Económico* de março de 2019 a desaceleração implícita do PIB de 2018 para 2019 era de 0,4 pp (de 2,1 para 1,7%), sendo muito próxima da efetivamente verificada (de 2,6 para 2,2%), de acordo com os dados recentemente divulgados (Gráfico C1.1).

Gráfico C1.1 • PIB real | Taxa de variação anual, em percentagem

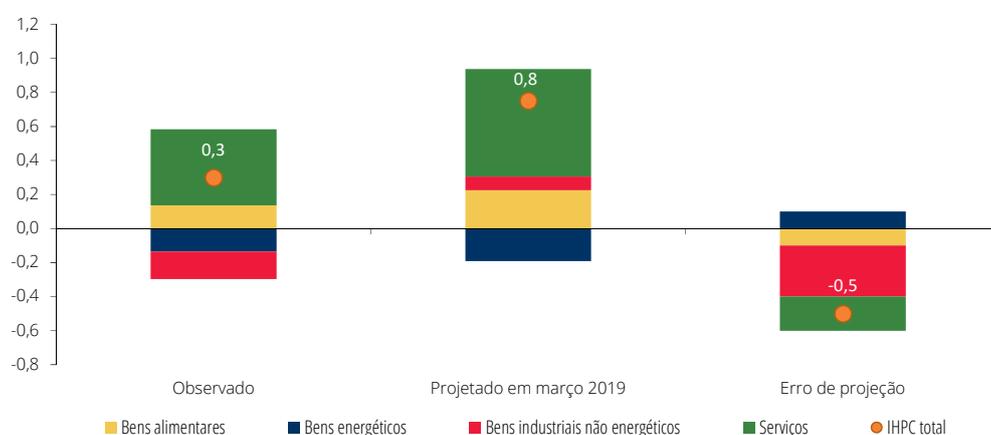


Fontes: INE e Banco de Portugal.

17. Estas revisões afetaram particularmente os anos de 2017-2018, bem como os trimestres disponíveis de 2019, e ocorreram em setembro de 2019 (veja-se a Caixa "Revisão das estatísticas de contas nacionais e balança de pagamentos", *Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2019) e em fevereiro de 2020 (https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=353902247&DESTAQUESmodo=2). Ao contrário do que tem sido habitual nas publicações anteriores da caixa dos erros de projeção, optou-se por não apresentar os contributos de cada componente para o erro de projeção do PIB uma vez que a alteração da base das contas nacionais de 2011 para 2016 não permite fazer este cálculo.

A inflação observada em 2019 situou-se 0,5 pp abaixo da estimada em março de 2019 (Quadro C1.1). Esta sobrestimação da inflação decorreu sobretudo de erros de projeção nas componentes de bens industriais não energéticos e de serviços (Gráfico C1.2). Após um período prolongado de quedas sucessivas dos preços dos bens industriais não energéticos (em particular, do vestuário e calçado), antecipou-se um crescimento marginal em 2019 que não se materializou. No que diz respeito aos preços dos serviços, a desaceleração projetada no Boletim de março de 2019, após crescimentos superiores a 2% em 2017 e 2018, ficou aquém da observada. Um conjunto de fatores específicos contribuiu para que a redução da inflação em 2019 tenha sido superior à antecipada. Para além de um abrandamento significativo dos preços dos serviços relacionados com o turismo, a variação do IHPC total em 2019 foi afetada pelo impacto de alterações de natureza administrativa que implicaram reduções significativas de preços de alguns bens e serviços.¹⁸

Gráfico C1.2 • Taxa de variação do IHPC e contributos dos principais agregados em 2019
| Em percentagem e pp



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Por fim, refira-se que na balança corrente e de capital em percentagem do PIB o erro de projeção foi de 0,3 pp, decorrente sobretudo de uma evolução mais favorável do que a antecipada em março de 2019 das balanças de rendimento primário e secundário (Quadro C1.1).¹⁹

18. Refira-se o aumento da comparticipação dos transportes públicos (redução dos preços dos passes sociais), a redução das propinas no ensino superior, a diminuição do preço dos manuais escolares (com a extensão do direito a manuais gratuitos a todo o ensino secundário), a queda de preços da rubrica de serviços de telefone móvel (associada à entrada em vigor de limites de preços nas comunicações para a União Europeia).

19. Tal como no caso das Contas Nacionais, no exercício de comparação da projeção da balança com os valores verificados é preciso ter em conta as revisões significativas das séries das estatísticas da balança de pagamentos que tiveram lugar em setembro de 2019 e em fevereiro de 2020.



II Tema em destaque

Uma perspetiva sobre a evolução
das contas externas de Portugal

Uma perspetiva sobre a evolução das contas externas de Portugal

Introdução

A análise das relações comerciais e financeiras de um país com o exterior constitui uma dimensão central da análise económica, em particular na avaliação de desequilíbrios e da vulnerabilidade a choques. A evolução do saldo externo pode sinalizar desenvolvimentos macroeconómicos insustentáveis, como um crescimento excessivo do consumo ou alterações da competitividade, bem como a necessidade de adotar medidas corretivas de política. Défices elevados e continuados da balança corrente e de capital implicam aumentos do endividamento externo e podem levar os investidores internacionais a duvidar da capacidade de reembolso do país, desencadeando interrupções súbitas de financiamento externo. Tal situação conduz normalmente à necessidade de assistência de emergência por parte de instituições internacionais, sujeita a condicionalidade. A evidência empírica aponta para que os momentos de forte ajustamento das contas externas estejam associados a uma evolução negativa da atividade económica.

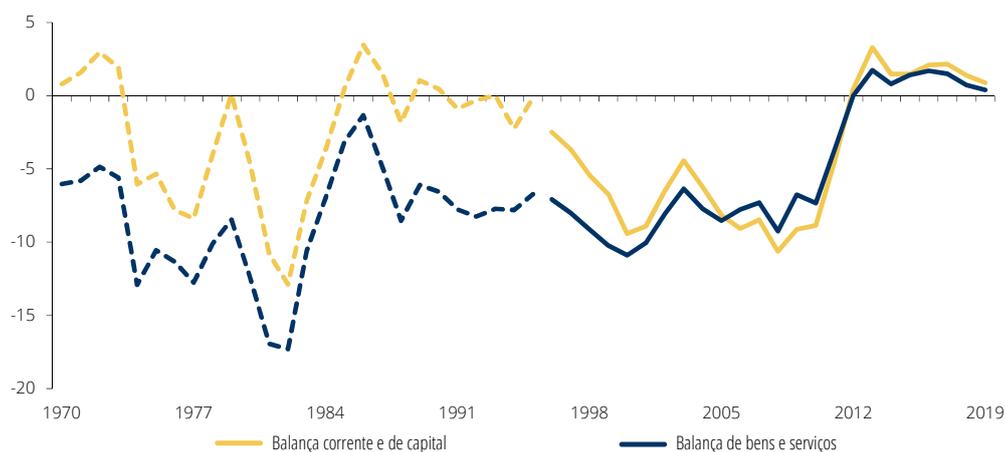
Este Tema em destaque, para além de rever conceitos elementares da análise das estatísticas de balança de pagamentos, pretende enquadrar a evolução recente das contas externas de Portugal em termos históricos e internacionais. Neste contexto, apresentam-se alguns factos estilizados sobre a evolução dos desequilíbrios externos e a dinâmica dos ajustamentos a nível global, destacando-se a experiência portuguesa. Procede-se também a uma avaliação mais detalhada da situação atual das contas externas de Portugal, salientando eventuais fragilidades. A existência de uma situação globalmente benigna no saldo da balança corrente e de capitais no momento presente constitui uma oportunidade para prosseguir consistentemente um percurso de redução do endividamento externo.

A temática dos desequilíbrios externos tem especial interesse para a economia portuguesa uma vez que está ainda presente a lembrança dos efeitos da crise da dívida soberana na área do euro e do programa de assistência económica e financeira que vigorou entre 2011 e 2014. Esta crise conjugou os desequilíbrios macroeconómicos evidenciados pela economia portuguesa com uma deterioração acentuada das condições de acesso aos mercados de financiamento internacionais, que implicou um forte ajustamento, com custos marcados em termos de produto e emprego. Em contraste, desde 2013 que a economia portuguesa regista excedentes moderados da balança corrente e de capital, para o que têm contribuído os saldos positivos da balança de bens e serviços, situação sem precedentes nos últimos 50 anos (Gráfico 1). No entanto, o nível muito negativo da posição de investimento internacional em comparação histórica e internacional implica, por um lado, a necessidade de manter esses excedentes por um período alargado de tempo e, por outro, uma vulnerabilidade face a alterações de sentimento por parte dos investidores internacionais.

Este Tema em destaque está organizado da seguinte forma. Na secção seguinte é analisada a evolução dos desequilíbrios das contas externas no mundo desde 1970. São identificados e caracterizados os episódios de reversão de défices externos numa amostra de economias avançadas, posicionando-se a economia portuguesa neste contexto. Na terceira secção, detalha-se a situação atual das contas externas portuguesas, sinalizando eventuais elementos de vulnerabilidade. Por fim, apresentam-se

algumas considerações finais. Este tema em destaque inclui ainda 3 caixas. Na primeira são apresentados os conceitos básicos das estatísticas externas e a sua relevância para a análise económica, a segunda estima o impacto da evolução cíclica da economia portuguesa e dos principais parceiros comerciais sobre o saldo externo, e a terceira apresenta cenários para a evolução do endividamento externo.

Gráfico 1 • Balança corrente e de capital e balança de bens e serviços | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: Para o período anterior a 1996 foram utilizadas as *Séries Longas para a Economia Portuguesa – Pós II Guerra Mundial*, assumindo-se que a balança corrente e de capital corresponde à balança de transações correntes e a balança de bens e serviços corresponde à balança de mercadorias e serviços. Note-se que existem diferenças metodológicas no apuramento das séries atuais de balança de pagamentos e as estimativas apuradas nas séries longas pelo que a retroprojeção apresentada constitui uma aproximação dos saldos constituintes da balança corrente e de capital.

Contas externas em Portugal e no mundo: desequilíbrios e ajustamentos

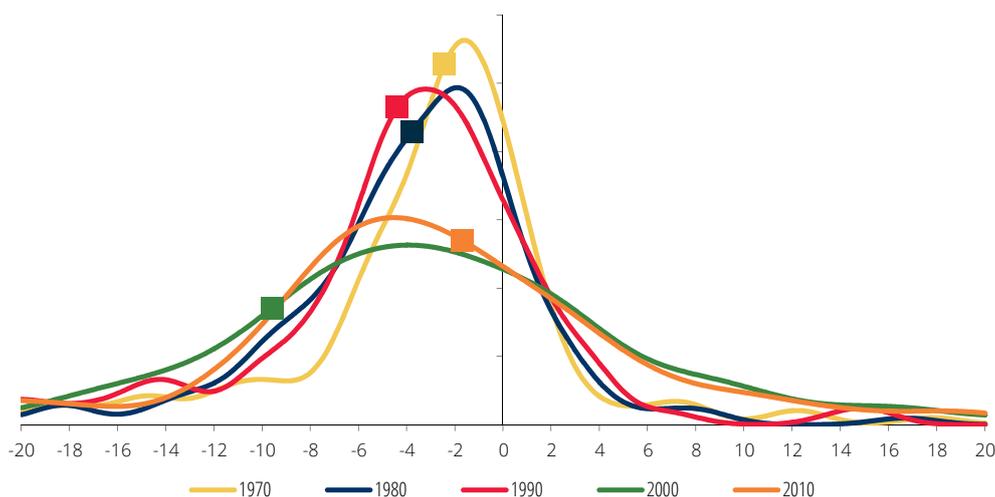
Os saldos da balança corrente em percentagem do PIB apresentam grande diversidade no mundo e podem variar de forma significativa ao longo do tempo.¹ Tais mudanças nas contas externas dos países são, em geral, naturais e desejáveis, pois refletem o ajustamento a choques e a alterações estruturais. Porém, caso se registem défices elevados e prolongados, podem ocorrer correções súbitas e significativas, com custos elevados. Neste contexto, é relevante perceber como tem evoluído ao longo do tempo o número de países com desequilíbrios externos significativos pois tal pode ser um indicador da probabilidade de ocorrência destes episódios de reversão.

O Gráfico 2 apresenta as distribuições dos saldos médios da balança corrente em percentagem do PIB para um conjunto de 195 países em cada década. Um facto estilizado bastante visível é a maior dispersão das distribuições nas décadas após 1990, ou seja existe uma maior prevalência de desequilíbrios de contas externas de elevada dimensão (défices e excedentes) nos períodos mais recentes. Os casos mais discutidos relacionam-se com os défices registados pelos EUA e os excedentes

1. Nas comparações internacionais nesta secção, atendendo à disponibilidade de dados, a análise assenta sobre os saldos da balança corrente (e não no saldo conjunto da balança corrente e de capital). Para a maioria dos países, a balança de capital tem um peso residual face ao da balança corrente.

da China, bem como os continuados excedentes de países da área do euro como a Alemanha ou os Países Baixos. Os desequilíbrios globais atingiram um máximo nos anos anteriores à crise financeira internacional e depois reduziram-se ligeiramente, mas mantêm-se historicamente elevados. Estes desequilíbrios também se concentram mais nas economias avançadas (FMI, 2019).

Gráfico 2 • Distribuições da balança corrente no mundo por década | Saldos médios em percentagem do PIB



Fontes: Chelem e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os quadrados assinalam a posição de Portugal na distribuição respetiva. O período mais recente corresponde à média dos anos 2010-2017. Considera-se um conjunto de 195 países. A estimativa de densidade Kernel é uma metodologia não-paramétrica de estimar a função de densidade de probabilidade de uma variável. Na literatura, estas estimativas de densidade são consideradas preferíveis às dos histogramas para variáveis contínuas, nomeadamente por alisarem a distribuição.

Pode argumentar-se que os défices e excedentes observados a nível global são, em certa medida, economicamente justificáveis (Caixa 1 – As contas externas: conceitos e relevância). Por exemplo, países com populações em processo de rápido envelhecimento podem beneficiar da acumulação de ativos sobre o exterior (i.e. resultantes de excedentes da balança corrente) que poderão usar no futuro, enquanto para economias com populações jovens e em rápido crescimento ou com oportunidades de investimento mas escassa poupança interna pode justificar-se o recurso a financiamento externo (i.e. incorrer em défices) que reembolsarão no futuro. Neste contexto, o aumento dos desequilíbrios externos pode estar associado à exploração das oportunidades criadas pela intensificação do processo de globalização, i.e. pelo aumento significativo do comércio de bens e serviços e dos fluxos financeiros resultante dos progressos na liberalização destas transações e da maior abertura das economias de mercado emergentes. No entanto, os maiores desequilíbrios das contas externas podem também resultar de políticas económicas desajustadas e outras distorções. Em todo o caso, a persistência de défices elevados configura um maior risco de ocorrência de crises de financiamento externo e ajustamentos abruptos e disruptivos.

As reversões de défices de balança corrente podem ser desencadeadas por fatores internos e externos. Para além de uma paragem repentina de fluxos financeiros oriundos do exterior, o ajustamento do défice externo pode também resultar de choques internos, como por exemplo a implementação de um programa de consolidação orçamental que resulte num aumento da poupança do setor público. Em geral, estes fatores tendem a traduzir-se numa redução do défice externo mas também do crescimento económico.

Neste contexto, é útil analisar os episódios de reversões de défices da balança corrente observados numa amostra de 36 economias avançadas² nas últimas 5 décadas. Para identificar estes episódios foram aplicados os seguintes critérios:³

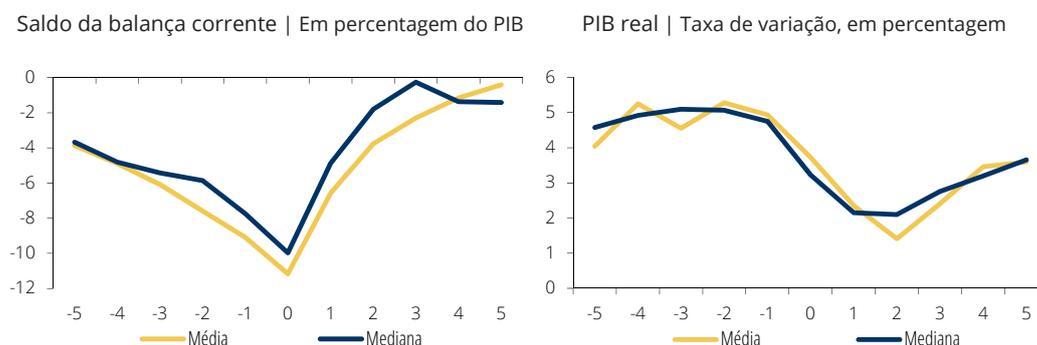
- O défice da balança corrente antes do início do ajustamento era superior a 3% do PIB;
- O ajustamento nos três anos seguintes foi de, pelo menos, 3 pp do PIB;
- A correção foi de, pelo menos, um terço do défice máximo registado; e
- O maior défice observado nos cinco anos seguintes ao início do ajustamento situou-se em níveis inferiores aos défices dos três anos anteriores.

O primeiro requisito implica que apenas as reversões de défices significativos são consideradas, enquanto os dois seguintes garantem que o ajustamento é de magnitude considerável e ocorre num período relativamente curto. Finalmente, o último critério assegura que a melhoria não é de curta duração. Foram identificados 36 episódios de reversões de défices da balança corrente na amostra de economias avançadas entre 1970 e 2017, o que representa em média uma reversão por economia. Existem, no entanto, diferenças consideráveis na frequência de ocorrência deste tipo de ajustamento entre os vários países. Existe um conjunto de países, em que Portugal se inclui, que apresentou mais do que um episódio de correção significativa do défice externo no período analisado.⁴ Para caracterizar a reversão típica, o Gráfico 3 apresenta a trajetória média e mediana do saldo da balança corrente e do crescimento do PIB real nos 5 anos anteriores e posteriores ao défice atingir o seu máximo. Os anos que antecedem a reversão da balança corrente caracterizam-se por um aumento do défice externo – em média, de cerca de 4% para 11% do PIB – e por um crescimento elevado do PIB (cerca de 5%, em média). O ajustamento das contas externas tende a ser significativo. Ao fim de três anos, o saldo melhora em média, cerca de 9 pp do PIB, sendo que cerca de metade deste ajustamento ocorre logo no primeiro ano. Verifica-se um abrandamento da atividade económica nos anos em torno da reversão do défice. O crescimento atinge um mínimo no segundo ano de melhoria da balança – em média, a taxa de crescimento do PIB real reduz-se cerca de 2,5 pp nos dois anos após o início do ajustamento – e recupera posteriormente mas de forma relativamente lenta. Existem, contudo, grandes diferenças no comportamento da atividade entre os episódios identificados.

Estes resultados estão em linha com os apresentados em Freund (2005), que foi dos primeiros estudos a analisar sistematicamente as reversões da balança corrente nas economias industrializadas.⁵ De acordo com este estudo, tais episódios são geralmente acompanhados de uma queda do crescimento do PIB, do investimento e das importações e de um aumento das exportações, bem como de uma depreciação da taxa de câmbio real. Além disso, défices elevados da balança corrente e, em menor grau, um crescimento mais fraco são preditores significativos de reversões, embora não seja possível estabelecer um limiar preciso para o nível do défice que desencadeia o ajustamento.

2. Utilizou-se a classificação de economias avançadas do FMI.
3. Estes critérios são semelhantes aos utilizados na literatura relacionada. Veja-se, por exemplo, Milesi-Ferreti e Razin (2000) e Freund (2005).
4. Os episódios identificados ocorreram em 24 economias avançadas, tendo-se verificado mais do que uma reversão significativa de défice externo nos seguintes países no período analisado: Chipre, Hong Kong, Islândia, Irlanda, Lituânia, Luxemburgo, Nova Zelândia, Singapura, Eslováquia, Espanha e Portugal. Refira-se que, de acordo com os critérios estabelecidos, a correção de défice de Portugal em 1977-79 não é identificada uma vez que o défice voltou a aumentar nos anos seguintes para níveis superiores aos registados antes do início do ajustamento.
5. Em contraste, Milesi-Ferretti e Razin (1998, 2000) – que foram pioneiros no estudo dos determinantes e padrões das reversões da balança corrente – usaram um painel alargado de países em desenvolvimento e não encontraram evidência de uma relação sistemática entre correções significativas de défices externos e o desempenho económico no período 1970-1996.

Gráfico 3 • Trajetória durante um episódio típico de reversão da balança corrente em economias avançadas



Fontes: Chelem, INE e Banco de Portugal. | Nota: $t = 0$ é o ano em que o saldo da balança corrente atinge, em geral, o seu valor mínimo. Os gráficos baseiam-se em 36 episódios de reversões de défices da balança corrente identificados numa amostra de 36 economias avançadas no período 1970-2017.

É importante referir que embora as reversões da balança corrente tendam a coincidir com reduções do crescimento do PIB, a generalidade dos estudos não encontra evidência de uma relação de causalidade entre a reversão em si e a desaceleração da atividade económica, independente dos fatores que causaram a correção (Croke et al., 2006; Debelle e Galati, 2007). A correção do défice externo e a redução do crescimento podem refletir apenas o ajustamento necessário à resolução dos desequilíbrios macroeconómicos presentes na economia.

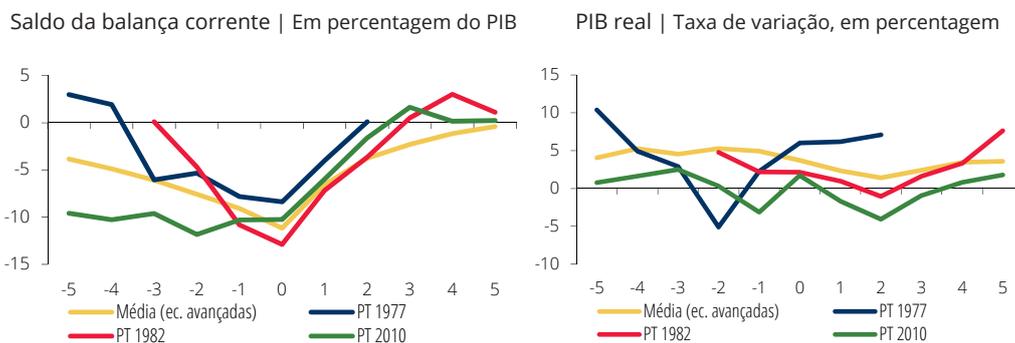
Ao longo das décadas analisadas, a frequência dos episódios de reversão significativa de défices externos não se alterou significativamente, ainda que se tenha observado um ligeiro aumento do número de episódios na primeira década do milénio.⁶ Embora as características do ajustamento da balança corrente não se tenham alterado de forma significativa ao longo do período (em termos de défice de partida e da magnitude subsequente do ajustamento), existe evidência de uma evolução mais adversa da atividade durante os episódios ocorridos no novo milénio. Em média, nestes episódios, a taxa de variação do PIB real reduziu-se mais significativamente nos dois anos após o início do ajustamento (quase 7 pp), situando-se em média em território negativo. O contexto da crise financeira internacional de 2009 e da crise das dívidas soberanas na área do euro que se seguiu contribui para explicar o aumento da severidade e duração, bem como a maior sincronia, das recessões observadas em várias economias avançadas neste período.

No caso português, os três períodos de ajustamento da balança corrente considerados estiveram associados a crises de financiamento externo e envolveram acordos de estabilização económica/programas de assistência com instituições internacionais.⁷ Comparando estes episódios com o ajustamento médio nas economias avançadas, verifica-se que o saldo da balança corrente evoluiu de forma relativamente semelhante (Gráfico 4). No entanto, o episódio mais recente de ajustamento em Portugal foi precedido de um período de défices elevados mais persistentes do que os observados em média nas economias avançadas. Em termos da evolução da atividade, o ajustamento mais recente destaca-se por coincidir com uma redução do crescimento do PIB mais acentuada do que a observada em média nas economias avançadas.

6. A evolução do número de episódios identificados por década é a seguinte: 7 nos anos 70, 9 nos anos 80, 6 nos anos 90, 11 no período 2000-2009 e 3 no período 2010-2017.

7. Para uma análise comparada destes episódios, veja-se a Caixa "Uma comparação do ajustamento da economia portuguesa com anteriores experiências nacionais e internacionais", *Relatório do Conselho de Administração* de 2012.

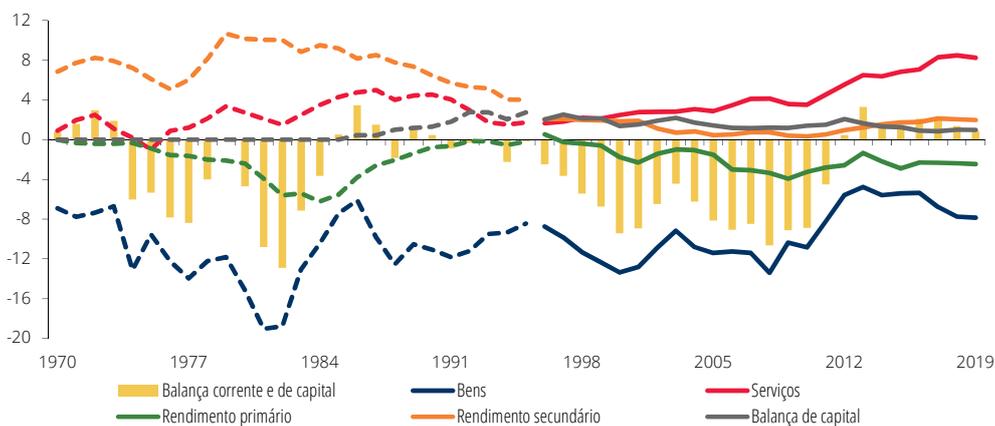
Gráfico 4 • Trajetória durante episódios de reversão da balança corrente – Portugal vs. média nas economias avançadas



Fontes: Chelem, INE e Banco de Portugal.

Os elevados défices da balança corrente e de capital registados nos períodos que antecederam os episódios de ajustamento foram determinados em larga medida pelo saldo de bens (Gráfico 5).⁸ No período anterior ao último ajustamento, refira-se também a tendência de aumento do défice da balança de rendimento primário ao longo da primeira década do século, determinado pela posição crescentemente devedora face ao exterior. Por sua vez, as reversões refletiram uma redução significativa do défice da balança de bens – em particular nos ajustamentos após 1982 e 2010 – e, em menor grau, um aumento do excedente da balança de serviços. No ajustamento mais recente, é de referir também o contributo das balanças de rendimento para a reversão do défice externo.

Gráfico 5 • Balança corrente e de capital e principais componentes no período 1970-2019 | Em percentagem do PIB

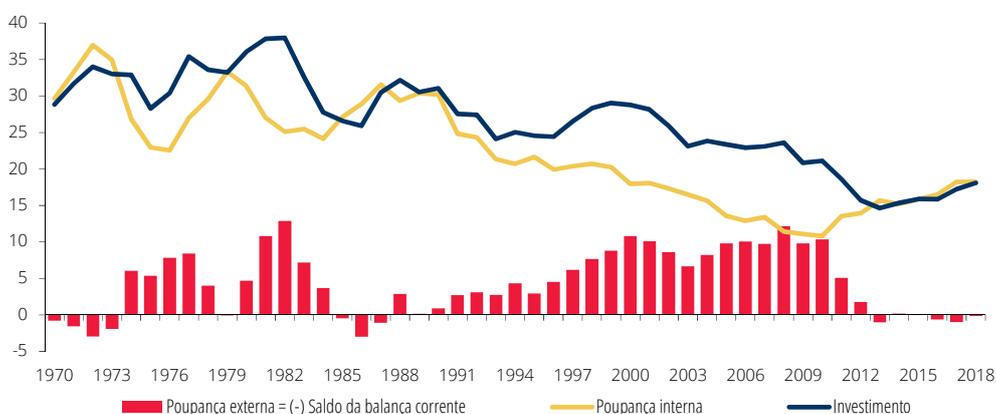


Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: Para o período anterior a 1996 foram utilizadas as *Séries Longas para a Economia Portuguesa – Pós II Guerra Mundial*, assumindo-se as seguintes hipóteses simplificadoras: a balança corrente e de capital corresponde à balança de transações correntes, a balança de rendimento primário corresponde à balança de rendimentos, a balança de rendimento secundário corresponde às transferências unilaterais excluindo as transferências de capital da UE e a balança de capital corresponde às transferências de capital da UE. Existem diferenças metodológicas no apuramento das séries atuais de balança de pagamentos e as estimativas apuradas nas séries longas pelo que a retroprolação apresentada constitui uma aproximação dos saldos constituintes da balança corrente e de capital.

8. No período que antecedeu o ajustamento de 1977, o aumento do défice externo refletiu igualmente a redução dos excedentes das balanças de serviços e de rendimento secundário, associada à queda das receitas de turismo e à interrupção dos fluxos de remessas de emigrantes induzidas pelo clima de incerteza e instabilidade política e social.

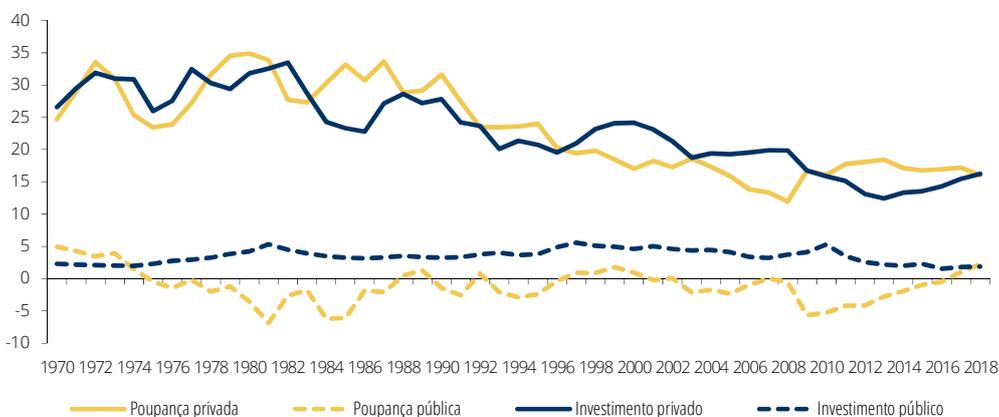
O aumento das necessidades de financiamento da economia face ao exterior nos períodos que antecederam as reversões refletiu sempre uma redução da taxa de poupança interna (Gráfico 6). Em geral, esta redução resultou do comportamento do setor privado (empresas e famílias) e do setor público (Gráfico 7). Em contraste, o investimento em rácio do PIB aumentou nos períodos que antecederam os episódios de ajustamento de 1977 e 1982. No episódio mais recente, o aumento do investimento em percentagem do PIB ocorreu no final dos anos 90, determinando um aumento do défice externo, que se manteve em níveis elevados ao longo da primeira década do século. Nos três episódios identificados, o ajustamento das contas externas refletiu uma redução da taxa de investimento e, em menor grau, uma recuperação da poupança interna (Gráfico 6). No ajustamento mais recente é de destacar o contributo do esforço de consolidação orçamental. As necessidades de financiamento das administrações públicas diminuíram cerca de 6pp do PIB entre 2010 e 2013, explicando cerca de metade da redução do défice externo observada no período.

Gráfico 6 • Balança corrente, investimento e poupança interna no período 1970-2018 | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: Para o período anterior a 1996 foram utilizadas as *Séries Longas para a Economia Portuguesa – Pós II Guerra Mundial*, assumindo-se que a balança corrente corresponde à balança de transações correntes excluindo as transferências de capital da UE. Existem diferenças metodológicas no apuramento das séries atuais de balança de pagamentos e as estimativas apuradas nas séries longas pelo que a retroprolação apresentada constitui uma aproximação do saldo da balança corrente.

Gráfico 7 • Investimento e poupança interna por setor institucional no período 1970-2018 | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: Para o período anterior a 1996 foram utilizadas as *Séries Longas para a Economia Portuguesa – Pós II Guerra Mundial*.

A situação atual das contas externas em Portugal

A balança corrente e de capital tem apresentado um excedente nos anos recentes, com o saldo médio no período 2014-2019 a situar-se em 1,6% do PIB, o que contrasta com os défices elevados observados nos 15 anos que precederam o ajustamento (Gráfico 5). Neste período, a continuação da tendência de aumento da poupança interna, em particular das administrações públicas e das empresas, permitiu um maior dinamismo do investimento sem pôr em causa a manutenção de excedentes externos (Gráficos 6 e 7). No entanto, o investimento em percentagem do PIB mantém-se em níveis baixos em termos históricos e comparativamente a outras economias, o que condiciona a dinâmica do crescimento potencial.

Ao nível das componentes da balança corrente e de capital, a prevalência de excedentes no período recente tem sido sustentada por um saldo positivo da balança de bens e serviços, que constitui um marco histórico da economia portuguesa.⁹ Nos últimos seis anos, o saldo desta balança tem oscilado em torno de 1% do PIB, o que compara com défices excedendo 8% do PIB em média no período 1995-2010. A magnitude do ajustamento dos fluxos comerciais de bens e serviços corresponde a uma alteração estrutural da economia. Um exercício de correção do saldo de bens e serviços do efeito de variações da atividade económica interna e externa permite concluir que a maior parte do ajustamento não se deveu ao efeito de tais flutuações cíclicas (Caixa 2 – Ajustamento cíclico das exportações e importações de bens e serviços). Refira-se, no entanto, que a balança de bens e serviços registou um menor excedente nos dois últimos anos.

A reversão do défice da balança de bens e serviços resultou essencialmente do comportamento das exportações. Em termos nominais, o peso das exportações no PIB aumentou de 28% em média no período 1996-2010 para cerca de 40% em 2013 (Gráfico 8). Em contraste, o peso das importações de bens e serviços no PIB praticamente não se alterou no mesmo período.¹⁰ Nos anos recentes, de recuperação da atividade económica, o peso das exportações continuou a aumentar mas a um ritmo ligeiramente inferior ao das importações.

No período de ajustamento, o crescimento real das exportações situou-se bastante acima da variação real das importações, implicando um efeito volume positivo e significativo para a variação do saldo de bens e serviços (Gráfico 9). Em contraste, este efeito volume tem sido negativo no período recente. A manutenção dos excedentes desta balança tem beneficiado da evolução favorável dos termos de troca, em particular, os ganhos nos anos de 2013 a 2016 associados, em larga medida, à redução do preço do petróleo.

O forte dinamismo das exportações reais no período de ajustamento e nos anos recentes ocorreu no contexto de um crescimento moderado da procura externa dirigida à economia portuguesa e traduziu-se em ganhos de quota nos mercados internacionais (Gráfico 10). Estes ganhos – que contrastam com as perdas observadas em média no período 1996-2010 – foram superiores aos observados noutros países da área do euro.¹¹ Destaca-se o desempenho das exportações de turismo no período recente, sem paralelo em países concorrentes próximos de Portugal neste tipo de serviços.¹² A evolução das quotas de exportação é reflexo de uma crescente orientação das empresas portuguesas para os mercados internacionais e de uma subida na cadeia de valor.¹³

9. A balança de bens e serviços apresentou-se sempre deficitária no período 1953-2011.

10. O peso das importações no PIB manteve-se em torno de 37% no período 1996-2010, situando-se em 38% em 2013.

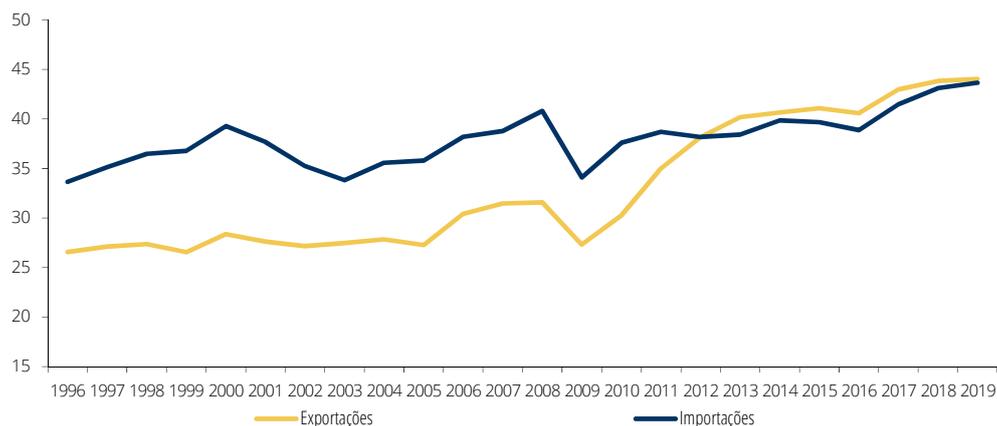
11. Veja-se Caixa “Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, junho de 2018.

12. Veja-se o Tema em destaque “Exportações de turismo: desenvolvimentos recentes e perspetivas futuras”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, dezembro de 2018.

13. Esta dinâmica iniciou-se antes do ajustamento e inseriu-se num processo de adaptação ao padrão de vantagens comparativas decorrente dos choques da concorrência asiática e do alargamento da UE e associado ao desenvolvimento das cadeias de valor globais. Este processo intensificou-se com a crise, no contexto da forte contração da procura interna. Esteves e Rua (2015) e Esteves et al. (2018) mostram que, perante condições adversas no mercado interno, as empresas portuguesas reorientaram as suas vendas para o mercado externo.

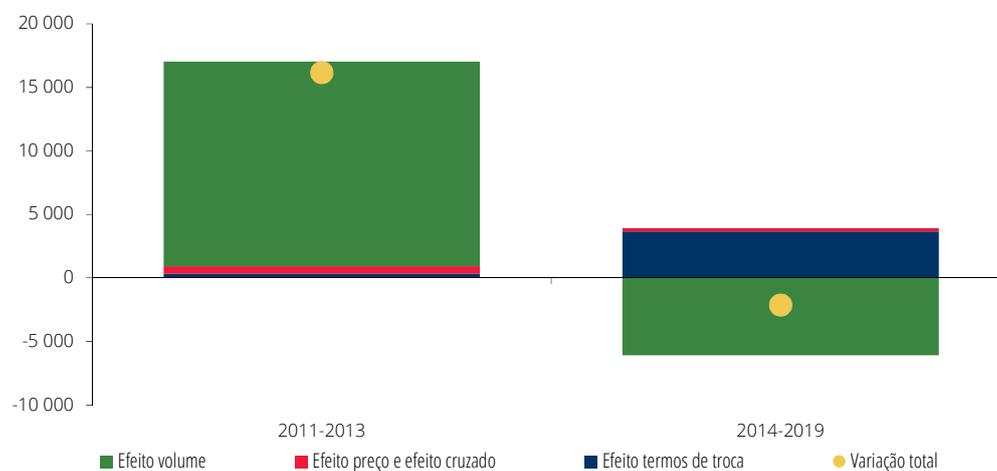
Os indicadores de taxa de câmbio real apontam para ganhos moderados de competitividade preço no período de ajustamento.¹⁴ Os fatores de competitividade não preço, como uma maior diferenciação e qualidade dos produtos e a participação nas cadeias de valor globais, terão tido um papel mais importante na materialização dos ganhos de quotas das exportações. Refira-se, no entanto, que, nos dois últimos anos, os ganhos de quota foram menores e mais concentrados em termos de setores, salientando-se o contributo do setor automóvel e do turismo.

Gráfico 8 • Exportações e importações de bens e serviços | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

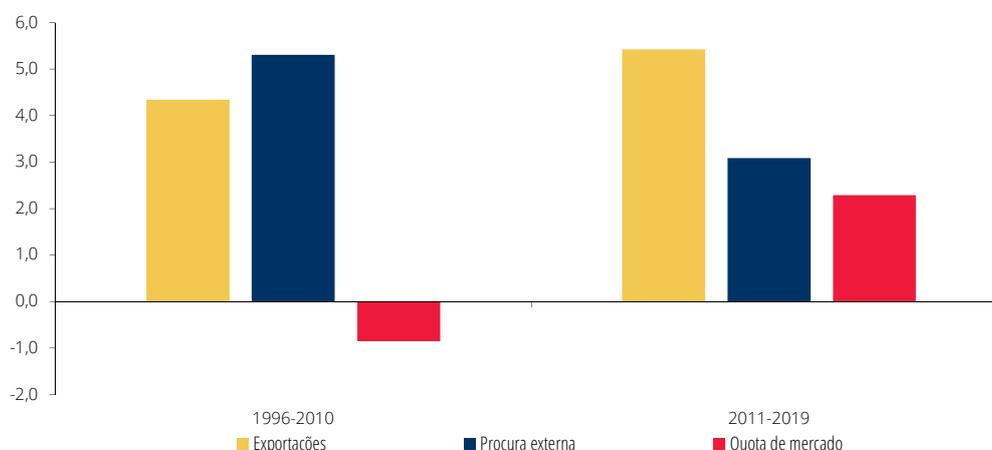
Gráfico 9 • Decomposição da variação acumulada do saldo da balança de bens e serviços | Em milhões de euros



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: A variação do saldo da balança de bens pode ser decomposta em três efeitos: – efeito volume – efeito da variação das quantidades importadas e exportadas; $[X_t - 1.vxt] - [Mt - 1.vmt]$ – efeito preço e efeito cruzado – efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo; $[X_t - 1.pt] - [Mt - 1.pt]$ e efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação. $[X_t - 1.vxt.pxt] - [Mt - 1.vmt.pmt]$ – efeito termos de troca – efeito da variação relativa dos preços de exportação e importação; $[X_t - 1.(pxt - pt)] - [Mt - 1.(pmt - pt)]$. Considera-se a seguinte notação: $X_t - 1$ e $M_t - 1$ são as exportações e importações do ano $t - 1$ a preços correntes; vxt e vmt são as taxas de variação em volume das exportações e das importações em t ; pxt e pmt são as taxas de variação dos preços das exportações e das importações em t ; pt é a taxa de variação média dos preços de comércio externo no ano t ($(pxt + pmt) / 2$).

14. De acordo com a taxa de câmbio real baseada em custos unitários relativos, a variação foi de cerca de 7% entre 2010 e 2013, enquanto a medida com base em preços no consumidor variou 1%.

Gráfico 10 • Exportações de bens e serviços, procura externa e quota de mercado | Taxa de variação média anual, em percentagem e pontos percentuais



Fontes: BCE e INE (cálculos do Banco de Portugal).

As importações reais de bens e serviços, após a forte contração no período de ajustamento, retomaram um crescimento dinâmico. Tal determinou um aumento da taxa de penetração das importações nos anos recentes a um ritmo mais acentuado que no período pré-crise.¹⁵ Este comportamento relaciona-se, em parte, com as alterações da composição da procura final, salientando-se o dinamismo das exportações e da FBCF em equipamento e material de transporte, cujos conteúdos importados são superiores à média.¹⁶

A situação excedentária que caracteriza atualmente a balança corrente e de capital reflete também o impacto positivo das transferências líquidas com a UE e das transferências privadas.¹⁷ No período 2014-2019, as transferências com a UE implicaram uma entrada de fundos na economia equivalente a 1,1% do PIB (o que compara com um valor médio de 1,8% do PIB em 1996-2010). As transferências privadas (que incluem as remessas de emigrantes/imigrantes e as prestações sociais e são registadas na balança de rendimento secundário) têm vindo a ganhar peso por via do forte crescimento das prestações sociais recebidas do exterior.¹⁸ No período 2014-2019, as transferências privadas ascenderam em média a 2,4% do PIB (1,6% do PIB em 1996-2010).

A balança de rendimento primário, onde são contabilizados os pagamentos e recebimentos relacionados com a detenção de ativos e passivos face ao exterior¹⁹, apresentou um défice equivalente a 2,4% do PIB em média no período 2014-2019 (Gráfico 5). Este défice decorre da elevada posição

15. A taxa de penetração é medida como o rácio entre as taxas de crescimento das importações e da procura global. Em média, esta taxa aumentou 2 pp ao ano no período 1996-2010 e 3,2 pp em 2014-2019.

16. Veja-se a Caixa “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, março de 2019.

17. Estas transferências são registadas na balança de rendimento primário (componente de subsídios), na balança de rendimento secundário (as outras transferências correntes) e na balança de capital (a componente de transferências de capital). Para uma análise detalhada do impacto dos recebimentos dos fundos veja-se a Caixa “Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, março de 2019.

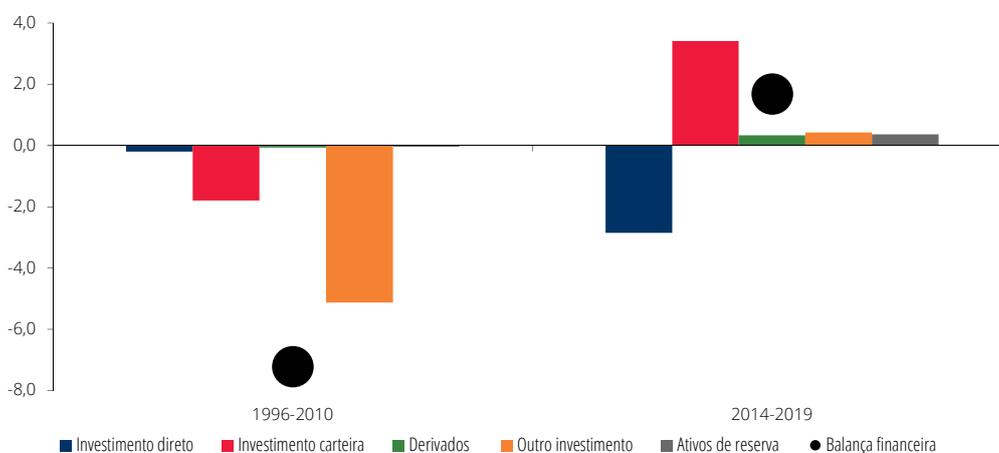
18. Estas prestações são recebidas por portugueses que trabalharam no estrangeiro e recebem uma pensão de reforma do exterior e por aposentados estrangeiros que optaram por residir em Portugal.

19. Estes rendimentos de investimento são a componente mais importante da balança de rendimento primário. Esta balança regista ainda os rendimentos do trabalho e outros rendimentos primários.

devedora de investimento internacional, a qual implica que os pagamentos de rendimentos ao exterior sejam superiores aos recebimentos. O défice da balança de rendimentos de investimento tem-se mantido relativamente estável no período recente, num contexto em que aumentos da taxa de rendibilidade implícita têm compensado o impacto da redução dos passivos externos líquidos. Esta evolução mostra que é importante assegurar uma redução mais significativa da posição devedora de investimento internacional, em particular da componente de dívida, de forma a evitar que um eventual ciclo de subida das taxas de juro se traduza em dinâmicas desestabilizadoras ao nível da balança de rendimento primário.

A contrapartida dos excedentes da balança corrente e de capital no período recente tem sido uma saída de fundos ao nível da balança financeira (Gráfico 11). Esta saída de fundos tem estado associada ao processo de redução do endividamento dos setores residentes (contabilizado no investimento de carteira). Este perfil de operações financeiras com o exterior contrasta com o observado no período de acumulação de desequilíbrios, o qual foi caracterizado por entradas de fundos na economia intermediadas pelo sistema bancário e, em menor grau, pela venda de títulos de dívida a não residentes (contabilizadas, respetivamente, em outro investimento e investimento de carteira). Um elemento positivo nos desenvolvimentos recentes da balança financeira diz respeito à intensificação dos fluxos líquidos de investimento direto dirigidos à economia portuguesa, os quais equivaleram a uma entrada de fundos de 2,9% do PIB, em média, no período 2014-19. Refira-se que nesta categoria estão englobadas as compras de imobiliário por parte de não residentes que tiveram um aumento significativo no período.

Gráfico 11 • Balança financeira por categoria funcional | Valores médios anuais, em percentagem do PIB



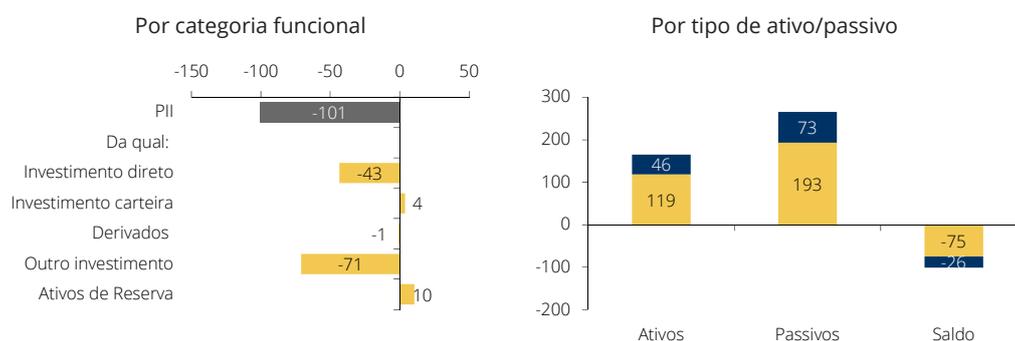
Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: Um valor positivo (negativo) representa uma saída (entrada) líquida de fundos da economia, a qual se pode materializar pelo investimento (desinvestimento) em ativos externos ou pela amortização (aumento) de passivos externos (veja-se a 6.ª edição do Manual da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional do FMI).

Não obstante os excedentes da balança corrente e de capital registados no período recente, a posição de investimento internacional (PII) continuou a deteriorar-se – prolongando uma tendência observada desde 1996²⁰ – e atingiu um mínimo de -124% do PIB em 2014. Nos anos mais recentes, a manutenção dos excedentes da balança corrente e de capital e, principalmente, o crescimento nominal do PIB, refletiu-se numa ligeira redução da posição devedora da economia portuguesa (para

20. As estatísticas disponíveis têm início em 1996, ano em que a PII equivalia a -12% do PIB.

-101% do PIB em 2019). A valorização dos passivos externos da economia, relacionada em parte com a melhoria na notação da dívida portuguesa neste período, impediu uma melhoria mais significativa da PII. Portugal mantém um dos rácios da PII sobre o PIB mais negativos do grupo de economias avançadas, permanecendo assim particularmente exposto a uma alteração abrupta dos fluxos financeiros internacionais. Adicionalmente, os passivos líquidos em instrumentos de capital pesam relativamente pouco, sendo a parcela de dívida a mais significativa (85% do PIB) (Gráfico 12). Esta composição da PII tem implicações em termos de risco de refinanciamento e da vulnerabilidade do serviço de dívida a choques das taxas de juro. A redução do rácio da PII em percentagem do PIB para níveis mais prudentes implica a manutenção de excedentes mais significativos da balança corrente e de capital por um período alargado (Caixa 3 - Cenários para a evolução da Posição de Investimento Internacional).

Gráfico 12 • Posição de Investimento Internacional em 2019 | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Considerações finais

A análise da balança de pagamentos é uma peça muito importante no diagnóstico da situação de uma economia, com reflexo direto no seu grau de exposição a choques oriundos do exterior. Por seu turno, a evidência empírica existente na literatura confirma que os episódios de correção abruptos de défices da balança corrente estão associados a reduções do crescimento do produto.

A economia portuguesa apresenta um registo de três crises de contas externas no último meio século que resultaram de diferentes combinações de fatores externos e internos. Em duas destas ocasiões os efeitos económicos e sociais foram significativos. Em particular, a crise de financiamento externo associada às tensões nos mercados de dívida soberana na área do euro e aos desequilíbrios macroeconómicos evidenciados pela economia portuguesa – nomeadamente, os elevados níveis de endividamento externo, do setor público e do setor privado, a par de um fraco crescimento tendencial do produto – implicou elevadas perdas na atividade, destruição de emprego e forte redução do investimento.

No período do último ajustamento, que coincidiu com o programa de assistência económica e financeira, a melhoria do saldo da balança corrente e de capital foi muito marcada e, no essencial, deveu-se a fatores não cíclicos. Nos anos mais recentes, a avaliação sobre a evolução da balança de pagamentos mantém-se globalmente benigna.

A avaliação das contas externas da economia portuguesa numa perspetiva de futuro deve ter em conta um conjunto de riscos. Em primeiro lugar, o período que antecedeu a última crise mostrou que a disciplina imposta pelos mercados financeiros internacionais sobre a evolução macroeconómica de países pertencentes à área do euro tende a ser tardia e pode ser desproporcionada. A persistência de défices externos elevados por um período tão longo deveria, tal como ocorrido nas crises anteriores, ter

conduzido a dificuldades progressivas no financiamento externo e a um conseqüente incentivo à correção dos desequilíbrios. No entanto, a percepção de que a economia portuguesa se integrava económica e financeiramente no espaço europeu e portanto geraria no futuro os recursos necessários ao pagamento das responsabilidades assumidas, não espoletou essa reação. Por outro lado, com a crise da dívida soberana na área do euro, ficou patente a existência de um risco país mesmo num espaço económico fortemente integrado como o Europeu, que conduziu a uma fragmentação dos mercados financeiros. No entanto, o reforço dos mecanismos de supervisão macroeconómica na UE, designadamente no âmbito do Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos, e a revisão dos modelos de risco das agências de notação financeira, terão contribuído para reforçar o escrutínio externo. Em segundo lugar, o regime de baixa inflação que atualmente caracteriza a área do euro traduz-se em taxas de juro nominais mais baixas mas também em crescimentos mais moderados do produto nominal, variável que dificulta a dinâmica dos indicadores de endividamento. Em terceiro lugar, no momento presente materializaram-se os riscos negativos do enquadramento externo. Em termos conjunturais, a crise espoletada pela propagação do vírus Covid-19 tem impactos diretos sobre o turismo e perturba o comércio de bens, assente em cadeias de valor globais. Adicionalmente, as perdas registadas nos mercados financeiros e a contração da atividade global poderão dificultar o financiamento externo, especialmente no caso dos países com maiores níveis de endividamento. Em termos estruturais, salientam-se os riscos associados à intensificação do protecionismo, que poderão ter conseqüências adversas em termos do crescimento da atividade e do comércio mundiais, com reflexo sobre o desempenho das exportações portuguesas. A evolução do preço do petróleo, que se tem mantido em níveis muito contidos, constitui igualmente um risco com impacto sobre as contas externas da economia portuguesa. Em quarto lugar, as transferências associadas aos fundos comunitários e às remessas de emigrantes e prestações sociais mantêm um contributo importante para o saldo externo, mas existe alguma incerteza acerca da sua evolução futura. Relativamente aos fundos comunitários, estão a decorrer as negociações relativas ao ciclo de apoios europeus para o período 2021-2027 mas é expectável que se mantenha a tendência de redução dos montantes recebidos por Portugal registada nos últimos períodos de programação.

A sustentabilidade das contas externas depende dos planos de poupança e investimento dos agentes económicos nacionais e da sua consistência intertemporal. Neste contexto, é importante uma avaliação correta das perspetivas de crescimento económico e, em particular, da rentabilidade futura do investimento, para que não ocorra um aumento excessivo do endividamento externo. A orientação da política orçamental e suas conseqüências para as necessidades de financiamento das administrações públicas tem também impacto sobre a dinâmica do saldo da balança corrente e de capital. Deste modo, o papel das políticas internas deve ter em conta e potencialmente mitigar os efeitos de choques sobre o saldo das contas externas. Uma repetição dos episódios de crise no financiamento externo à economia portuguesa tenderia a acarretar renovados custos sociais e reduções no esforço de investimento, atrasando o processo de convergência real para os níveis médios de rendimento da UE.

A avaliação sobre os riscos inerentes à evolução das contas externas portuguesas não pode deixar de ter em conta o *stock* de endividamento externo existente, muito elevado em termos históricos e em termos de comparações internacionais. A dinâmica deste endividamento interage com alguns dos fatores de risco acima elencados e constitui um elemento sinalizador para os mercados internacionais da vulnerabilidade subjacente ao financiamento da economia portuguesa.

A manutenção de uma situação saudável na economia portuguesa, em que as necessidades de consumo dos cidadãos são satisfeitas e simultaneamente se regista um nível de poupança interna compatível com o financiamento das necessidades de investimento privado e público sem recurso excessivo e continuado a financiamento externo, implica inevitavelmente o aumento dos níveis de produtividade. Apenas através de um sólido processo de crescimento económico, para o qual deve contribuir uma agenda de reformas estruturais coerente, sustentada e partilhada socialmente, se poderá alcançar este tipo de resultado.

Caixa 1 • As contas externas: conceitos e relevância

As contas externas de um país registam as transações e as posições credoras e devedoras dos seus residentes face a não residentes. As estatísticas da balança de pagamentos seguem as normas internacionais definidas pelo Fundo Monetário Internacional.²¹

A balança corrente de uma economia compreende a balança de bens e serviços e as balanças de rendimento primário e secundário. A primeira regista as transações de bens e serviços com o exterior. A balança de rendimento primário contabiliza os pagamentos relativos a fatores produtivos externos utilizados em Portugal e os recebimentos de fatores produtivos nacionais utilizados no exterior, incluindo salários, juros e dividendos. Por exemplo, o pagamento de juros associados a dívidas contraídas no exterior é contabilizado nesta balança com sinal negativo. A balança de rendimento secundário incorpora as transferências de carácter corrente, onde se destacam as remessas de emigrantes/imigrantes e as transferências correntes da União Europeia. Por seu turno, a balança de capitais regista as transferências de capital, com destaque para os recebimentos de fundos estruturais da UE. Em resumo:

$$\text{Balança Corrente e de Capital} = X - M + R + BK$$

onde X e M correspondem às exportações e importações de bens e serviços, respetivamente, R designa as balanças de rendimento primário e secundário e BK a balança de capital. O saldo de bens e serviços é a principal componente da balança corrente e de capital em Portugal e na generalidade de países.

É importante notar que se pode também olhar para o saldo das contas externas como resultando da divergência entre a poupança e o investimento internos. Considerando as identidades básicas da contabilidade nacional para o rendimento (Y) e a poupança (S) da economia, temos:

$$Y = C + I + G + X - M$$

$$S = Y - C - G + R$$

onde C representa o consumo privado, I o investimento e G representa o consumo público. É possível reorganizar as expressões de forma a obter:

$$S - I = (Y - C - G + R) - I = X - M + R = \text{Balança corrente}$$

$$\text{Balança corrente e de capital} = S - I + BK = \text{Capacidade/ Necessidade de Financiamento}$$

Assim, o saldo da balança corrente e de capital de uma economia corresponde à capacidade (+) ou necessidade (-) de financiamento face ao exterior e iguala a diferença entre poupança e investimento dos residentes, adicionada das transferências de capital. Esta formulação torna claro que, ao contrário do que acontece numa economia fechada, onde o investimento é sempre igual à poupança, nas economias abertas parte do investimento nacional pode ser financiado recorrendo à poupança externa, isto é, incorrendo num défice da balança corrente e de capital. Esta perspetiva mostra como o saldo da balança corrente e de capital reflete as decisões intertemporais de poupança e investimento dos agentes económicos nacionais. Tais decisões são determinadas fundamentalmente pelas expectativas de crescimento económico. Em termos conceptuais, caso o país espere um aumento de rendimento no futuro, pode reduzir a poupança atual, o que se reflete num défice da balança corrente. Pelo contrário, quando se perspetiva uma redução do rendimento, o país deverá gerar um excedente da balança corrente no presente (isto é, aumentar a poupança face ao investimento), por forma a conseguir manter o nível do consumo no futuro.

21. A versão atual destas normas corresponde à 6.ª edição do manual da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional, do FMI.

Um déficit da balança corrente e de capital não constitui necessariamente um problema (assim como um excedente não é sempre benigno). Para uma economia, pode ser ótimo recorrer a financiamento externo desde que as oportunidades de investimento interno assim o justifiquem. Neste caso, o país incorre em dívida externa para financiar o investimento, sendo que esse investimento se deverá traduzir em maior crescimento económico no futuro, assegurando recursos para o pagamento da dívida ao exterior. É possível, no entanto, que o recurso ao endividamento externo seja excessivo se as decisões dos agentes forem afetadas por percepções incorretas da realidade, em particular, por uma sobrestimação das perspectivas de crescimento da economia ou por uma subestimação da probabilidade e magnitude de choques adversos. Por exemplo, os défices externos podem ser reflexo de despesas de consumo (privado ou público) excessivas (e baixas taxas de poupança) que não geram maior produção e produtividade no futuro. Tal implica que a economia não terá capacidade para gerar excedentes externos no futuro de modo a fazer face às suas obrigações, o que implica que os défices atuais da balança corrente e de capital não são sustentáveis. Nestas situações ocorrerá, em algum ponto do tempo, o necessário ajustamento, com reflexos em termos de crescimento e emprego. Deste ponto de vista, é importante complementar a análise das contas externas com uma avaliação dos desenvolvimentos da poupança interna e do investimento, com desagregação por setor institucional.

A forma como um déficit da balança corrente e de capital é financiado (ou como um excedente é aplicado) constitui também informação relevante que é detalhada na balança financeira. Nesta balança são registadas as transações sobre ativos e passivos financeiros sobre o exterior. Estas transações decorrem da contrapartida das operações da balança corrente e de capitais. Um déficit da balança corrente e de capital implica uma entrada líquida de fundos, a qual é registada na balança financeira como um aumento dos passivos líquidos da economia. Por oposição, um excedente da balança corrente e de capital implica uma saída líquida de fundos financeiros e corresponde a uma redução dos passivos externos líquidos. A identidade básica da balança de pagamentos implica que, abstraindo de possíveis discrepâncias estatísticas (erros e omissões), o saldo da balança financeira é igual ao saldo da balança corrente e de capital:

$$\text{Balança corrente e de capital} = \text{Balança Financeira} + \text{erros e omissões}$$

$$\text{Balança Financeira} = \text{variação líquida de ativos} - \text{variação líquida de passivos}$$

As transações financeiras são classificadas nas categorias de investimento direto, investimento de carteira, outro investimento (empréstimos e depósitos) e ativos de reserva. A estrutura da balança financeira, em termos da sua composição por tipo de ativo, por maturidades e moeda, transmite informação relevante sobre a vulnerabilidade da economia a uma alteração das condições de financiamento externo. Por exemplo, financiamento externo assente em fluxos de investimento direto estrangeiro configura uma maior estabilidade do que financiamento associado à acumulação de responsabilidades do sistema bancário nacional face ao exterior, em particular se forem de reduzida maturidade. O recurso a endividamento em moeda estrangeira pressupõe também maior risco.

A variação da Posição de Investimento Internacional (PII) num determinado ano corresponde ao saldo da balança financeira – que iguala o saldo da balança corrente e de capital, a menos dos erros e omissões – mais os efeitos de variações cambiais ou de preços de ativos e passivos. Na PII é feita uma contabilização integrada dos *stocks* de ativos e passivos da economia face ao exterior, sendo o saldo normalmente avaliado em percentagem do nível do produto interno bruto. A persistência de défices da balança corrente e de capital implica uma tendência de redução da posição de investimento internacional. O nível, a composição e a trajetória da posição de investimento internacional são elementos relevantes na avaliação da sustentabilidade das contas externas e da vulnerabilidade da economia a choques externos.

Caixa 2 • O ajustamento cíclico das exportações e importações de bens e serviços

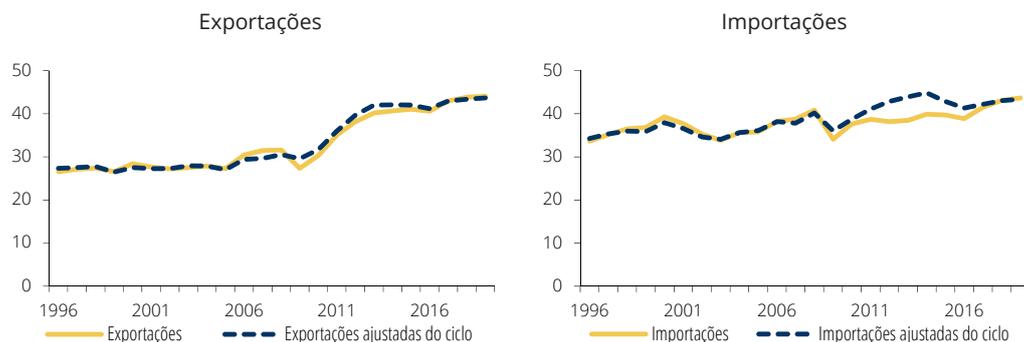
A diminuição das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa após 2010 foi significativa. No entanto, é relevante avaliar o contributo da evolução cíclica para esta correção. Nesta caixa, para avaliar esse contributo, é utilizada a metodologia proposta por Fabiani et al. (2016), aplicada a Portugal por Amador e Silva (2019). Esta metodologia concentra-se na componente de bens e serviços e baseia-se nas elasticidades do comércio externo em relação ao ciclo interno e externo.²² Segundo esta metodologia, o ajustamento cíclico das exportações em rácio do PIB nominal depende negativamente do hiato do produto no exterior. Se o produto dos parceiros comerciais de Portugal for superior ao seu potencial, estes países importarão mais e, conseqüentemente, as exportações nacionais beneficiarão da evolução cíclica externa. Relativamente às importações em percentagem do PIB nominal, a correção das variações cíclicas é obtida através do rácio entre as importações potenciais e observadas, em termos reais. As importações potenciais são as que prevaleceriam se a atividade interna e externa fossem consideradas conjuntamente no seu nível potencial, sendo determinadas simultaneamente pelas exportações (nacionais) e pela procura interna. A elasticidade das importações reflete o conteúdo importado das diferentes componentes da despesa interna e das exportações, sendo o hiato do produto interno o elemento principal.

As limitações desta abordagem relacionam-se com a incerteza na determinação dos hiatos do produto (e revisões associadas) e das elasticidades do comércio. Adicionalmente, sublinhe-se que os ajustamentos que resultam da metodologia se relacionam exclusivamente com os hiatos do produto em Portugal e no exterior, ou seja, toda a restante variação das exportações e importações é considerada na componente não ajustada do ciclo, mesmo que possa ser parcialmente atribuível a aspetos temporários.

O Gráfico C2.1 apresenta as séries observadas e corrigidas do ciclo económico das exportações e importações de bens e serviços em percentagem do PIB. Do lado das exportações, um elemento que se destaca é o forte aumento do seu peso no PIB desde o início do século. A comparação das duas séries aponta para um contributo relativamente reduzido dos desenvolvimentos cíclicos nos mercados externos para trajetória das exportações portuguesas. Nos anos que antecederam a crise de 2008, os hiatos do produto positivos no exterior conduziram as exportações portuguesas para níveis acima do valor ajustado do ciclo. Em contraste, a crise da dívida soberana na área do euro levou o rácio das exportações a situar-se abaixo do nível ajustado do ciclo. No período recente, as diferenças entre as duas séries são pouco significativas. Do lado das importações, os resultados mostram que, de 1996 a 2008, o comportamento das importações de bens e serviços é, em grande parte, explicado por fatores não cíclicos. No entanto, no período de ajustamento e nos anos posteriores, o facto do peso das importações no PIB se situar sistematicamente abaixo do nível ajustado do ciclo significa que o hiato do produto negativo – associado a uma contração da procura interna – contribuiu para reduzir significativamente as importações.

22. Uma metodologia alternativa baseia-se na estimação de regressões em que o saldo da balança corrente está correlacionado com um conjunto de variáveis demográficas, macroeconómicas, financeiras e institucionais. A balança corrente estrutural é obtida aplicando os coeficientes estimados aos valores da tendência das variáveis explicativas. Essa abordagem considera geralmente um painel de países e um longo período de tempo. Para aplicações desta metodologia a países da área do euro, veja-se Coutinho et al., 2018 e FMI, 2014.

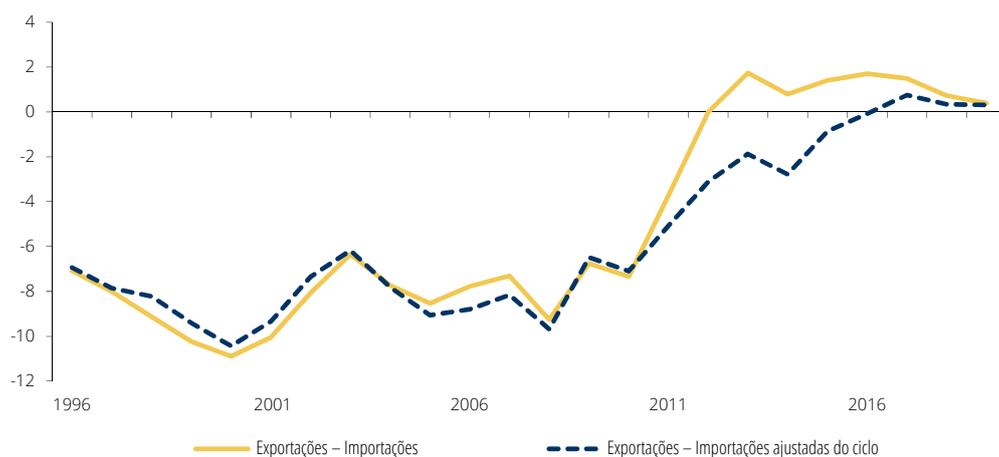
Gráfico C2.1 • Exportações e importações ajustadas do ciclo, 1996-2019 | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

O ajustamento cíclico combinado das exportações e importações aponta para que a maior parte da evolução observada do saldo da balança de bens e serviços no período de ajustamento e nos anos subsequentes tenha tido uma natureza não cíclica (Gráfico C2.2).

Gráfico C2.2 • Balança de bens e serviços ajustada do ciclo, 1996-2019 | Em percentagem do PIB



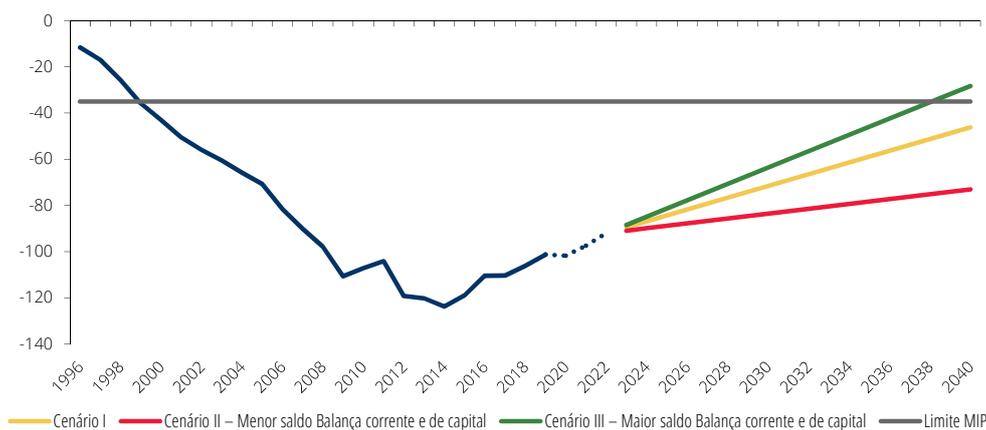
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Caixa 3 • Cenários para a evolução da Posição de Investimento Internacional

A evolução do rácio da PII em percentagem do PIB depende do saldo da balança financeira, do crescimento nominal do PIB, da valorização dos ativos e passivos financeiros, bem como de variações cambiais e outros ajustamentos. Recorrendo a algumas hipóteses simplificadoras é possível avaliar a sensibilidade da trajetória da PII a diferentes cenários para o saldo da balança corrente e de capital.

O Gráfico C.3.1 apresenta o resultado dessas simulações. Num cenário conservador de manutenção de saldos externos próximos de zero, a posição devedora reduz-se muito gradualmente por efeito do crescimento do PIB nominal, situando-se em níveis próximos de 70% do PIB em 2030. Um cenário mais pessimista, com défices externos regulares de cerca de 1,8% do PIB, implicaria que a PII se situaria em cerca de -85% do PIB no final da próxima década. Em alternativa, se o saldo externo mantiver um excedente em torno de 1% do PIB, o endividamento da economia portuguesa reduz-se para cerca de 65% do PIB em 2030. Estes resultados são meramente ilustrativos, tendo subjacente um elevado grau de incerteza. Realce-se que as trajetórias consideradas para a balança corrente e de capital são sensíveis a choques do enquadramento externo. Em particular, choques negativos sobre a procura externa dirigida à economia portuguesa ou um aumento de taxa de juro podem adiar ou pôr em causa o processo de convergência da PII para níveis mais prudentes.

Gráfico C3.1 • Cenários para a evolução da PII | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: Até 2022 foram considerados as projeções apresentadas neste boletim para o PIB e para a balança corrente e de capital (cenário base, a tracejado). Os cenários para o período após 2022 consideram uma taxa de crescimento nominal do PIB de 3,5% e uma rentabilidade implícita da posição de investimento internacional próxima da observada no período recente. A balança corrente e de capital é dividida em duas componentes: a balança de rendimentos e o remanescente. A evolução da balança de rendimentos é determinada pelo *stock* da PII e pela taxa de rentabilidade implícita. A balança remanescente é a variável sobre a qual são formulados os cenários. Assumem-se três cenários para este saldo: no cenário I, este saldo é de 2,5% do PIB, similar ao valor do último ano de projeção; no cenário II, assume-se um saldo inferior (em torno de 1% do PIB) e no cenário III, considera-se um saldo mais elevado (3,5% do PIB). A evolução da PII em percentagem do PIB resulta da acumulação dos saldos da balança corrente e de capital, assumindo-se que as variações de preço, cambiais e outros ajustamentos são nulas. O gráfico apresenta também o limiar de -35% do PIB para a PII, considerado no procedimento dos desequilíbrios macroeconómicos a que os países da UE estão sujeitas no âmbito do semestre europeu. Este limiar corresponde ao quartil inferior da distribuição do rácio da PII no PIB dos estados membros da UE.

Referências

- Amador, J., e Silva, J. F. (2019). "Saldos de balança corrente ajustados do ciclo em Portugal", *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, Vol. V, Nº1.
- Coutinho, L., Turrini, A., e Zeugner, S. (2018). "Methodologies for the assessment of current account benchmarks", *European Commission Discussion Paper 086*, September 2018.
- Croke, H., Kamin, S., e Leduc, S. (2006). "An Assessment of the disorderly adjustment hypothesis for industrial economies", *International Finance* 9 (2006), 37{61.
- Debelle, G. e Galati, G. (2007). "Current account adjustment and capital flows," *Review of International Economics* 15 (2007), 989{1013.
- Esteves, P. S., e Rua, A. (2015). "Is there a role for domestic demand pressure on export performance?" *Empirical Economics*, 49(4), 1173-1189.
- Esteves, P. S., Portela, M., e Rua, A. (2018). "Does domestic demand matter for firms' exports?" *Banco de Portugal Working Paper*, no. 26.
- Fabiani, S., Federico, S., e Felettigh, A. (2016). "Adjusting the external adjustment: Cyclical factors and the Italian current account." *Questioni de Economia e Finanza (Occasional Papers)* 346, Bank of Italy, *Economic Research and International Relations Area*.
- FMI (2014). "Adjustment in Euro Area Deficit Countries: Progress, Challenges, and Policies", IMF Staff Discussion Note 14/7, July 2014.
- FMI (2019). "Global imbalances", note prepared by staff of the IMF for the G20 Finance Ministers meeting, June 2019.
- Freund, C. (2005). "Current account adjustment in industrial countries", *Journal of International Money and Finance*, 24: 1278-1298.
- Milesi-Ferretti, G. M., e Razin, A. (1998). "Sharp reductions in current account: An empirical analysis," *European Economic Review* 42 (1998), 897{908.
- Milesi-Ferretti, G. M., e Razin, A. (2000). "Current account reversals and currency crises: Empirical regularities", in P. Krugman, ed., *Currency Crises* (Cambridge, MA: University of Chicago Press, 2000), 285{326.

