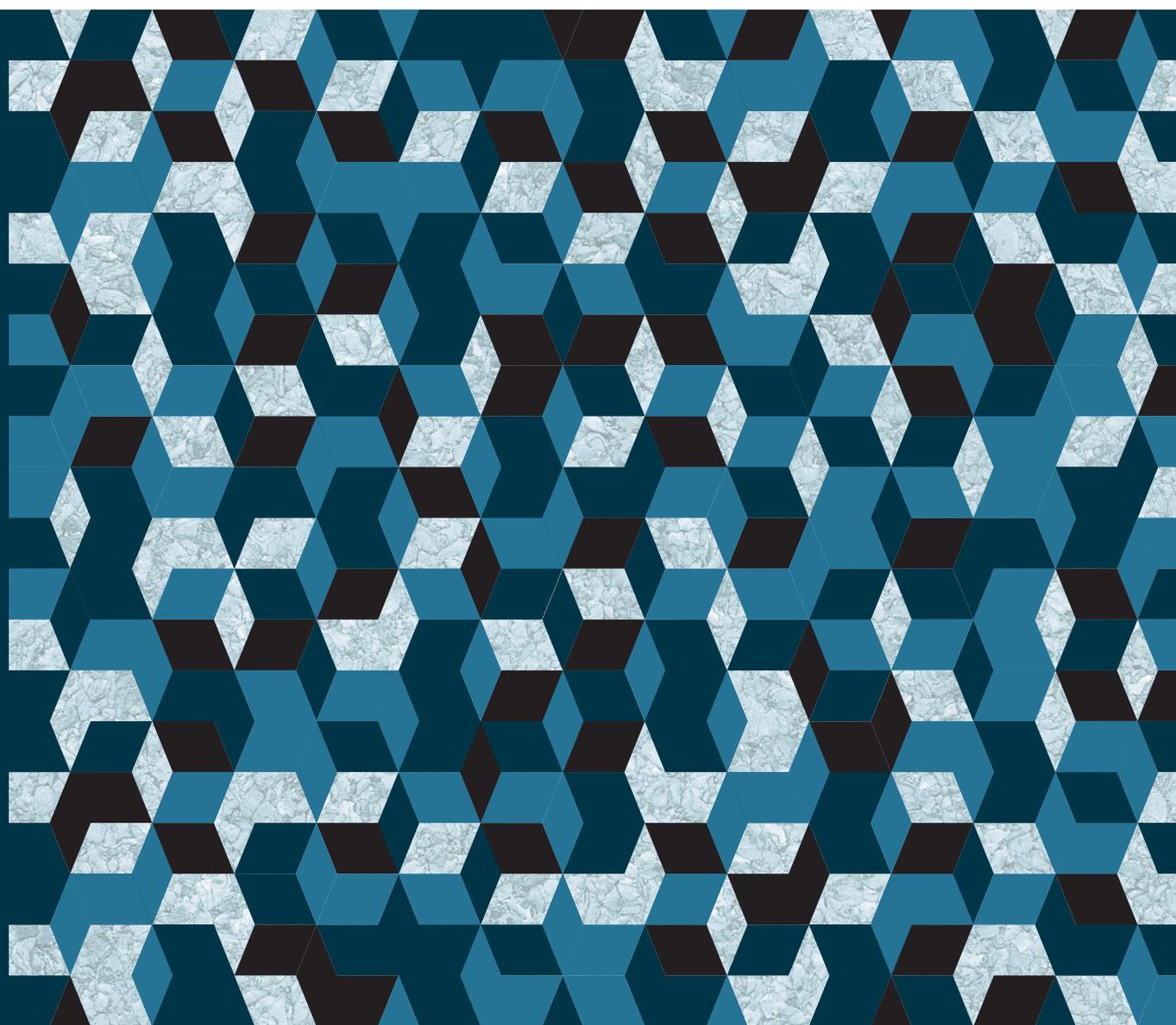




BANCO DE PORTUGAL  
EUROSISTEMA

# Boletim Económico

Junho 2017





# Boletim Económico

Junho 2017



Lisboa, 2017 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

## **I Projeções para a economia portuguesa: 2017-2019**

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção | **13**

Caixa 2 | Uma perspetiva sobre a evolução do stock de bens de consumo duradouro em Portugal | **27**

Caixa 3 | Grau de abertura da economia portuguesa: evolução recente e perspetivas | **30**

Caixa 4 | Perspetivas orçamentais a médio prazo | **34**

Caixa 5 | As regras orçamentais no braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento | **38**

## **II Tema em destaque**

Dinâmica de poupança e investimento das empresas portuguesas | **45**

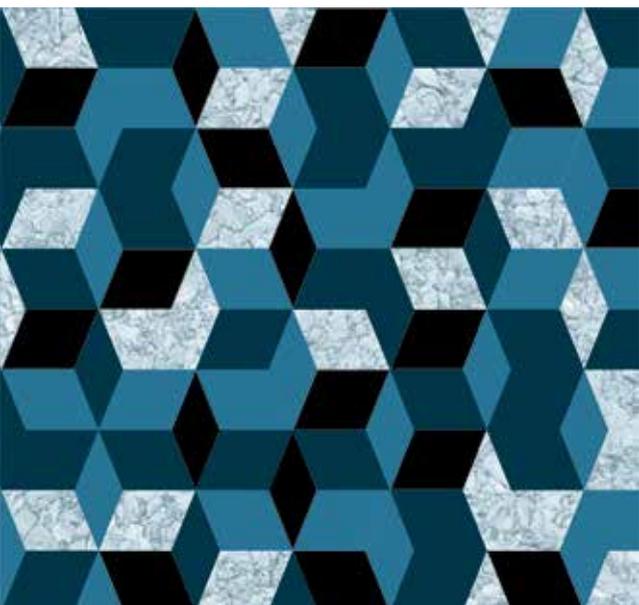
Caixa 1 | Poupança das empresas – uma análise com dados transversais | **57**

## **III Séries**

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2016 | **67**

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2016 | **68**





# I

## Projeções para a economia portuguesa: 2017-2019

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

Caixa 2 | Uma perspetiva sobre a evolução do *stock* de bens de consumo duradouro em Portugal

Caixa 3 | Grau de abertura da economia portuguesa: evolução recente e perspetivas

Caixa 4 | Perspetivas orçamentais a médio prazo

Caixa 5 | As regras orçamentais no braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento



# Projeções para a economia portuguesa: 2017-2019

## 1. Introdução

As projeções para a economia portuguesa apontam para a continuação da recuperação da atividade económica ao longo do período 2017-2019, a um ritmo superior ao observado nos últimos anos. O Produto Interno Bruto (PIB) deverá apresentar crescimentos médios anuais de 2,5 por cento em 2017, 2,0 por cento em 2018 e 1,8 por cento em 2019 (Quadro 1). No final do horizonte de projeção, o nível do PIB deverá situar-se ligeiramente acima do observado antes da crise financeira internacional em 2008. Acresce ainda que o ritmo de crescimento ao longo de todo o horizonte deverá ser superior ao da área do euro, de acordo com as projeções recentemente divulgadas pelo Banco Central Europeu (BCE)<sup>1</sup>. O crescimento do PIB ao longo do horizonte de projeção é revisto em alta face às projeções apresentadas em março, traduzindo o dinamismo assinalável das exportações e do investimento.

Esta projeção integra o exercício do Eurosistema publicado recentemente pelo BCE. De acordo com as hipóteses do exercício, o enquadramento internacional da economia portuguesa deverá manter-se favorável, com a procura externa dirigida à economia portuguesa a acelerar em 2017 e a manter um crescimento robusto no período 2018-2019, embora abaixo do observado antes da crise financeira internacional (Caixa 1: “Hipóteses do exercício de projeção”). As condições monetárias e financeiras deverão manter-se globalmente estáveis ao longo do horizonte de projeção, enquanto os preços das matérias-primas, em particular do petróleo, deverão registar um aumento acentuado em 2017 e apresentar uma relativa estabilização, em termos médios, no período 2018-2019.

**Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal: 2017-2019 | Taxa de variação anual, em percentagem**

	Pesos 2016	BE junho 2017			Projeção março 2017				
		2016	2017 <sup>(p)</sup>	2018 <sup>(p)</sup>	2019 <sup>(p)</sup>	2016	2017 <sup>(p)</sup>	2018 <sup>(p)</sup>	2019 <sup>(p)</sup>
Produto Interno Bruto	100,0	1,4	2,5	2,0	1,8	1,4	1,8	1,7	1,6
Consumo privado	65,8	2,3	2,3	1,7	1,7	2,3	2,1	1,4	1,4
Consumo público	18,0	0,5	0,4	0,6	0,3	0,8	0,2	0,5	0,2
Formação bruta de capital fixo	14,8	-0,1	8,8	5,3	5,5	-0,3	6,8	5,0	4,8
Procura interna	98,8	1,5	2,6	2,2	2,1	1,5	2,5	1,8	1,7
Exportações	40,3	4,4	9,6	6,8	4,8	4,4	6,0	4,8	4,5
Importações	39,1	4,4	9,5	6,9	5,2	4,4	7,3	4,8	4,7
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em p.p.) <sup>(a)</sup>									
Procura interna		0,5	0,8	0,8	0,8	0,5	0,8	0,7	0,7
Exportações		0,9	1,8	1,2	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9
Emprego <sup>(b)</sup>		1,6	2,4	1,3	1,3	1,6	1,6	1,0	1,1
Taxa de desemprego		11,1	9,4	8,2	7,0	11,1	9,9	9,0	7,9
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,7	2,1	2,4	2,4	1,7	1,0	1,1	1,2
Balança de bens e serviços (% PIB)		2,2	2,0	2,2	2,0	2,2	1,4	1,3	1,4
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,6	1,6	1,4	1,5	0,6	1,6	1,5	1,5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado, p.p. – pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa “O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2014. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

Neste enquadramento favorável, projeta-se uma forte aceleração das exportações em 2017 e a manutenção de um crescimento robusto em 2018-2019, refletindo a aceleração da procura externa e ganhos adicionais significativos de quota de mercado. Em 2019 o valor das exportações de bens e serviços deverá situar-se cerca de 65 por cento acima do nível registado em 2008.

A aceleração da atividade em 2017 deverá ainda assentar numa recuperação da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), refletindo a manutenção do forte dinamismo da FBCF empresarial e uma marcada recuperação do investimento público e do investimento residencial. Em 2018-2019 projeta-se a continuação de um crescimento robusto da FBCF, em particular da componente empresarial, num quadro de manutenção de condições monetárias e financeiras estáveis e de perspetivas favoráveis quanto à evolução da procura global. Por seu turno, o consumo privado deverá apresentar um crescimento ligeiramente inferior ao do PIB ao longo de todo o horizonte de projeção, refletindo o crescimento moderado dos salários reais e a necessidade de continuação do processo de redução do nível de endividamento das famílias.

A evolução da atividade deverá ser acompanhada por uma melhoria das condições no mercado de trabalho, projetando-se a continuação do crescimento do emprego e a manutenção da trajetória decrescente da taxa de desemprego. Por seu turno, a taxa de inflação deverá situar-se em 1,6 por cento em 2017 e estabilizar em torno de 1,5 por cento em 2018-2019, refletindo as hipóteses para a evolução do preço do petróleo e uma aceleração gradual dos preços da componente não energética ao longo do horizonte de projeção. As projeções para a inflação encontram-se aproximadamente em linha com as relativas ao conjunto da área do euro.

O padrão de crescimento económico projetado – em que as exportações e a FBCF se apresentam como as componentes mais dinâmicas do PIB – é consistente com uma recuperação mais sustentada da economia portuguesa, já que ocorre num quadro de manutenção de equilíbrios

macroeconómicos fundamentais. A economia portuguesa reforçará a capacidade de financiamento face ao exterior, permitindo, ao longo do horizonte de projeção, a continuação da redução gradual dos níveis de endividamento externo.

## 2. Informação recente

As projeções para a economia portuguesa apresentadas neste Boletim incorporam o conjunto de informação disponível até 22 de maio de 2017 e as hipóteses técnicas subjacentes ao exercício de projeção do Eurosistema divulgado pelo BCE no dia 8 de junho (Caixa 1: “Hipóteses do exercício de projeção”).

Em 2016, o PIB continuou a apresentar um crescimento moderado em termos reais, registando-se uma ligeira desaceleração face ao ano anterior (1,4 por cento, após 1,6 por cento em 2015). Este ligeiro abrandamento da atividade económica refletiu a evolução menos favorável do investimento, destacando-se a queda registada na FBCF em construção, e a desaceleração das exportações, quer de bens quer de serviços excluindo turismo. Considerando a evolução intra-anual do PIB, observou-se um perfil de aceleração muito marcado, com um crescimento homólogo de 1,9 por cento no segundo semestre, após 1,0 por cento no primeiro semestre. Este maior crescimento na segunda metade do ano foi extensível a todas as componentes da despesa, com exceção do consumo público (Gráfico 2.1).

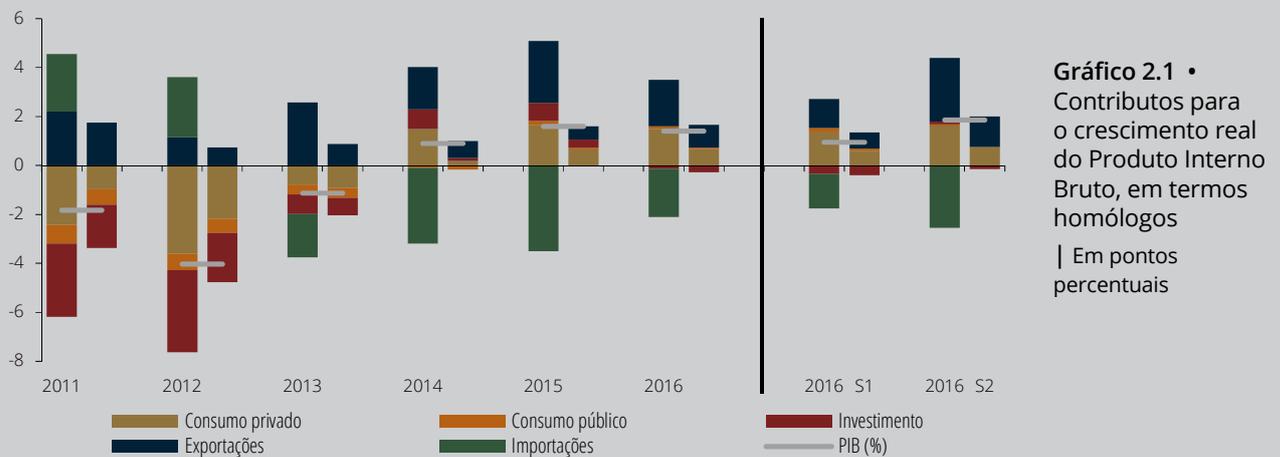
### Forte aceleração da atividade económica no primeiro trimestre de 2017

No primeiro trimestre de 2017, de acordo com a estimativa rápida divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), o PIB aumentou 2,8 por cento em termos homólogos, acentuando o perfil de aceleração iniciado no terceiro trimestre de 2016. Face ao trimestre anterior, a atividade económica cresceu 1,0 por cento (Gráfico 2.2). Nos últimos trimestres, o dinamismo da atividade tem-se revelado superior ao da área

do euro, avaliado quer em taxas de variação em cadeia quer em termos homólogos (Gráfico 2.3).

As Contas Nacionais Trimestrais para o primeiro trimestre de 2017 apenas foram divulgadas após a data de fecho de dados deste Boletim, pelo que não foram incorporadas na presente projeção. Não obstante, a avaliação realizada neste exercício de projeção, com base na informação de conjuntura disponível até à data de fecho, corresponde, no essencial, à informação posteriormente divulgada pelo INE.

A expansão da atividade económica é corroborada pela generalidade dos indicadores de curto prazo que apontam para um desempenho favorável da economia portuguesa no primeiro trimestre. A título de exemplo, refira-se a melhoria do indicador de sentimento económico nos dois últimos trimestres, refletindo o aumento da confiança dos agentes económicos, especialmente dos consumidores e dos empresários da indústria transformadora e da construção (Gráfico 2.4).



Fontes: INE e Banco de Portugal.

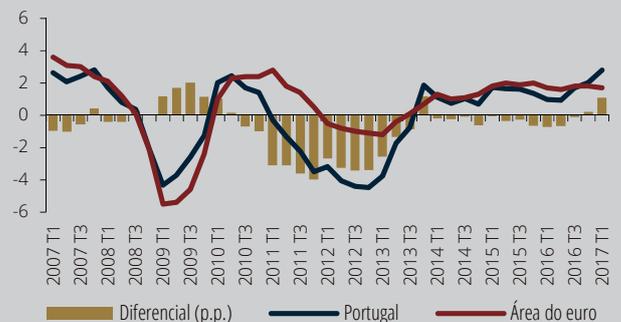
Notas: Para cada ano são apresentadas duas barras: a da esquerda corresponde aos contributos brutos, e a da direita aos contributos líquidos de importações. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa do Banco de Portugal das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa "O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal", *Boletim Económico* de junho de 2014.

**Gráfico 2.2 • Produto interno bruto, em termos reais | Taxas de variação, em percentagem**



Fonte: INE.

**Gráfico 2.3 • Produto interno bruto em Portugal e na área do euro, em termos reais | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: Eurostat e INE.

Nota: p.p. – pontos percentuais.

## Abrandamento do consumo privado e maior dinamismo da FBCF

Num cenário de aumento do rendimento disponível, condições mais favoráveis no mercado de trabalho e manutenção da confiança dos consumidores em níveis historicamente altos, o consumo privado voltou a apresentar um aumento forte no primeiro trimestre de 2017, ainda que menos pronunciado do que o do trimestre anterior.

Este abrandamento em termos homólogos refletiu, em larga medida, o menor crescimento do consumo privado de automóveis, em linha com a evolução das vendas de veículos ligeiros de passageiros (Gráfico 2.5). Note-se que a evolução da aquisição destes veículos foi afetada por efeitos relacionados com a antecipação de compras devido às entradas em vigor dos Orçamentos do Estado em abril de 2016 e janeiro de 2017. Acresce ainda que o perfil de desaceleração gradual surge após crescimentos elevados nos anos anteriores, num contexto de recuperação do *stock* de automóveis depois das quedas muito acentuadas registadas em 2011 e 2012 (Caixa 2: “Uma perspetiva sobre a evolução do

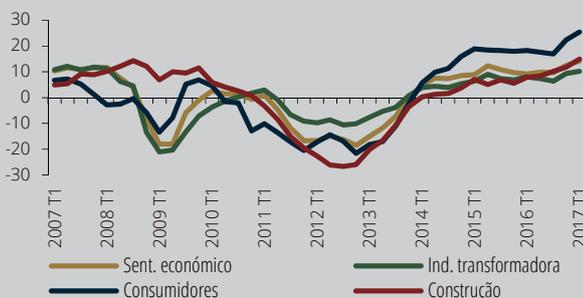
*stock* de bens de consumo duradouro em Portugal”).

De acordo com os indicadores de curto prazo, a componente de bens duradouros excluindo automóveis voltou a registar um aumento significativo, após taxas de variação próximas de zero desde o terceiro trimestre de 2015, enquanto o consumo de bens não duradouros e serviços manteve um crescimento robusto, ainda que inferior ao do trimestre anterior.

Por seu turno, a FBCF apresentou um forte dinamismo no primeiro trimestre de 2017, superior ao observado no trimestre anterior. Esta evolução, em termos homólogos, refletiu a aceleração da FBCF em construção e, em menor grau, da FBCF em máquinas e equipamentos. Por outro lado, a FBCF em material de transporte desacelerou de acordo com os indicadores mensais disponíveis para o primeiro trimestre.

O crescimento da FBCF em construção no primeiro trimestre de 2017 está em linha com o forte aumento das vendas de cimento do mercado nacional, associado em parte ao aumento da atividade de recuperação de edifícios, num contexto de condições meteorológicas mais favoráveis

**Gráfico 2.4 • Indicadores de confiança | Desvios face à média dos últimos 10 anos**



Fonte: Comissão Europeia.

**Gráfico 2.5 • Consumo privado de automóveis, em termos reais | Milhares de veículos e taxas de variação homóloga em percentagem**



Fontes: ACAP, INE e Banco de Portugal.

Notas: \* – Em média móvel de 4 trimestres. A série das vendas de veículos ligeiros de passageiros novos não se encontra ajustada de sazonalidade e efeitos de calendário.

e melhorias consecutivas da confiança na construção. Um comportamento idêntico é visível no índice de produção na construção, cuja recuperação foi extensível quer à componente de engenharia civil quer à de construção de edifícios (Gráfico 2.6). A informação relativa a concursos e contratos adjudicados de obras públicas também confirma a recuperação deste setor, que estará em parte associada a uma gradual normalização da atribuição de financiamento através de fundos europeus no âmbito do Portugal 2020.

Relativamente à FBCF em máquinas e equipamento, a manutenção de um crescimento robusto no primeiro trimestre está em linha com a evolução do indicador de curto prazo para as importações nominais de máquinas, que voltou a acelerar, em termos homólogos, após ter registado aumentos em torno de 11 por cento ao longo do segundo semestre de 2016 (Gráfico 2.7).

### Aceleração forte das exportações

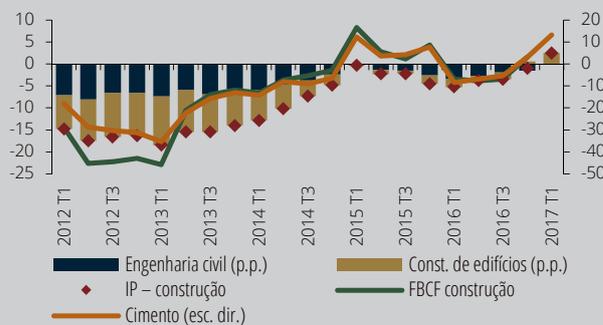
No primeiro trimestre de 2017, as exportações em volume registaram um aumento significativo, em termos homólogos, superior ao do trimestre anterior e ao estimado para a procura

externa, registando-se assim novos ganhos de quota de mercado.

A informação dos indicadores de curto prazo para o comércio internacional, disponível apenas em termos nominais, permite uma análise mais desagregada da evolução das exportações. No entanto, é importante ter em consideração que estas séries refletem, em parte, efeitos de calendário, cujo impacto no primeiro trimestre é positivo<sup>2</sup>. Note-se também que o deflator das exportações de bens e serviços no primeiro trimestre deverá ter apresentado um aumento em termos homólogos, em contraste com as quedas observadas desde 2013.

Em termos homólogos, o desempenho das exportações nominais de bens refletiu, em larga medida, a aceleração da componente excluindo combustíveis, cuja evolução foi relativamente generalizada, quer por país de destino quer por tipo de bem (Gráfico 2.8). No que diz respeito às exportações nominais de serviços, a aceleração em termos homólogos, extensível aos mercados intra e extracomunitários, refletiu o maior crescimento da componente excluindo viagens e turismo, em particular dos serviços de transporte. A componente de viagens

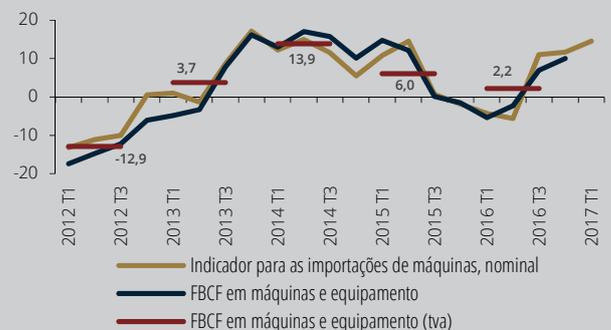
**Gráfico 2.6 • FBCF em construção, em termos reais | Taxas de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: Cimpor, INE, Secil e Banco de Portugal.

Notas: p.p. – pontos percentuais. As barras representam os contributos de cada componente para a taxa de variação homóloga do índice de produção na construção. A série das vendas de cimento está corrigida de sazonalidade e efeitos de calendário.

**Gráfico 2.7 • FBCF em máquinas e equipamento, em termos reais | Taxas de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

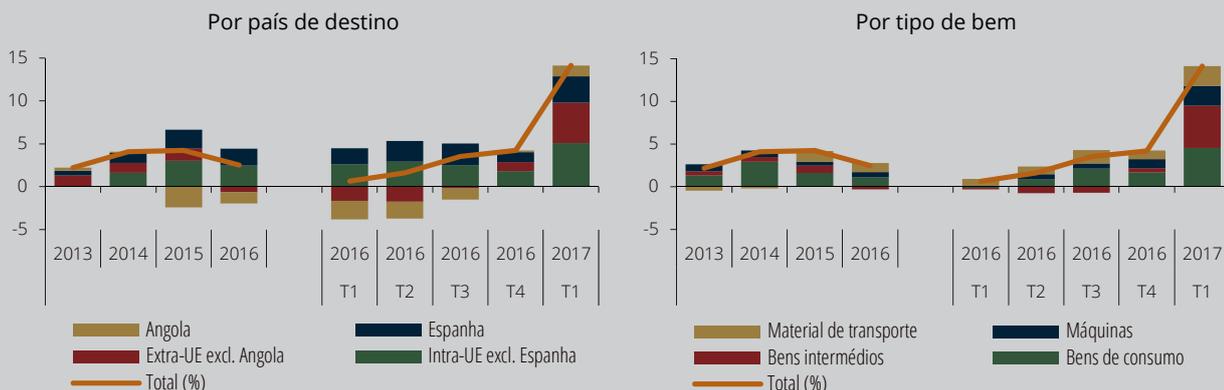
e turismo manteve um elevado dinamismo, registando apenas um ligeiro abrandamento, em termos homólogos, face ao quarto trimestre de 2016 (Gráfico 2.9).

Por fim, as importações em volume registaram igualmente uma aceleração no primeiro trimestre de 2017, mas inferior à das exportações. Face à evolução estimada para a procura global ponderada pelos conteúdos importados, a evolução das importações ficou aquém dos padrões médios, refletindo em parte o comportamento da componente de bens energéticos. Esta evolução traduziu-se num contributo negativo da variação de existências para o PIB.

## Mercado de trabalho mantém evolução favorável

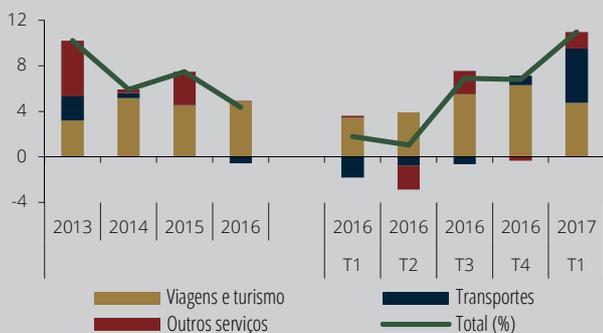
No que diz respeito à evolução do mercado de trabalho, a informação mensal divulgada para o primeiro trimestre de 2017 aponta para um forte aumento do emprego (3,3 por cento em termos homólogos), refletindo evoluções positivas do emprego por conta própria e por conta de outrem, e para uma redução da taxa de desemprego para 9,9 por cento (Gráfico 2.10). No entanto, refira-se que o nível da população empregada se mantém ainda muito abaixo do observado antes de 2008.

**Gráfico 2.8 • Exportações nominais de bens excluindo combustíveis | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais**



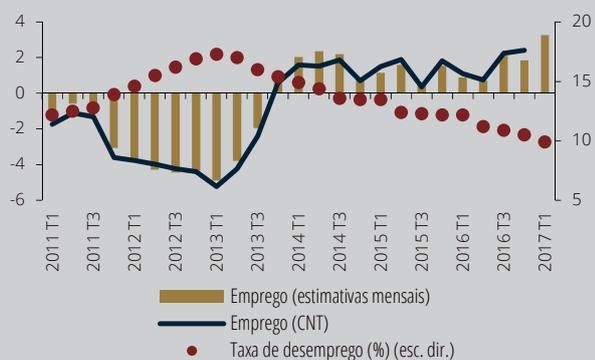
Fonte: INE.

**Gráfico 2.9 • Exportações nominais de serviços | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 2.10 • Evolução do emprego e da taxa de desemprego | Taxas de variação homóloga e nível, em percentagem**



Fonte: INE (CNT e Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego).

## Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

As projeções para a economia portuguesa apresentadas neste Boletim integram o exercício de projeção do Eurosistema, divulgado no dia 8 de junho, pelo que as hipóteses de enquadramento são comuns a esse exercício. O quadro 1 sintetiza as principais hipóteses técnicas, que incorporam informação disponível até 16 de maio no caso do preço do petróleo, taxas de juro e taxas de câmbio e 22 de maio para o restante conjunto de indicadores.

No que diz respeito ao enquadramento internacional, as atuais hipóteses apontam para uma aceleração gradual da atividade económica mundial ao longo do horizonte de projeção, semelhante à antecipada no exercício de março. Face ao mesmo exercício, o crescimento do PIB da área do euro foi revisto ligeiramente em alta no período 2017-2019. Por seu turno, o crescimento esperado para o comércio mundial mantém-se robusto, tendo sido revisto em alta ao longo do horizonte de projeção, destacando-se a magnitude da revisão em 2017. Neste contexto, a procura externa dirigida à economia portuguesa deverá apresentar um crescimento médio em torno de 4 por cento no período 2017-2019, acima do verificado em 2016 e em linha com o projetado para o comércio mundial. A evolução da procura proveniente da área do euro deverá apresentar um perfil descendente ao longo do horizonte de projeção, continuando no entanto a crescer acima da procura com origem em mercados extracomunitários. Face ao exercício de março, salienta-se apenas a revisão em alta das hipóteses para a procura externa em 2017.

Em linha com as hipóteses técnicas do último exercício de projeção do Eurosistema, a projeção agora divulgada pelo Banco de Portugal assume um aumento de 17 por cento do preço do petróleo em dólares em 2017, após as quedas consecutivas registadas desde 2013. Nos anos seguintes, as hipóteses técnicas assumem uma estabilização do preço do barril de *Brent* em torno de 51 dólares. Comparando com o exercício de projeção anterior, registou-se uma revisão em baixa do preço do petróleo em dólares, destacando-se a revisão da taxa de variação para 2017 em cerca de -10 pontos percentuais. A revisão do preço do petróleo em euros foi mais acentuada, dada a ligeira revisão em alta das hipóteses para a taxa de câmbio euro – dólar.

Após a apreciação do euro em 2016, projeta-se, em termos médios anuais, uma variação positiva, mas próxima de zero, da taxa de câmbio efetiva em 2017, o que se traduz numa revisão em alta face ao exercício de março (no qual se antecipava uma depreciação). Refletindo a condução de uma política monetária acomodatória por parte do BCE, a taxa de juro de curto prazo deverá manter-se ligeiramente negativa (ainda que com um perfil ascendente) ao longo do horizonte de projeção, em níveis idênticos aos implícitos no exercício de março. Por outro lado, assistiu-se a uma revisão em baixa da taxa de juro implícita da dívida pública, antecipando-se agora um perfil descendente para o período 2017-2019.

As hipóteses relativas às variáveis orçamentais, que seguem as regras utilizadas no âmbito dos exercícios de projeção do Eurosistema, incorporam todas as medidas de política apresentadas até à data de fecho dos dados que se encontravam especificadas com detalhe. Face às projeções divulgadas em março passado, a inclusão das medidas apresentadas na atualização do Programa de Estabilidade 2017-2021 que satisfazem este critério não teve um impacto muito assinalável nas projeções.

Para o consumo público continua a perspetivar-se, em termos reais, um crescimento bastante contido em todo o horizonte de projeção, em resultado fundamentalmente da hipótese de estabilização do número de funcionários públicos face ao final de 2016. A este fator acresce o facto de se projetar a manutenção de um crescimento moderado da aquisição de bens e serviços, que

decorre em parte da redução da despesa com parcerias público-privadas do setor rodoviário, com um impacto particularmente significativo em 2019. De destacar que o crescimento real projetado para o consumo público é mais baixo em 2017 em resultado da redução do número de horas trabalhadas em meados de 2016. Relativamente à evolução do deflator do consumo público, também não se registaram alterações significativas face à anterior projeção, destacando-se, em 2017, o efeito remanescente da reversão gradual da redução salarial ao longo de 2016.

No que respeita ao investimento público, mantém-se a hipótese de forte aceleração desta componente em 2017 (mesmo excluindo os efeitos extraordinários decorrentes da venda de material militar), seguida de uma evolução sensivelmente em linha com o PIB nominal em 2018 e 2019.

#### Quadro 1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE junho 2017				Projeção março 2017			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Enquadramento internacional									
PIB mundial	tva	3,0	3,3	3,6	3,5	2,9	3,3	3,5	3,6
Comércio mundial	tva	1,5	4,5	3,9	4,0	1,7	3,5	3,9	3,9
Procura externa	tva	1,7	4,5	3,9	4,0	2,0	4,0	4,0	4,0
Preço do petróleo em dólares	vma	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Preço do petróleo em euros	vma	39,8	47,6	47,0	47,1	39,8	52,7	52,8	52,3
Condições monetárias e financeiras									
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,3	3,2	3,1	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	2,6	0,3	0,4	0,0	2,6	-0,6	0,0	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07

Fontes: BCE, *Bloomberg*, *Thomson Reuters* e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação do euro. 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 três 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 e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior. A hipótese para a taxa de juro de longo prazo da dívida pública portuguesa baseia-se numa estimativa da taxa implícita, que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões.

### 3. Procura, oferta e contas externas

#### Recuperação da atividade económica

A economia portuguesa deverá manter uma trajetória de recuperação ao longo do horizonte de projeção, com crescimentos do PIB de 2,5 por cento em 2017, 2,0 por cento em 2018 e 1,8 por cento em 2019. A recuperação da atividade económica é sustentada maioritariamente pelo dinamismo das exportações – refletindo um enquadramento económico e financeiro externo favorável e a manutenção de ganhos de quota de mercado – e pela recuperação do investimento, que continuará a beneficiar da manutenção de condições monetárias e financeiras estáveis e de perspectivas favoráveis quanto à evolução da procura global.

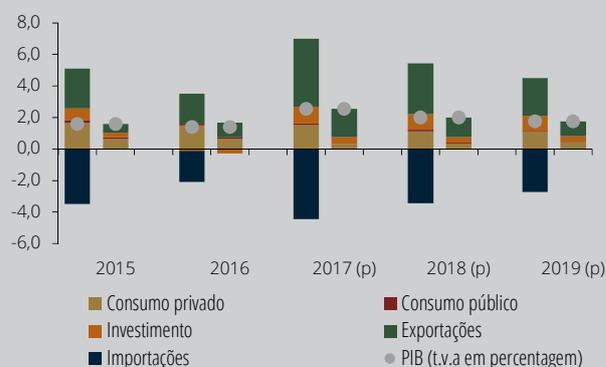
Em termos de contributos líquidos de importações (isto é, deduzindo a cada componente uma estimativa das importações a ela associada), o crescimento da atividade económica ao longo do horizonte de projeção deverá refletir um contributo das exportações superior ao contributo da procura interna (Gráfico 3.1). No final do horizonte, o produto real deverá situar-se pela primeira vez acima do registado antes da crise financeira internacional, o que traduz

a severidade dos choques que atingiram a economia portuguesa, bem como o gradualismo da posterior recuperação. Importa referir que o crescimento do PIB em Portugal deverá ser superior ao projetado para o conjunto da área do euro, revertendo ligeiramente o diferencial negativo acumulado ao longo dos últimos anos (Gráfico 3.2).

Em termos setoriais, projeta-se uma recuperação da atividade generalizada aos principais setores, refletindo o crescimento da procura interna e externa, num quadro de melhoria da confiança em todos os setores produtivos da economia. Refira-se que a recuperação da atividade económica iniciada em meados de 2013 tem assentado, em larga medida, no crescimento do setor dos serviços, em particular nos serviços relacionados com o turismo, bem como, embora em menor medida, no contributo do setor da indústria. Estes traços deverão manter-se no horizonte de projeção. No que diz respeito ao setor da construção, após um período prolongado de quedas sucessivas da atividade, antecipa-se um crescimento forte em 2017 e mais mitigado no resto do horizonte.

O mercado de trabalho deverá apresentar uma evolução favorável ao longo do horizonte de projeção. Assim, após um aumento do emprego de 1,6 por cento em 2016, refletindo em larga medida o aumento do emprego em setores expostos à

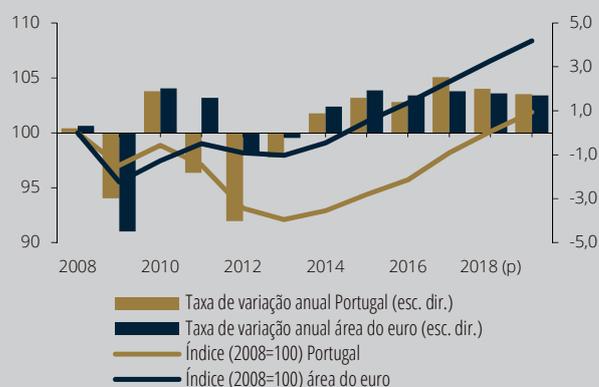
**Gráfico 3.1 • Contributos brutos e líquidos para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. Em cada ano, a barra à esquerda refere-se aos contributos brutos de cada componente para o PIB e a barra da direita aos contributos líquidos correspondentes.

**Gráfico 3.2 • PIB em Portugal e na área do euro | Em percentagem e índice (2008=100)**



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

concorrência internacional, o emprego deverá crescer 2,4 por cento em 2017. No período 2018-2019, projeta-se um crescimento médio anual do emprego de 1,3 por cento, aproximadamente em linha com a sua relação histórica com a atividade. O crescimento do emprego ao longo do horizonte de projeção reflete a evolução do emprego no setor privado já que o emprego no setor público deverá permanecer relativamente estável.

A taxa de desemprego deverá manter um perfil descendente ao longo de todo o horizonte, atingindo 7 por cento em 2019, o que corresponde aos valores médios observados desde o início da área do euro até à crise financeira internacional. Ao longo do horizonte de projeção assume-se uma relativa estabilidade da população ativa, após um período de redução continuada durante 2011-2016, traduzindo as atuais tendências demográficas e migratórias, assim como o aumento gradual da idade da reforma.

Apesar da evolução favorável projetada para o emprego, no final do horizonte de projeção o nível do emprego deverá situar-se ainda em níveis inferiores aos observados no período imediatamente anterior à crise financeira internacional de 2008 (cerca de menos 176 mil indivíduos) (Gráfico 3.3). Por seu turno, a taxa de desemprego em 2019 deverá situar-se abaixo do nível observado antes da crise, num contexto de queda continuada da população ativa nos últimos anos.

A evolução da atividade económica e do emprego ao longo da atual fase de recuperação tem-se traduzido numa dinâmica muito fraca da produtividade aparente do trabalho, implicando um crescimento inferior ao observado em anteriores fases de recuperação económica (Gráfico 3.4). Este perfil tem sido comum a muitas economias avançadas, incluindo a área do euro. Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se a manutenção de uma dinâmica fraca da produtividade do trabalho, com uma virtual estagnação em 2017 e um crescimento médio anual em torno de 0,6 por cento no período 2018-2019.

As explicações para a redução da produtividade aparente do trabalho na atual fase de recuperação são complexas, podendo relacionar-se com alterações na estrutura produtiva e com um contexto em que o capital por trabalhador na economia portuguesa permanece reduzido, após

vários anos de quedas no investimento. Em particular, a forte redução do investimento no período 2009-2013, e o seu impacto sobre a adoção de novas tecnologias e novos processos produtivos, poderão ter condicionado os ganhos de eficiência de uma forma relativamente generalizada a nível setorial. Efetivamente, em comparações internacionais, Portugal surge com um nível de capital por trabalhador muito inferior ao da média na área do euro (Caixa 5.1: “Capital por trabalhador e produtividade” do *Boletim Económico* de maio de 2017).

O gráfico 3.5 apresenta um exercício de decomposição do crescimento que aponta para que a evolução do PIB *per capita* ao longo do horizonte de projeção seja explicada, em larga medida, pelo contributo do fator trabalho (1 p.p. em média no período 2017-2019). O contributo do fator capital deverá ser aproximadamente nulo ao longo do horizonte de projeção, à semelhança do que ocorreu no período 2011-2016, uma vez que, não obstante a recuperação do investimento, este deverá manter-se em níveis que apenas permitem compensar a depreciação do capital. Este é um aspeto limitativo a um maior dinamismo do produto potencial, já que é através do capital que é feita a incorporação de novas tecnologias no processo produtivo. Por seu turno, a acumulação de capital humano, medido pelo número médio de anos de escolaridade da força de trabalho, deverá ter um contributo positivo para o crescimento (0,5 p.p. em média), à semelhança do que tem ocorrido no passado, num contexto de melhoria contínua das qualificações da população em idade ativa. Finalmente, o crescimento do PIB *per capita* em 2017-2019 deverá beneficiar de um contributo positivo da produtividade total dos fatores (0,5 p.p. em média), num contexto de continuação do processo de melhoria na afetação de recursos na economia. Sublinhe-se que este crescimento da produtividade total de fatores contrasta com a queda observada em média desde 1999.

Continuação da recuperação da procura interna, com recomposição favorável ao investimento

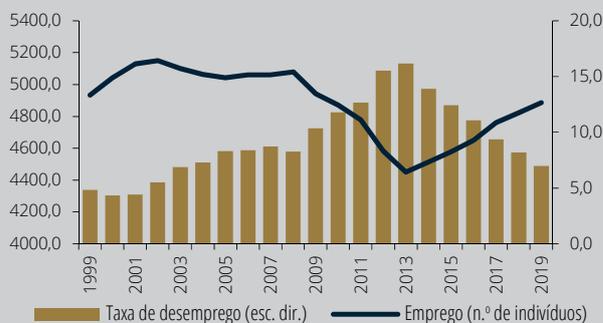
No que se refere à evolução das componentes da procura interna, o consumo privado deverá

apresentar um crescimento médio ao longo do horizonte de projeção ligeiramente inferior ao da atividade. A evolução projetada para o consumo privado implica que em 2019 o nível do consumo deverá estar ligeiramente acima do observado antes da crise financeira internacional (Gráfico 3.6).

Em 2017 antecipa-se um crescimento do consumo privado semelhante ao do ano anterior,

de 2,3 por cento, num quadro de manutenção da política monetária acomodatória do BCE e de melhoria acentuada da confiança dos consumidores, que se tem mantido nos últimos trimestres em níveis historicamente elevados. A evolução do consumo privado conjuga uma aceleração do consumo de bens correntes e serviços com alguma desaceleração do consumo de bens duradouros (Gráfico 3.7).

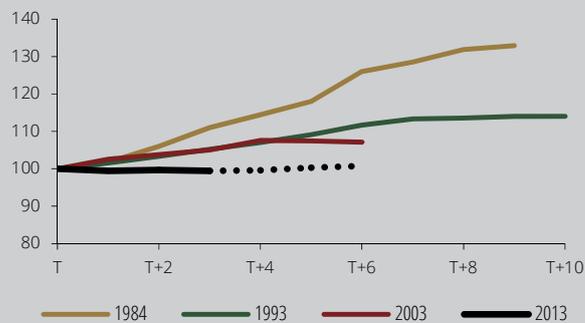
**Gráfico 3.3 • Emprego e desemprego | Em milhares de indivíduos e em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

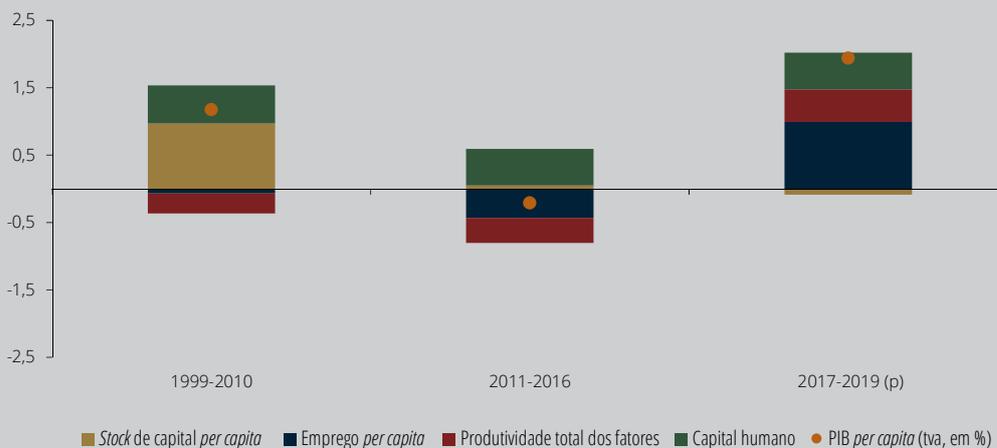
Notas: (p) – projetado. Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

**Gráfico 3.4 • Evolução da produtividade do trabalho em fases de recuperação do ciclo | Índice T=100**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: As recuperações consideradas foram determinadas em função do ciclo económico português e tiveram início (T) em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração. O tracejado assinala o período de projeção.



**Gráfico 3.5 • Decomposição da variação do PIB per capita | Contributos em pontos percentuais**

Fontes: Barro e Lee (2013), Quadros de Pessoal, INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. O exercício de contabilidade do crescimento do PIB per capita tem por base uma função de produção Cobb-Douglas. As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro, R. J. e Lee, J. W (2013), “A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010”, *Journal of Development Economics* 104, pp. 184-198. Para Portugal, estas séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do Inquérito ao Emprego do INE (para 2013 e 2014).

Relativamente ao consumo de bens correntes e serviços, antecipa-se um crescimento deste agregado aproximadamente em linha com o rendimento disponível real, num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho e de crescimento moderado dos salários reais. Refira-se ainda o aumento do salário mínimo em 5,1 por cento concretizado no início de 2017 e a manutenção de algumas medidas de reposição de rendimento incluídas no Orçamento do Estado. Por seu turno, a desaceleração do consumo de bens duradouros ocorre após crescimentos muito significativos nos últimos anos, associados em parte à concretização de despesas adiadas no período de recessão económica (Caixa 2: “Uma perspetiva sobre a evolução do *stock* de bens de consumo duradouro em Portugal”).

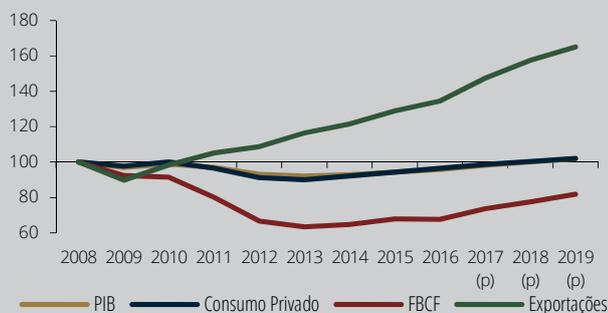
Em 2018 e 2019, o consumo privado deverá desacelerar para 1,7 por cento, refletindo a evolução do rendimento disponível real das famílias, num quadro de crescimento anual do emprego de 1,3 por cento e de aumentos dos salários reais limitados por ganhos reduzidos da produtividade. A desaceleração projetada para o consumo privado é extensível quer à componente de bens duradouros quer ao consumo corrente, projetando-se uma estabilização do peso dos bens duradouros no PIB em 2017-2019. A evolução projetada para o consumo privado e para o rendimento disponível determinam uma

relativa estabilização da taxa de poupança, em torno de 4 por cento. O endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível deverá continuar a reduzir-se, embora a um ritmo mais lento, situando-se em 2019 num nível cerca de 25 p.p. inferior ao observado em 2008, o que constitui uma característica fundamental do processo de ajustamento da economia portuguesa.

Após uma virtual estabilização da FBCF em 2016, condicionada pela queda muito acentuada do investimento público, projeta-se uma forte recuperação ao longo do horizonte de projeção, com um crescimento de 8,8 por cento em 2017 e ligeiramente acima de 5 por cento no período 2018-2019 (Gráfico 3.8). No final do horizonte de projeção, a FBCF total em rácio do PIB deverá continuar a situar-se muito abaixo do valor médio observado desde o início da área do euro, projetando-se que em 2019 represente cerca de dois terços do valor registado em 2000. Esta queda reflete, em larga medida, um forte ajustamento estrutural do investimento público e residencial (Gráfico 3.9).

Após um crescimento de 7,1 por cento em 2016, a FBCF empresarial deverá aumentar 7,6 por cento em 2017 e crescer acima de 6 por cento em 2018-2019. A evolução da FBCF empresarial reflete expectativas positivas para a procura global e a manutenção de condições de financiamento

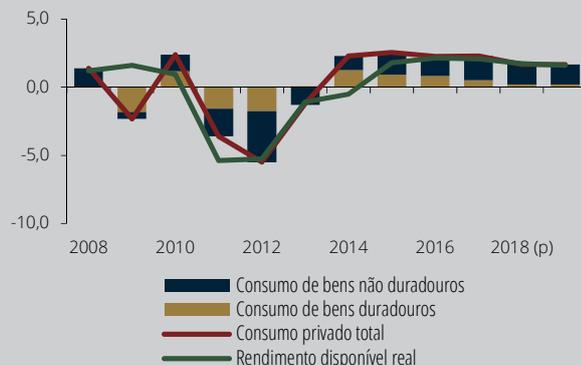
**Gráfico 3.6 • Evolução da composição do PIB**  
| Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 3.7 • Consumo privado e rendimento disponível**  
| Taxa de variação em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

favoráveis. A evolução desta componente reflete ainda a necessidade de renovação do *stock* de capital, após quedas de investimento significativas no período 2009-2013. As projeções atuais incorporam ainda informação sobre investimentos em infraestruturas de larga dimensão que deverão ocorrer no período 2017-2019. Adicionalmente, ao longo do horizonte de projeção, o investimento privado (bem como o investimento público), deverá beneficiar da normalização da atribuição de financiamento através de fundos europeus, que se espera que ocorra após o período inicial de transição para o programa Portugal 2020. O peso da FBCF empresarial no PIB deverá aumentar ao longo do período de projeção, para um nível próximo do valor médio observado antes da crise financeira internacional (1999-2008) (Gráfico 3.9).

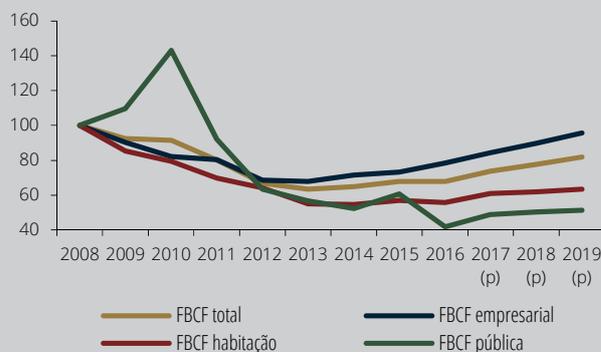
No que diz respeito à FBCF residencial, projeta-se um crescimento de 9,2 por cento em 2017, refletindo, em larga medida, o perfil intra-anual de 2016, caracterizado por uma forte aceleração no último trimestre. A forte recuperação projetada para a FBCF residencial em 2017 está ainda associada a um conjunto de fatores. Para além da manutenção de condições de financiamento favoráveis e da melhoria da situação no mercado de trabalho, é de referir o contributo do investimento relacionado com o turismo e com um aumento da procura por parte

de não residentes. Importa referir que nos anos mais recentes se tem observado um aumento dos preços de habitação – especialmente em centros urbanos, padrão também verificado noutros países europeus – o que é igualmente reflexo de uma recuperação do mercado imobiliário. De acordo com o Índice de Preços da Habitação do INE, em 2016 estes preços aumentaram 7,1 por cento, após um crescimento médio anual próximo de 4 por cento em 2014-2015, situando-se num nível próximo do observado em 2008. Para 2018-2019, projeta-se um crescimento mais moderado do investimento residencial, compatível com uma estabilização do rácio da FBCF residencial no PIB em torno de 2,8 por cento, após um período prolongado de queda deste rácio desde 2000.

A FBCF pública deverá apresentar um forte crescimento em 2017, após uma queda muito acentuada em 2016. Desde 2008 observou-se uma redução do peso da FBCF pública no PIB, atingindo um mínimo inferior a 2 por cento em 2016, cerca de metade do observado em 2008. Para 2018-2019, assume-se um crescimento médio do investimento público em linha com o do PIB.

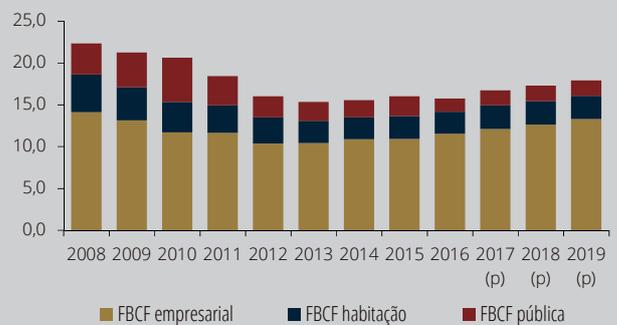
... Aceleração das exportações,  
... num quadro de melhoria  
... do enquadramento internacional

**Gráfico 3.8 • FBCF por setor institucional | Índice 2008=100**



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

**Gráfico 3.9 • Formação bruta de capital fixo | Em percentagem do PIB**



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

Num quadro de melhoria do enquadramento internacional, em particular de aumento da procura externa dirigida à economia portuguesa, e tendo em conta a informação já disponível para os primeiros meses do ano, antecipa-se uma forte aceleração das exportações de bens e serviços em 2017, para um crescimento médio anual de 9,6 por cento (4,4 por cento em 2016). Para o período 2018-2019 projeta-se a manutenção de um crescimento robusto das exportações, com taxas de crescimento de 6,8 e 4,8 por cento, respetivamente (Gráfico 3.10). No que diz respeito à projeção para 2017, importa salientar o perfil marcadamente ascendente da evolução das exportações ao longo de 2016, extensível quer à componente de bens quer aos serviços, com impacto positivo na taxa de variação média anual de 2017, e o crescimento muito acentuado observado no primeiro trimestre do ano corrente. As exportações de bens em 2017 deverão também beneficiar da dissipação de alguns efeitos temporários negativos, associados à redução da produção em unidades industriais dos setores automóvel e energético em 2016, bem como da recuperação das exportações para Angola. As exportações deverão ainda beneficiar, no final de 2017 e ao longo de 2018, do aumento previsto da

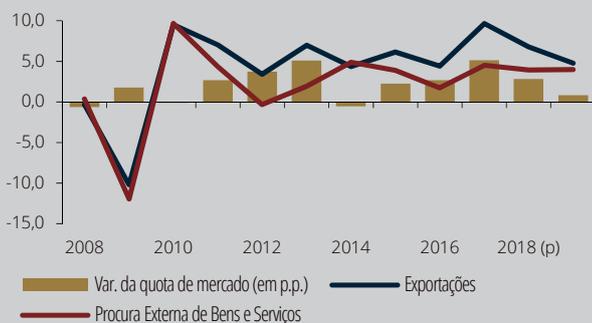
capacidade produtiva de uma unidade industrial do setor automóvel.

No que diz respeito às exportações de turismo, antecipa-se a manutenção de um elevado dinamismo ao longo de todo o horizonte de projeção. Em 2017 foi incorporada alguma informação referente à ocorrência em território português de importantes eventos à escala internacional, com impacto positivo nas exportações. Refira-se que as exportações de turismo cresceram muito acima do total das exportações nos anos recentes, situando-se em 2016 cerca de 60 por cento acima do nível observado em 2008, em termos reais (Gráfico 3.11).

Para 2017 antecipa-se um aumento de cerca de 5 p.p. na quota de mercado dos exportadores portugueses, claramente superior aos ganhos observados nos anos anteriores. Para 2018 e 2019 antecipam-se ganhos adicionais, de cerca de 3,5 p.p. no conjunto dos dois anos.

As importações de bens e serviços deverão apresentar um crescimento de 9,5 por cento em 2017, após 4,4 por cento em 2016, e desacelerar ao longo do horizonte para 5,2 por cento em 2019. Esta evolução está aproximadamente em linha com a procura global ponderada pelos conteúdos importados, tendo em conta

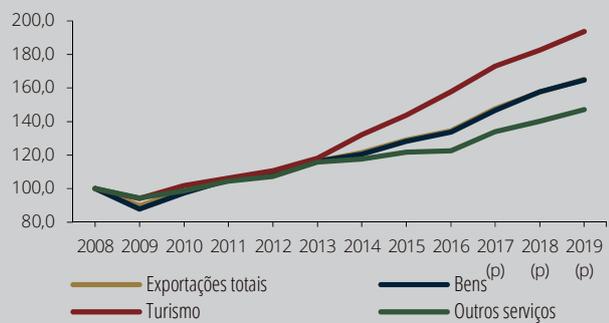
**Gráfico 3.10 • Exportação de bens e serviços e procura externa | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado. p.p. - pontos percentuais.

**Gráfico 3.11 • Exportações de bens e serviços | Índice (2008=100)**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

os padrões médios observados no passado (Gráfico 3.12). O crescimento das importações em 2017 reflete os efeitos desfasados do forte aumento observado no último trimestre de 2016 e o crescimento dinâmico de algumas componentes da procura global, com destaque para o investimento empresarial e para as exportações de bens.

A evolução muito dinâmica das exportações e importações ao longo do horizonte de projeção deverá reforçar o grau de internacionalização da economia portuguesa, traduzindo-se num aumento do grau de abertura – medido pelo peso da soma das exportações e das importações no PIB, em termos nominais – de 72 por cento em 2008 para 79 por cento em 2016 e 93 por cento em 2019 (Caixa 3: “Grau de abertura da economia portuguesa: evolução recente e perspetivas”).

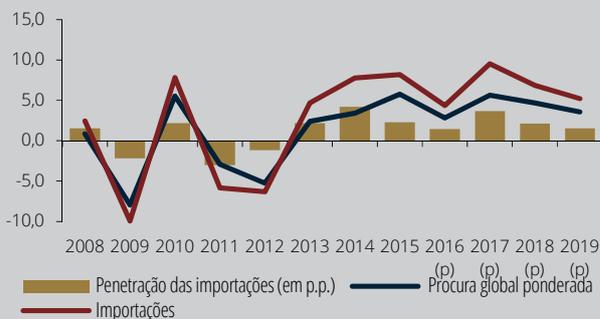
Importa referir que o desempenho positivo das exportações nos anos mais recentes assume uma natureza estrutural, assente numa reestruturação empresarial que se iniciou antes da crise financeira internacional. Este dinamismo das exportações não assentou em ganhos de competitividade por via dos preços (Caixa 6.1: “Evolução dos valores unitários das exportações portuguesas de bens”, *Boletim Económico de*

maio 2017). Refira-se ainda que desde 2011 cerca de metade do crescimento acumulado das exportações de bens e serviços refletiu ganhos de quota de mercado (Gráfico 3.10). A evolução quer das exportações de bens quer de serviços tem sido um dos aspetos mais assinaláveis do processo de ajustamento da economia portuguesa, favorecendo uma forte reorientação de recursos produtivos para setores mais expostos à concorrência internacional.

### Manutenção de capacidade de financiamento ao longo do horizonte de projeção

As atuais projeções apontam para um reforço da capacidade de financiamento da economia portuguesa no período 2017-2019, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital. Este reforço reflete no entanto dinâmicas diferenciadas entre os vários setores, nomeadamente quando se compara a capacidade de financiamento dos particulares e das sociedade não financeiras (Tema em destaque: “Dinâmicas de poupança e investimento das empresas não financeiras”). O saldo conjunto da balança corrente e de capital

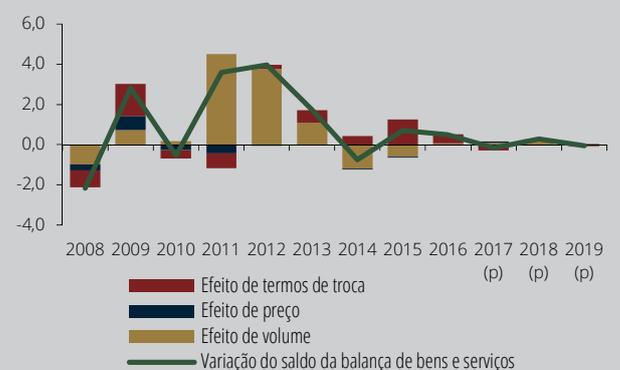
**Gráfico 3.12 • Importações e procura global ponderada | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. p.p. – pontos percentuais.

**Gráfico 3.13 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens e serviços | Em pontos percentuais do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. Para uma descrição da metodologia utilizada, ver Caixa 4.2 “Variação do saldo da balança de bens no primeiro semestre de 2012”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Outono 2012.

situou-se em 1,7 por cento do PIB em 2016, antecipando-se que aumente para 2,1 por cento do PIB em 2017 e para 2,4 por cento do PIB em 2018-2019. O aumento do excedente da balança corrente e de capital reflete uma relativa estabilização do saldo da balança de bens e serviços, em torno de 2,2 por cento do PIB, e uma evolução mais favorável das outras componentes, num quadro de manutenção de taxas de juro baixas e de normalização da distribuição dos fundos comunitários no âmbito do atual programa de financiamento europeu. A relativa estabilização do saldo da balança de bens e serviços resulta, por um lado, do efeito da variação negativa dos termos de troca, refletindo nomeadamente o aumento do preço do petróleo em 2017, e, por outro, de um efeito de volume positivo em 2017 e 2018 (Gráfico 3.13). Importa destacar que desde 2012 se tem observado uma evolução favorável de termos de troca (só em parte resultante do preço do petróleo), que teve um contributo significativo para a melhoria do saldo da balança de bens e serviços e por conseguinte para o ajustamento externo da economia portuguesa.

### Revisão em alta das projeções para o crescimento do PIB ao longo do horizonte

Face às projeções publicadas pelo Banco de Portugal em março, o crescimento do PIB foi revisito em alta 0,7 p.p. em 2017, 0,3 p.p. em 2018 e 0,2 p.p. em 2019. A revisão em 2017 resultou, em larga medida, da incorporação da estimativa rápida do INE para o primeiro trimestre do ano. A projeção agora publicada implica uma revisão em alta de todas as componentes do PIB em 2017, com destaque para as exportações, em particular de bens e de serviços excluindo turismo. Destaque-se ainda o comportamento mais favorável do que o antecipado da FBCF no primeiro trimestre do ano, em particular da componente de construção. Importa ainda referir o crescimento ligeiramente mais elevado do consumo privado, associado à revisão quer da componente de bens duradouros quer da componente de bens correntes e serviços.

As revisões para 2018 e 2019 resultam de um crescimento em alta de todas as componentes da procura, sendo de realçar a revisão das exportações de bens, refletindo a já referida incorporação de informação referente ao aumento da capacidade produtiva numa importante unidade de produção do setor automóvel. Acresce ainda a revisão em alta do consumo privado, decorrente da evolução do rendimento disponível real das famílias, num contexto de melhoria superior à anteriormente projetada das condições no mercado de trabalho e de aumento gradual das perspetivas de crescimento da economia portuguesa.

#### 4. Preços e salários

A inflação, medida pela taxa de variação do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), deverá situar-se em 1,6 por cento em 2017, 1,4 por cento em 2018 e 1,5 por cento em 2019. Face à nota de projeções de março, os níveis da inflação permanecem essencialmente inalterados, tendo-se verificado uma revisão em baixa da inflação dos bens energéticos em 2017 e 2018 – refletindo a atualização das hipóteses técnicas (Caixa 1: “Hipóteses do exercício de projeção”) – compensada, em 2017, por um maior crescimento dos preços dos serviços e dos bens não energéticos.

Comparando com as projeções para a área do euro, divulgadas pelo BCE no dia 8 de junho, a inflação em Portugal deverá ser próxima da inflação na área do euro ao longo do horizonte de projeção, registando-se, em média, um diferencial virtualmente nulo no período 2017-2019 (Gráfico 4.1).

O aumento da inflação projetado para 2017, quer para Portugal quer para a área do euro, está em linha com as sucessivas revisões em alta das expectativas de inflação divulgadas pela *Consensus Economics*, que no caso de Portugal se situam, no entanto, ainda abaixo das projeções apresentadas neste Boletim (Gráfico 4.2).

### Relativa estabilização da inflação ao longo do horizonte de projeção

Após um aumento de 0,6 por cento em 2016, os preços no consumidor deverão crescer em torno de 1,5 por cento ao longo do horizonte de projeção, antecipando-se, no entanto, trajetórias distintas para as componentes energética e não energética (Gráfico 4.3). Em particular, os preços dos bens energéticos deverão aumentar em 2017, após um período longo de quedas sucessivas, estabilizando em 2018-2019, em linha com as hipóteses técnicas para o preço do petróleo (Caixa 1: “Hipóteses do exercício de projeção”). Esta evolução condiciona o perfil da inflação em Portugal, projetando-se contributos nulos desta componente em 2018-2019, após um contributo positivo em 2017.

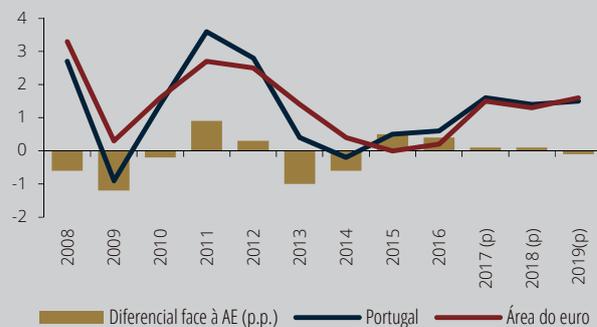
Num contexto de recuperação da atividade económica a nível interno e externo, de aumentos graduais dos salários nominais por trabalhador e de manutenção da política monetária acomodatória por parte do BCE, a inflação excluindo energéticos deverá aumentar em 2017 (1,4 por cento, após 0,9 por cento em 2016), projetando-se um perfil ligeiramente ascendente para

os dois anos seguintes (Gráfico 4.4). Os preços de importação excluindo bens energéticos no período 2017-2019 deverão manter uma taxa de crescimento média próxima de 2 por cento. O deflator das exportações deverá também interromper a trajetória de queda observada desde 2013 (variação média anual de -1,3 por cento entre 2013 e 2016), apresentando uma evolução positiva a partir de 2017. Globalmente, os termos de troca deverão deteriorar 0,2 p.p. em média ao longo do horizonte de projeção, em contraste com os ganhos registados até 2016.

### Deflator do PIB com um crescimento relativamente constante

O deflator do PIB deverá aumentar a um ritmo relativamente constante e próximo do observado em 2016, em torno de 1,6 por cento ao longo do horizonte de projeção. Num quadro de melhoria da situação do mercado de trabalho, os salários nominais por trabalhador deverão acelerar gradualmente entre 2017 e 2019. No entanto, em termos médios anuais, o crescimento

**Gráfico 4.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: BCE, Eurostat e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. p.p. – pontos percentuais.

**Gráfico 4.2 • Previsões para a inflação em Portugal e na área do euro, em 2017 | Em percentagem**



Fonte: Consensus Economics.

desta variável deverá manter-se apenas ligeiramente acima da projeção para a inflação, refletindo ganhos reduzidos de produtividade. No que diz respeito aos custos unitários do trabalho para o total da economia, projeta-se uma desaceleração ao longo do horizonte de projeção.

## 5. Incerteza e riscos

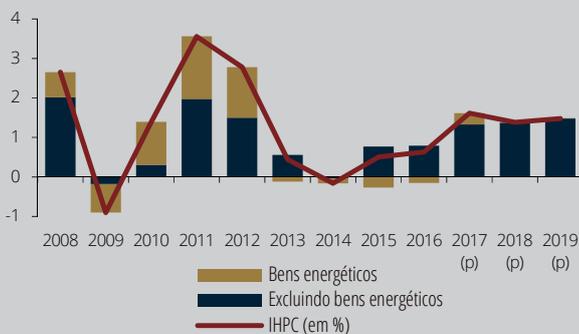
As projeções apresentadas representam o cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses incluídas na “Caixa 1: Hipóteses do exercício de projeção”. A não materialização destas hipóteses, bem como a possibilidade de ocorrência de acontecimentos que, pela sua natureza idiossincrática, não foram considerados nas projeções dão origem a um conjunto de riscos e incertezas. A análise quantificada dos riscos e da incerteza em torno da projeção é apresentada nesta secção.

Riscos equilibrados para a atividade económica no curto prazo e descendentes no médio prazo. Riscos equilibrados para os preços

Ao longo do horizonte de projeção podem ser identificados fatores de risco e incerteza decorrentes quer do enquadramento internacional, quer de fatores internos. A nível internacional consideram-se riscos descendentes associados (i) a um reforço das políticas protecionistas nos Estados Unidos e a nível global, com consequências negativas para o comércio internacional e para o crescimento mundial a médio prazo, em particular na área do euro, (ii) a preços do petróleo mais elevados do que os considerados na projeção, associados a um reequilíbrio mais rápido do que o antecipado na oferta de petróleo e (iii) à possibilidade de um recrudescimento das tensões nos mercados financeiros europeus. A nível interno, foram identificados riscos descendentes associados (iv) a eventuais desenvolvimentos adversos (relacionados com o ponto (iii) referido anteriormente) e (v) à possibilidade de serem necessárias medidas de consolidação orçamental adicionais tendo em vista o cumprimento dos objetivos assumidos no médio prazo (Caixa 4: “Perspetivas orçamentais a médio prazo”).

Por outro lado, foram identificados riscos ascendentes associados (i) a um crescimento mais forte

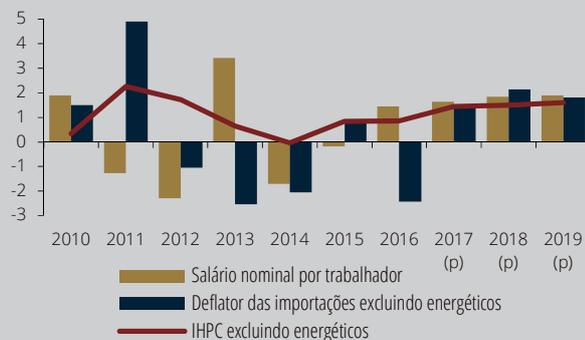
**Gráfico 4.3 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual, em pontos percentuais**



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 4.4 • Evolução do IHPC excluindo bens energéticos | Taxas de variação anual, em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

no curto prazo, em particular do investimento empresarial, em linha com a evolução recente dos indicadores de sentimento económico observados não só em Portugal mas também em outras economias avançadas, (ii) a perspetivas mais

positivas para o mercado imobiliário e (iii) a uma recuperação mais forte do que a antecipada do investimento público, após uma queda superior a 30 por cento em 2016.

**Quadro 5.1 • Fatores de risco – probabilidade de uma realização inferior ao considerado na projeção | Em percentagem**

	2017	2018	2019
<b>Variáveis de enquadramento</b>			
Procura externa	50	55	55
Consumo público	55	60	60
<b>Variáveis endógenas</b>			
FBCF	45	50	50

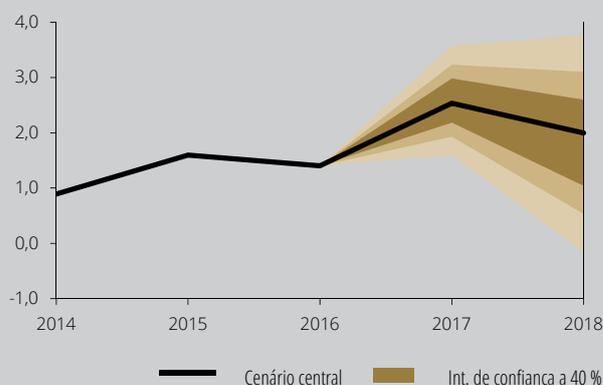
Fonte: Banco de Portugal.

**Quadro 5.2 • Cenário macroeconómico – probabilidade de uma realização inferior à da projeção atual | Em percentagem**

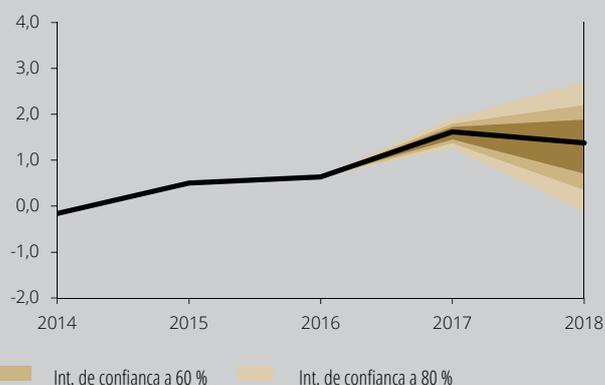
	Pesos	2017	2018	2019
<b>Produto interno bruto</b>				
Consumo privado	66	48	51	53
FBCF	15	43	51	54
Exportações	40	49	54	55
Importações	39	46	53	55
<b>IHPC</b>				
		52	53	53

Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 5.1 • Produto interno bruto | Taxa de variação, em percentagem**



**Gráfico 5.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Taxa de variação, em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

O conjunto de riscos identificados anteriormente traduz-se numa probabilidade de 55 por cento da evolução da procura externa em 2018 e 2019 ser mais desfavorável do que a considerada na projeção apresentada neste Boletim. No que diz respeito ao consumo público, identifica-se igualmente um risco em baixa, com probabilidade de 55 por cento em 2017 e 60 por cento em 2018 e 2019, enquanto para o investimento foi identificado um risco em alta com probabilidade de 55 por cento em 2017 (Quadro 5.1).

A combinação dos fatores de risco acima referidos implica riscos equilibrados no curto prazo para o crescimento real do PIB e ligeiramente descendentes no médio prazo. Os riscos para a inflação são globalmente equilibrados ao longo do horizonte de projeção (Quadro 5.2, Gráfico 5.1 e Gráfico 5.2).

## 6. Conclusões

Este Boletim apresenta uma atualização das projeções macroeconómicas para o período 2017-2019, em que releva a revisão em alta do crescimento económico ao longo de todo o horizonte de projeção. Esta revisão reflete, em parte, o conjunto de informação recente, que se revelou sistematicamente mais favorável que o anteriormente projetado. A recuperação da atividade económica tem subjacente um dinamismo elevado das exportações e do investimento empresarial, sendo acompanhada pelo aumento do emprego no setor privado e pela redução continuada da taxa de desemprego. Este perfil é consistente com a manutenção de equilíbrios macroeconómicos fundamentais, com destaque para o excedente externo da economia portuguesa. Assim, o padrão de crescimento económico projetado apresenta características consistentes com uma recuperação sustentada da economia portuguesa. O ritmo de crescimento ao longo de todo o horizonte deverá ser superior ao da área do euro, tendo em conta as projeções recentemente divulgadas pelo BCE, traduzindo-se num reinício do processo de convergência real, interrompido desde o início dos anos 2000.

Apesar da capacidade de ajustamento macroeconómico que a economia portuguesa tem revelado ao longo dos últimos anos e da reestruturação setorial assente numa dinâmica de internacionalização das empresas, persistem importantes constrangimentos ao crescimento de longo prazo, incluindo o elevado nível de endividamento dos vários setores da economia, o baixo nível de capital produtivo por trabalhador, uma evolução demográfica desfavorável e um elevado nível de desemprego de longa duração.

Neste contexto, é importante aprofundar a orientação de recursos para empresas mais expostas à concorrência internacional e mais produtivas, aumentando os incentivos à inovação, à mobilidade de fatores e ao investimento em capital físico e humano, criando desta forma condições para um aumento sustentado da produtividade e do potencial de crescimento da economia. Adicionalmente, a manutenção de um enquadramento institucional e fiscal previsível contribuirá para preservar a confiança dos investidores e assegurar um ambiente favorável ao investimento. O esforço de redução do elevado nível de endividamento do setor privado deverá prosseguir – agora num quadro mais favorável em termos de evolução do rendimento disponível e do PIB em termos nominais – reduzindo a vulnerabilidade da economia portuguesa a choques adversos. Adicionalmente, é importante concretizar uma redução sustentada do endividamento público, o que requer a manutenção do esforço de consolidação orçamental, após a saída do procedimento por défices excessivos (Caixa 5: “As regras orçamentais no braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento”). A natureza temporária do atual conjunto alargado de medidas não convencionais de política monetária na área do euro e a persistência de riscos descendentes para a atividade no médio prazo reforçam a importância e urgência de progressos estruturais nestas várias dimensões.

## Caixa 2 | Uma perspetiva sobre a evolução do *stock* de bens de consumo duradouro em Portugal

O consumo de bens duradouros tem por base uma decisão com um horizonte temporal prolongado, dado que, por definição, os bens duradouros proporcionam um fluxo de serviços ao longo do tempo. A análise da evolução do consumo de bens duradouros deve ser assim complementada com uma análise do respetivo *stock*, que resulta de consumos realizados em períodos anteriores. Esta conjugação torna-se particularmente relevante em períodos de forte contração e expansão do consumo de bens duradouros, tal como observado em Portugal nos últimos anos. De facto, entre 2009 e 2012 o consumo de bens duradouros diminuiu cerca de 40 por cento, tendo crescido cerca de 47 por cento posteriormente.

Esta caixa visa apresentar algumas estimativas do *stock* de bens duradouros na economia portuguesa no passado recente. Note-se que estas estimativas devem considerar a depreciação do *stock*, ou seja, devem ter em conta que o fluxo de utilidade proporcionado por um determinado bem duradouro diminui com o tempo. A análise foi realizada separadamente para a componente automóvel (que correspondeu a 57 por cento do consumo de bens duradouros em 2016) e para os outros bens duradouros (bens para o lar, computadores, entre outros), devido às suas diferentes características.

O *stock* de bens duradouros líquido de depreciação ( $S_t$ ) é dado por:

$$S_t = S_{t-1} + C_t - D_t \quad (1)$$

onde:

$C_t$  = Consumo (aquisição) de bens duradouros no período  $t$ ;

$D_t$  = Depreciação de bens duradouros no período  $t$  (esta componente contabiliza também os bens duradouros que deixam de ser utilizados).

Nesta análise, utilizou-se o método do inventário permanente<sup>3</sup>, de acordo com o qual o *stock* de bens duradouros líquido de depreciação pode ser descrito como:

$$S_t = \sum_{j=0}^L C_{t-j} g_{t-j} (1 - \delta_j) \quad (2)$$

onde:

$g_{t,j}$  é a proporção de bens adquiridos no período  $t-j$  ainda em uso no período  $t$ ;

$L=2n$  é vida útil máxima dos bens, em que  $n$  é vida útil média dos bens;

$\delta_j$  é a taxa de depreciação  $j$  períodos após a aquisição do bem.

De acordo com a equação (2), o *stock* de bens duradouros corresponde à soma dos fluxos “vivos” num dado momento, contabilizados de acordo com o seu valor económico (ou seja, líquido de depreciação). Para realizar este cálculo é necessário definir uma função de sobrevivência ( $g_{t,j}$ ) e a duração da vida média dos bens. Em relação à função de sobrevivência, assumiu-se a opção mais usual na literatura, que admite que um fluxo de consumo está “vivo” na sua totalidade ao longo do período médio de vida útil, sendo posteriormente inutilizado na totalidade. Portanto  $g_{t,j}=1$  para  $j \leq n$  e 0 subsequentemente. No que concerne a depreciação, assume-se o método linear, ou seja, a taxa de depreciação é constante ao longo da vida útil média do bem e igual a  $1/n$ .

Em relação à vida média dos bens duradouros, consideraram-se hipóteses utilizadas por vários organismos internacionais. Em particular, com base na informação do BEA<sup>4</sup> definiu-se uma vida útil média para os bens duradouros não automóveis de 10 anos, à exceção dos computadores, para os quais se assumiu uma vida útil média de 5 anos<sup>5</sup>. Em resultado destas hipóteses, obteve-se uma vida útil média para os bens não duradouros não automóveis de 7 anos. Para a componente automóvel assumiu-se uma vida útil média de 10 anos<sup>6</sup>, embora exista evidência de algum aumento da idade média dos veículos desde a crise financeira<sup>7</sup>.

Dada a incerteza na determinação da duração da vida útil e a sua potencial variabilidade ao longo do tempo, o *stock* para cada subcomponente foi calculado também para uma margem de  $\pm 4$  anos em torno da hipótese central. Até ao início de década de 2000, estas diferentes hipóteses não têm um impacto significativo no perfil do *stock*, mas posteriormente implicam divergências mais relevantes, já que é nesse período que se observam reduções mais acentuadas dos fluxos.

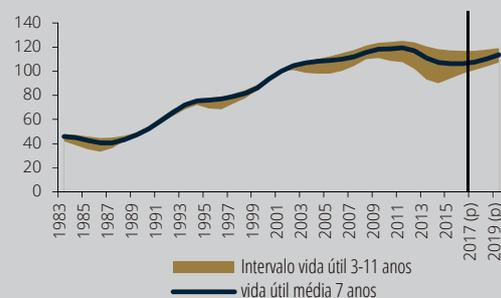
Os resultados do exercício são apresentados nos gráficos 1 e 2, que incluem o *stock* correspondente à hipótese central de vida útil média, bem como o máximo e mínimo do *stock* calculado com o conjunto de hipóteses alternativas consideradas. Os fluxos de consumo considerados são os subjacentes às Contas Nacionais<sup>8</sup>. No caso dos automóveis, observa-se uma redução do *stock* desde 2002, particularmente marcada entre 2012 e 2015. Em 2016, de acordo com as estimativas deste exercício, o *stock* de automóveis encontra-se cerca de 40 por cento abaixo do nível máximo no período considerado. As atuais projeções implicam uma trajetória de recuperação nos próximos anos, mas para níveis ainda marcadamente abaixo dos do início da década anterior. O mínimo do intervalo gerado pelo conjunto de hipóteses consideradas para a vida útil média coincide com a hipótese central de 10 anos no final do horizonte de projeção. Tal resulta da dinâmica muito acentuada de recuperação das vendas de automóveis no período mais recente. Esta implica que, para *stocks* calculados com base numa vida útil mais reduzida, o impacto dos fluxos mais baixos observados durante a crise desaparece mais rapidamente e os fluxos mais recentes assumem um peso no *stock* relativamente maior que na hipótese central.

No caso dos bens duradouros não automóveis, observou-se uma tendência do *stock* em geral ascendente até 2011 e uma queda acumulada no período posterior, mas muito mais moderada

**Gráfico 1 • Stock de automóveis**  
| Índice 2001=100



**Gráfico 2 • Stock de bens duradouros excluindo automóveis**  
| Índice 2001=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: devido à volatilidade dos fluxos de consumo ao longo do tempo, o máximo e o mínimo dos intervalos apresentados não correspondem sempre à mesma hipótese de vida útil média. A linha vertical define o início do período de projeção.

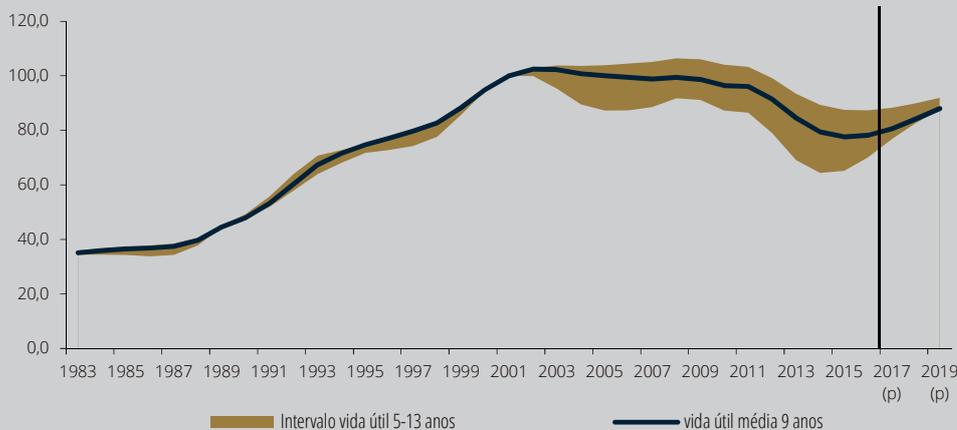
do que a observada nos automóveis. No final do horizonte de projeção, estima-se que o nível do *stock* de automóveis (para a vida útil média de 10 anos) deva situar-se próximo do observado em 2012, mas ainda significativamente abaixo do nível de 2008. No caso dos bens duradouros não automóveis, pelo contrário, o nível do *stock* deverá situar-se próximo do observado em 2008.

O gráfico 3 apresenta a estimativa para os bens duradouros como um todo, obtida através da mesma metodologia utilizada para as componentes, assumindo uma vida útil média de 9 anos, ou seja, a média ponderada das hipóteses relativas à vida útil das componentes automóvel e não automóvel. O resultado obtido é idêntico ao que resulta da mesma estimativa obtida pelo método indireto, i.e., somando os *stocks* de automóveis e de bens duradouros excluindo automóveis obtidos anteriormente. Este *stock* manteve-se relativamente estável entre 2001 e o início da crise da dívida soberana, apresentando a partir daí uma redução. Em 2016 apresentou uma ligeira recuperação, que se deverá acentuar ao longo do horizonte de projeção.

O aumento do *stock* de bens duradouros implícito na atual projeção insere-se num quadro de realização de despesas planeadas que foram adiadas durante o período da crise (*pent-up-demand*)<sup>9</sup>, em particular no caso dos automóveis. No final do horizonte de projeção, antecipa-se que o *stock* de bens duradouros se situe em níveis claramente inferiores aos observados antes da crise financeira internacional.

Neste âmbito, é igualmente importante aferir qual será o nível de equilíbrio para o *stock* de bens duradouros no futuro. Esta é uma questão de difícil resposta – e que não se aborda nesta caixa – dado que este nível de equilíbrio varia no tempo e é condicionado por fatores estruturais, como a necessidade de desalavancagem das famílias, a tendência de redução da população e da natalidade<sup>10</sup> e fatores cíclicos que podem condicionar a evolução do *stock* no curto e médio prazos. De entre estes, refira-se a evolução das expectativas quanto ao rendimento permanente, as condições de financiamento e os preços relativos dos bens duradouros. Esta incerteza reforça a importância de monitorização contínua da evolução do consumo de bens duradouros, numa perspetiva conjunta de fluxos e de *stocks*.

**Gráfico 3 • Stock de duradouros total | Índice 2001=100**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: devido à volatilidade dos fluxos de consumo ao longo do tempo, o máximo e o mínimo do intervalo apresentado não corresponde sempre à mesma hipótese de vida útil média. A linha vertical define o início do período de projeção.

### Caixa 3 | Grau de abertura da economia portuguesa: evolução recente e perspetivas

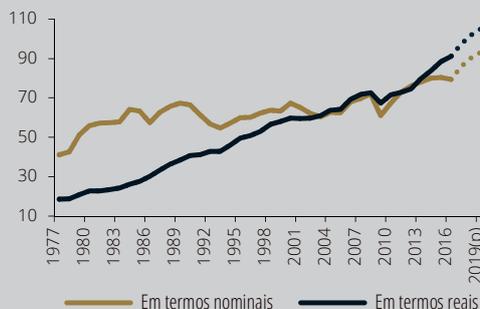
O grau de abertura é um indicador que mede a intensidade das ligações comerciais de um país com o exterior, sendo calculado como a soma das exportações e importações em percentagem do PIB. Desde 2009, o grau de abertura da economia portuguesa tem apresentado um perfil marcadamente ascendente, prevendo-se a continuação desta tendência no horizonte de projeção (Gráfico 1). Nesta caixa pretende-se, por um lado, enquadrar a evolução recente deste indicador num período mais longo e, por outro, aferir empiricamente, para o caso português, a importância de alguns dos fatores que determinam o grau de integração comercial das economias.

Portugal registou progressos substanciais na sua participação no comércio mundial desde meados dos anos 70, registrando-se um aumento do grau de abertura da economia portuguesa (medido em termos nominais) de cerca de 40 por cento em 1977 para quase 80 por cento em 2016<sup>11</sup>. A evolução do indicador ao longo deste período reflete as transformações estruturais e a evolução macroeconómica em Portugal, bem como as alterações substanciais no contexto internacional. Em particular, refira-se a liberalização progressiva do comércio internacional português (constituindo a adesão à CEE em 1986 um marco assinalável), a redução dos custos de transporte e comunicação, uma maior variedade de bens e serviços transacionáveis procurados pelos consumidores e um papel crescente da participação nas cadeias de valor globais<sup>12</sup>. O gráfico 1 ilustra também o acentuar da tendência de crescimento no período pós-crise financeira internacional.

Analisando a evolução dos dois fluxos comerciais que compõem o grau de abertura, verifica-se que, entre 2009 e 2016, o peso das exportações no PIB, em termos nominais, aumentou 13 p.p., enquanto o peso das importações aumentou cerca de 5 p.p. (Gráfico 2). O desempenho das exportações está, em larga medida, associado à progressiva reorientação dos fatores produtivos nacionais para a produção de bens e serviços transacionáveis no exterior, o que constitui um traço saliente do ajustamento da economia portuguesa. Ao nível das importações, observou-se uma forte redução em 2011-2012, espelhando a contração da procura interna durante o Programa de Assistência Económica e Financeira. A recuperação subsequente tem ocorrido a um ritmo comparável ao das exportações.

A tendência ascendente do grau de abertura da economia portuguesa nas últimas décadas reflete principalmente o comportamento do comércio de bens (Gráfico 3). O peso dos serviços no comércio internacional tem evoluído de forma mais lenta, o que estará associado ao facto de a

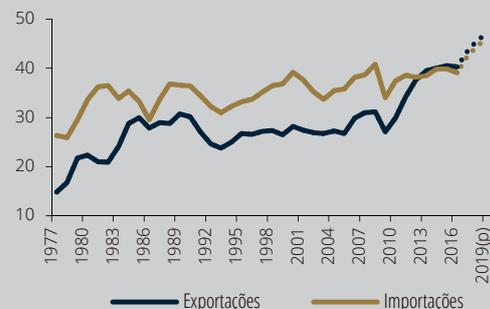
**Gráfico 1 • Grau de abertura da economia portuguesa | Em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 2 • Peso das exportações e das importações no PIB, em termos nominais | Em percentagem**



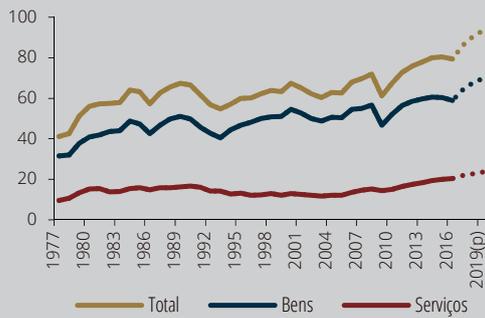
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

maioria dos serviços permanecerem menos transacionáveis do que os bens, não obstante os progressos permitidos pelos avanços nas tecnologias de informação e comunicação, pela redução das barreiras políticas e económicas e pela liberalização de mercados específicos. Contudo, é de referir que também o comércio de serviços – quer de turismo quer de outros serviços – contribuiu para o acentuar da tendência crescente do grau de abertura observado no período pós-2008 (Gráfico 4). Destaque-se, em particular, o comportamento das exportações de turismo nos três últimos anos, com um crescimento médio anual superior a 10 por cento.

Apesar da trajetória ascendente, uma comparação internacional mostra que o grau de abertura da economia portuguesa, avaliado a preços correntes, se situava abaixo quer da mediana quer da média dos países da OCDE em 2015 (Gráfico 5). O peso do comércio no PIB de 80 por cento em Portugal comparava com uma mediana de 85 por cento e uma média de 104 por cento para os países da OCDE. Os progressos no sentido de uma maior integração comercial da economia

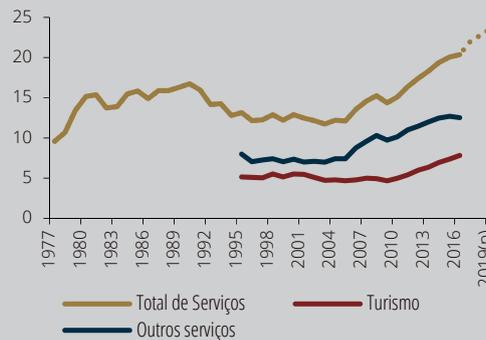
**Gráfico 3 • Decomposição do grau de abertura entre bens e serviços, em termos nominais | Em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

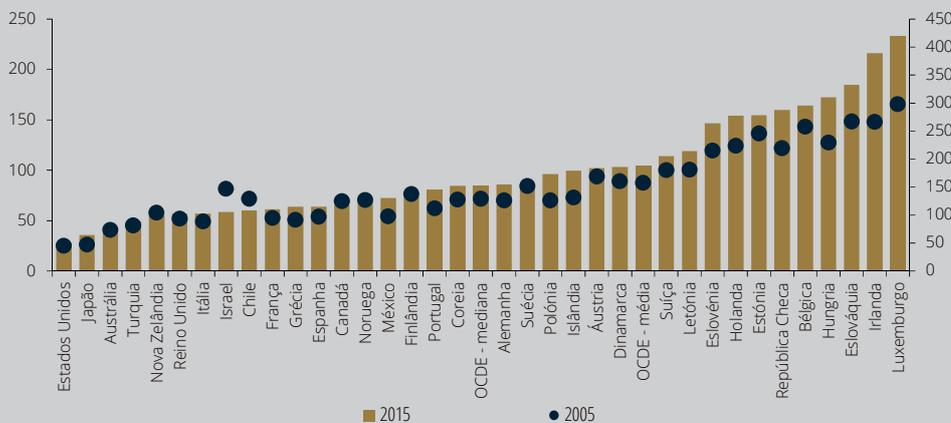
**Gráfico 4 • Grau de abertura no comércio de serviços, em termos nominais | Em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 5 • Grau de abertura dos países da OCDE, em termos nominais | Em percentagem**



Fontes: OCDE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores para o Luxemburgo encontram-se na escala da direita.

portuguesa entre 2005 e 2015 também se observaram na generalidade das economias da OCDE, tendo a média deste grupo de países registado um aumento análogo neste período.

Nesta análise comparativa, é importante ter em conta que existem características e fatores que determinam, *a priori*, uma maior ou menor propensão para a integração comercial dos países. Com efeito, o conjunto de países com maior e menor grau de abertura é relativamente constante ao longo do tempo. A literatura sugere que o grau de abertura de um país é influenciado *inter alia* pelo grau de liberalização da política comercial (determinado pela existência de entraves às trocas comerciais, incluindo tarifas e barreiras legais), pela sua dimensão (medida pela população e/ou área total) e pela sua localização económica (i.e. pelo afastamento geográfico face a economias com peso na economia mundial). Em geral, os países de maior dimensão, geograficamente mais remotos ou com políticas comerciais mais restritivas tendem a ser mais fechados. Vários autores referem ainda uma relação positiva entre o nível de desenvolvimento económico (tipicamente medido pelo PIB *per capita*) e o grau de abertura<sup>13</sup>.

Outro fator determinante do grau de abertura de uma economia é o seu nível de integração nas cadeias de produção globais. A presença do país nestas cadeias traduz-se na importação de bens intermédios (partes e componentes) que são, posteriormente, utilizados no processo de fabrico de outros produtos e reexportados, aumentando substancialmente o volume de trocas comerciais efetuado pelo país. Embora a forte expansão do comércio mundial nas últimas décadas esteja, em larga medida, associada ao crescimento destas cadeias de valor globais, uma avaliação do seu impacto sobre o grau de abertura é dificultada pela escassez de indicadores para o nível de participação das economias nestas cadeias suficientemente longos e abrangentes.

O quadro 1 apresenta uma comparação entre o grau de abertura de Portugal e o valor mediano para o grupo dos 35 países da OCDE, bem como dos indicadores relativos aos fatores acima identificados. No período 2010-2014, Portugal ocupava a 20ª posição no *ranking* do grau de abertura entre os países da OCDE, aparecendo assim como uma economia relativamente pouco aberta. Comparativamente à mediana da OCDE, Portugal tem uma área geográfica menor e um grau de liberalização da política comercial ligeiramente superior, sendo o nível de população muito semelhante. Estes fatores levariam a esperar um grau de abertura da economia portuguesa superior à mediana da OCDE. No entanto, Portugal apresenta também uma localização económica mais desfavorável e um PIB *per capita* mais baixo que a mediana da amostra, o que poderá justificar um grau de abertura relativamente menor.

**Quadro 1 • Comparação entre Portugal e os países da OCDE | Valores para a média do período 2010-2014**

	Grau de abertura (%)	Área (km <sup>2</sup> )	População (milhões de pessoas)	Localização económica (km)	Grau de liberalização	PIB <i>per capita</i> (PPC)
Portugal	74,8	92 214	10,5	6282	8,0	26 419
OCDE – mediana	83,9	131 960	10,5	5802	7,9	35 725
<i>Posição de Portugal</i>	20	14	17	26	15	26

Fontes: CEPPI, *Fraser Institute*, FMI, Nações Unidas, OCDE, Banco Mundial e cálculos Banco de Portugal.

Notas: PPC – Paridade do poder de compra. No cálculo da posição relativa de Portugal face aos restantes países, considerou-se uma ordenação decrescente para o grau de abertura. A ordenação da área, da população e da localização económica é crescente (atendendo à correlação negativa entre estas variáveis e o grau de abertura), enquanto a ordenação do grau de liberalização e do PIB *per capita* é decrescente. A medida para o grau de liberalização varia entre 0 (o menos liberal possível) e 10 (o mais liberal possível). O indicador de localização económica corresponde, para cada país, à média ponderada das distâncias entre esse país e cada um dos seus potenciais parceiros comerciais.

A relação entre o grau de abertura e os fatores mencionados pode ser avaliada através de regressões simples usando dados para uma amostra de países ao longo de várias décadas. Estas regressões

devem ser interpretadas como uma tentativa de identificar quais as variáveis que mais se correlacionam com a abertura comercial dos países, tendo sido considerada a seguinte especificação:<sup>14</sup>

$$\begin{aligned} \text{Grau de abertura}_{it} &= \beta_1 + \beta_2 \text{população}_{it} + \beta_3 \text{área}_{it} + \beta_4 \text{localização}_{it} + \beta_5 \text{PIBpc}_{it} \\ &+ \beta_6 \text{política}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Na estimação da equação foram consideradas duas amostras para o período 1980-2014: a primeira inclui apenas os países da OCDE ( $i = 1, \dots, 35$ ), enquanto a segunda contém um conjunto de 120 países ( $i = 1, \dots, 120$ )<sup>15</sup>. Na dimensão temporal ( $t$ ), optou-se por dividir a amostra em conjuntos de cinco anos, considerando como observações a média dos valores de cada variável em cada um dos períodos (*pooled cross-section*)<sup>16</sup>. As regressões incorporam *dummies* temporais para cada subperíodo.

Os resultados das estimações revelam que os fatores considerados explicam uma proporção substancial da variação do grau de abertura entre economias e os respetivos coeficientes estimados apresentam, em geral, o sinal esperado. Com efeito, considerando os resultados para ambas as regressões, os coeficientes associados à área geográfica, população e localização económica são negativos e o coeficiente para o grau de liberalização da política comercial é positivo (Quadro 2). Os coeficientes destas variáveis são também estatisticamente significativos. Relativamente ao PIB *per capita*, o seu coeficiente não é estatisticamente significativo na regressão que usa a amostra dos 120 países, apresentando o sinal contrário ao esperado na regressão com a amostra menor<sup>17</sup>. Refira-se que os coeficientes das *dummies* temporais (não apresentados no quadro 2) são estatisticamente significativos para os períodos mais recentes e crescentes ao longo do tempo, o que é consistente com a trajetória de aumento da abertura comercial observada na generalidade das economias. É provável que estas *dummies* possam estar a capturar o impacto de variáveis importantes omitidas, em particular do crescimento das cadeias de valor globais. De acordo com uma análise de decomposição, os indicadores que surgem como mais relevantes para explicar as diferenças no grau de abertura são os relativos à localização económica e à população.

**Quadro 2 • Resultados da estimação das equações para o grau de abertura**

	Coeficientes estimados				
	Área	População	PIB <i>per capita</i>	Localização económica	Grau de liberalização
OCDE (35 países)	-0,08***	-0,14***	-0,18***	-0,39***	0,11***
	R <sup>2</sup> ajustado: 0,76			N.º observações: 220	
Amostra de 120 países	-0,05***	-0,14***	0,02	-0,22***	0,04***
	R <sup>2</sup> ajustado: 0,62			N.º observações: 764	

Notas: Esta tabela apresenta os coeficientes estimados para a equação (1), utilizando duas amostras diferentes. \*, \*\*, \*\*\* indicam os níveis de significância a 10, 5 e 1 por cento, respetivamente. Os dados utilizados estão descritos na nota 15.

Os resultados da estimação permitem, de algum modo, aferir se o nível do grau da abertura de um país se situa acima ou abaixo do esperado, embora deva ser ressalvado que existe alguma incerteza em torno das estimativas resultantes das regressões. Replicando este exercício para Portugal, as estimativas das equações apontam para um grau de abertura da economia portuguesa entre 90 e 100 por cento para o período 2010-2014. Estes valores situam-se significativamente acima do rácio observado de cerca de 75 por cento. Esta análise sugere assim que existe margem para a continuação do aumento do grau de abertura da economia portuguesa, em linha com o projetado para o período 2017-2019.

#### Caixa 4 | Perspetivas orçamentais a médio prazo

O Governo apresentou no final de abril a atualização do Programa de Estabilidade para o período de 2017 a 2021 (PE 2017-21), mantendo as linhas principais da estratégia orçamental traçada em documentos anteriores. No que respeita a 2017, este documento reviu ligeiramente em baixa o objetivo oficial para o défice orçamental, de 1,6 para 1,5 por cento do PIB. Note-se que a estratégia orçamental para este ano definida no Orçamento do Estado para 2017 (OE 2017) não foi alterada, podendo a ligeira revisão do objetivo ser explicada pelos efeitos de uma melhor execução orçamental em 2016 em relação ao anteriormente previsto<sup>18</sup>.

Tendo em consideração a estimativa mais recente para 2017, o Governo antecipa uma redução do défice orçamental em 0,5 p.p. do PIB, num contexto em que o efeito associado às medidas temporárias de 2016<sup>19</sup> (0,3 p.p.) é compensado pelo impacto positivo da aceleração prevista para a atividade económica (-0,3 p.p.). Excluindo ainda a receita associada à recuperação da garantia concedida pelo Estado e executada aquando da resolução do Banco Privado Português (0,2 por cento do PIB), classificada como medida temporária, a variação do saldo estrutural perspetivada para 2017 no PE 2017-21 é de 0,3 p.p. do PIB (Gráfico 1). Esta variação é semelhante à recalculada pela Comissão com base no OE 2017, mas inferior ao valor de convergência para o objetivo de médio prazo (OMP) previsto no Pacto de Estabilidade e Crescimento para um país no braço preventivo, com um rácio da dívida superior a 60 por cento do PIB e em condições cíclicas normais, que deverá ser superior a 0,5 p.p. do PIB<sup>20</sup> (Quadro 1).

**Quadro 1 • Principais indicadores orçamentais na ótica da contabilidade nacional**  
| Em percentagem do PIB

	INE		Var.: 2016-2017 <sup>(a)</sup>	PE 2017-2021				Var.: 2017-2021 <sup>(a)</sup>	OE 2017		
	2016	2017		2018	2019	2020	2021		2016	2017	Var.: 2016-2017 <sup>(a)</sup>
<b>Receita total</b>	<b>43,1</b>	<b>43,3</b>	<b>0,2</b>	<b>43,0</b>	<b>42,9</b>	<b>42,8</b>	<b>42,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>43,6</b>	<b>44,1</b>	<b>0,5</b>
Impostos sobre o rendimento e património	10,3	10,1	-0,2	9,9	9,8	9,7	9,6	-0,5	10,2	10,2	-0,1
Impostos sobre a produção e a importação	14,7	14,8	0,1	14,8	14,7	14,7	14,6	-0,3	14,8	14,8	0,0
Contribuições sociais	11,7	11,8	0,1	11,7	11,8	11,8	11,7	0,0	11,6	11,7	0,0
Outra receita corrente	5,8	6,0	0,1	6,1	6,1	6,0	6,0	0,0	6,0	6,5	0,5
Receitas de capital	0,5	0,7	0,2	0,5	0,6	0,6	1,0	0,3	1,0	1,0	0,0
<b>Despesa total</b>	<b>45,1</b>	<b>44,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>44,0</b>	<b>43,2</b>	<b>42,4</b>	<b>41,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>46,1</b>	<b>45,7</b>	<b>-0,4</b>
Prestações sociais	18,9	18,7	-0,3	18,4	18,2	17,9	17,7	-0,9	19,0	18,7	-0,3
Subsídios	0,6	0,5	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	0,6	0,6	0,0
Despesas com pessoal	11,3	11,1	-0,2	10,8	10,6	10,3	10,0	-1,1	11,2	11,0	-0,2
Consumo intermédio	5,7	5,6	-0,1	5,4	5,2	5,1	5,0	-0,6	5,7	5,6	-0,1
Juros	4,2	4,2	-0,1	4,0	3,9	3,8	3,6	-0,6	4,3	4,3	0,0
Outra despesa corrente	2,4	2,3	-0,1	2,2	2,2	2,2	2,2	-0,2	2,9	2,9	0,0
Investimento	1,5	2,0	0,5	2,1	2,1	2,1	2,1	0,1	1,9	2,2	0,3
Outra despesa de capital	0,5	0,4	0,0	0,5	0,5	0,5	0,4	0,0	0,6	0,4	-0,2
<b>Saldo total</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,9</b>
Saldo estrutural <sup>(b)</sup> (em percentagem do PIB potencial)	-	-1,7	0,3	-1,1	-0,5	0,0	0,3	2,0	-1,7	-1,1	0,6
variação <sup>(b)</sup>	-	0,3	-	0,6	0,6	0,5	0,3	-	0,2	0,6	-
<b>Dívida pública</b>	<b>130,4</b>	<b>127,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>124,2</b>	<b>120,0</b>	<b>117,6</b>	<b>109,4</b>	<b>-18,4</b>	<b>129,7</b>	<b>128,3</b>	<b>-1,4</b>

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas: (a) em p.p. (b) O saldo estrutural corresponde ao saldo ajustado do ciclo e excluindo medidas temporárias calculado pelo Ministério das Finanças de acordo com a metodologia utilizada pela Comissão Europeia. A variação do saldo estrutural implícita no OE 2017 foi recalculada pela Comissão Europeia para 0 p.p., em 2016, e 0,3 p.p., em 2017.

Em termos de composição, o PE 2017-21 prevê que a redução do défice orçamental em percentagem do PIB em 2017 (0,5 p.p.) decorra de contributos semelhantes da contenção da despesa primária (0,2 p.p.) e do aumento da receita (0,2 p.p.), beneficiando ainda em 0,1 p.p. da redução da despesa com juros<sup>21</sup>.

Relativamente à receita, este aumento decorre da evolução da receita não fiscal e não contributiva, para a qual se perspectiva um aumento de 0,3 p.p. do PIB (0,2 p.p. excluindo medidas temporárias). Por seu turno, o Governo prevê a estabilização da receita total de impostos e contribuições sociais em percentagem do PIB (que corresponde a uma recuperação de 0,2 p.p. excluindo o efeito temporário do PERES). De destacar que o cenário macroeconómico considerado no PE 2017-21 aponta para a manutenção de um crescimento robusto das bases macroeconómicas dos principais impostos em 2017 e que as principais medidas de política com impacto na execução deste ano têm um efeito globalmente neutro na receita<sup>22</sup>.

No que respeita à despesa primária, as prestações sociais e as despesas com pessoal contribuem para a redução do rácio da despesa no PIB em 0,5 p.p. Esta evolução é projetada, não obstante o efeito remanescente da reposição gradual dos salários ao longo de 2016 e as alterações nas prestações sociais que<sup>23</sup>, no seu conjunto, deverão exercer uma pressão para o aumento da despesa em cerca de 0,3 p.p. do PIB. Para além disso, esta estimativa assume uma redução do consumo intermédio e da outra despesa corrente em rácio do PIB (-0,2 p.p.). Pelo contrário, perspectiva-se que o investimento contribua para o aumento da despesa em 0,5 p.p. do PIB, efeito totalmente concentrado em 2017<sup>24</sup>.

A informação disponível relativamente à execução orçamental em contabilidade pública cobre apenas os primeiros 4 meses do ano, não sendo possível identificar desvios relevantes face ao orçamentado. No entanto, importa referir que o aumento muito considerável dos montantes de despesa enquadrados na dotação provisional, reservas e cativações efetuado em 2016 não foi revertido em 2017, facto que dificulta a identificação de potenciais desvios na execução orçamental (ver caixa "Análise dos desvios na execução orçamental de 2016" publicada no *Boletim Económico* de maio de 2017). De referir, ainda, que as projeções de primavera da Comissão Europeia, divulgadas a 11 de maio, colocam o défice orçamental em 1,8 por cento do PIB em 2017, 0,3 p.p. acima do objetivo oficial. Adicionalmente, existe incerteza relativamente ao registo estatístico do impacto da operação de recapitalização da Caixa Geral de Depósitos.

A estratégia orçamental definida no PE 2017-21 para os próximos anos assume que o objetivo de médio prazo (OMP) para o saldo estrutural (0,25 por cento do PIB) é atingido em 2021, beneficiando de variações anuais globalmente em linha com o mínimo exigido nas regras europeias (0,6 p.p.). A trajetória definida para o saldo total em percentagem do PIB reflete-se numa melhoria acumulada de 2,8 p.p. entre 2017 e 2021, enquanto o saldo estrutural deverá melhorar 2,0 p.p. Esta diferença é explicada fundamentalmente pela variação da componente cíclica que, tendo em consideração o cenário macroeconómico traçado neste documento, contribuirá em 0,6 p.p. do PIB para a melhoria do saldo orçamental. Adicionalmente, a variação do efeito de medidas temporárias beneficia o saldo em 0,2 p.p. do PIB, dado que o efeito base de 2017 (0,2 p.p.) é mais do que compensado pela receita extraordinária considerada em 2021, relativa à devolução pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira de montantes pagos por Portugal (0,4 p.p.) (Gráfico 2).

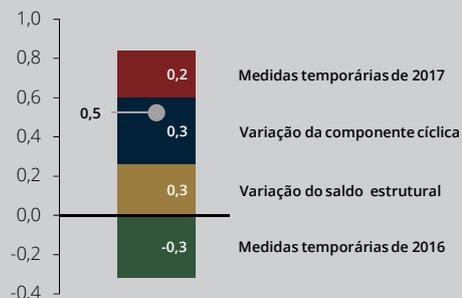
Relativamente às medidas de política orçamental apresentadas para o período após 2017, o PE 2017-21 é muito semelhante ao apresentado na anterior atualização, em abril de 2016. Quanto a medidas de consolidação, merecem destaque, do lado da receita, o aumento dos impostos indiretos previsto para 2018 e 2019 (com um impacto acumulado de 0,1 p.p. do PIB). Do lado da despesa o programa prevê o descongelamento gradual do consumo intermédio exceto parcerias público-privadas e da outra despesa corrente, rubricas para as quais se perspectivam taxas de crescimento abaixo do PIB nominal em todo o horizonte de previsão (com um contributo de 0,6 p.p. do PIB). Estão igualmente previstas neste programa medidas que deterioram o saldo

orçamental em 0,4 p.p. do PIB, designadamente o apoio a baixos rendimentos em sede de IRS e a política de emprego público, que assume o descongelamento gradual de carreiras só parcialmente compensado pela contenção do emprego. Tendo adicionalmente em consideração que as medidas já aprovadas no OE 2017 e com efeitos na execução de 2018<sup>25</sup> penalizam o saldo orçamental (-0,2 p.p. do PIB), o efeito líquido das medidas de carácter permanente previstas para o período de 2018 a 2021 é essencialmente nulo (+0,1 p.p. do PIB)<sup>26</sup>. Deste modo, tal como em documentos anteriores, as medidas que asseguram a melhoria do saldo orçamental não estão suficientemente especificadas<sup>27</sup>, o que confere algum grau de incerteza relativamente à condução da política orçamental nos próximos anos.

A evolução prevista para a despesa em juros tem um contributo significativo para a redução do défice orçamental entre 2016 e 2021 (0,6 p.p. do PIB), facilitando o cumprimento dos compromissos definidos para o saldo total estrutural. A decomposição deste contributo aponta para que o efeito associado à evolução prevista para as taxas de juro (efeito preço) seja muito diminuto, decorrendo a redução esperada essencialmente do impacto relacionado com o *stock* da dívida (efeito volume) (Gráfico 3). Tendo em consideração a incerteza associada à evolução dos mercados financeiros, importa referir que a análise de sensibilidade incluída no PE 2017-21 estima que um aumento em 1 p.p.<sup>28</sup> das taxas de juro de financiamento no mercado tenha um impacto de 0,5 p.p. do PIB na despesa com juros em 2021. Este choque permitiria, ainda assim, que esta variável contribuísse em 0,1 p.p. para a melhoria do saldo orçamental. De facto, a transmissão de um eventual choque nos mercados para a despesa em juros é bastante gradual (Gráfico 4) dado que a dívida das administrações públicas com maturidade residual até um ano correspondia, no final de 2016, a cerca de 20% da dívida total e que, da restante dívida, apenas aproximadamente 1/5 tinha taxa de juro variável<sup>29</sup>.

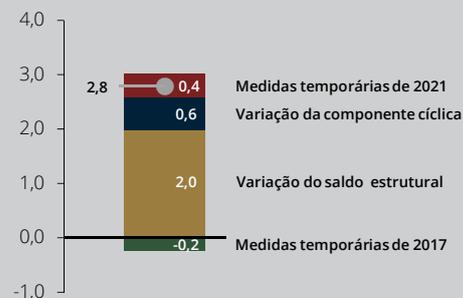
O PE 2017-21 perspetiva uma redução substancial do rácio da dívida pública de 130,3 por cento, no final de 2016, para 109,4 por cento, no final do período considerado. Esta redução é fundamentalmente suportada em excedentes primários crescentes, num contexto em que a diferença entre a taxa de juro da dívida pública e o crescimento do PIB nominal contribui ligeiramente para a diminuição do rácio da dívida pública no horizonte de projeção (Gráfico 5). Note-se que, apesar de se considerarem ajustamentos défice-dívida significativos nos dois últimos anos da projeção<sup>30</sup>, o efeito acumulado desta componente ao longo do período não é relevante.

**Gráfico 1 • Decomposição da variação do saldo orçamental perspetivada para 2017**  
| Em p.p. do PIB



Fontes: INE e Ministério das Finanças.

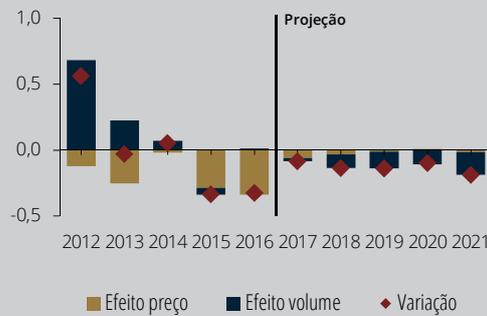
**Gráfico 2 • Decomposição da variação do saldo orçamental perspetivada para 2018-2021**  
| Em p.p. do PIB



Fonte: Ministério das Finanças.

Em suma, o PE 2017-21 define objetivos orçamentais que se coadunam com o cumprimento dos compromissos europeus o que, conjugado com o crescimento económico prospetivado neste documento<sup>31</sup>, permitiria uma redução significativa do rácio da dívida. Importa contudo reiterar que, tal como em documentos anteriores, o PE 2017-21 não especifica com detalhe as medidas de política que permitem alcançar os objetivos definidos. Este facto contribui para uma maior divergência entre as projeções do PE 2017-2021 e da Comissão Europeia para o saldo orçamental em 2018 (0,6 p.p. do PIB), face a 2017 (0,3 p.p. do PIB). Uma explicitação mais detalhada das medidas a implementar nos próximos anos permitiria aumentar a previsibilidade fiscal e reforçar a confiança na capacidade do país prosseguir o esforço de consolidação necessário à redução sustentada do rácio da dívida pública.

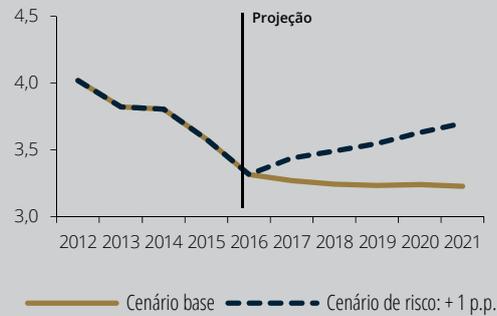
**Gráfico 3 • Decomposição da evolução da despesa em juros | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

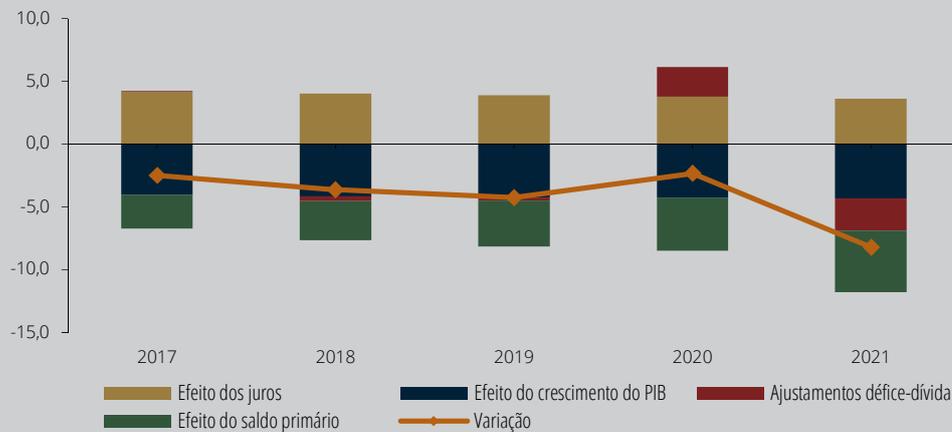
Nota: O efeito preço resulta da diferença entre as taxas de juro implícitas da dívida pública (*stock* médio) no próprio ano e no ano anterior, multiplicada pelo variação do *stock* médio de dívida em percentagem do PIB.

**Gráfico 4 • Impacto de um aumento das taxas de mercado na taxa de juro implícita da dívida (*stock* médio) | Em percentagem**



Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

**Gráfico 5 • Contributos para a evolução do rácio da dívida pública 2017-2021 | Em percentagem do PIB**



Fonte: Ministério das Finanças.

## Caixa 5 | As regras orçamentais no braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento

No quadro das regras de supervisão orçamental acordadas a nível europeu, Portugal encontra-se sujeito desde 2009 a um procedimento por défice excessivo (PDE), aplicando-se por conseguinte as regras definidas no âmbito do braço corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)<sup>32</sup>. No decorrer do ano passado, 2016 foi estipulado como prazo limite para a correção da situação de défice excessivo<sup>33</sup>. A 16 de junho de 2017, o Conselho da União Europeia decidiu, por recomendação da Comissão Europeia, o encerramento deste procedimento. Assim, a situação orçamental portuguesa passará a ser analisada de acordo com as regras referentes ao braço preventivo do PEC, que se aplica aos países cuja evolução orçamental é compatível com o respeito dos limites de 3 por cento do PIB, para o défice orçamental, e de 60 por cento, para o rácio da dívida pública. O conjunto de regras orçamentais aplicáveis neste contexto tem sido alvo de alterações substanciais nos últimos anos. Esta caixa resume, de forma sucinta, as principais regras que se encontram atualmente em vigor<sup>34</sup>.

No que respeita ao saldo orçamental, as regras específicas do braço preventivo encontram-se definidas em termos do saldo orçamental estrutural, ou seja, corrigido dos efeitos do ciclo económico e do impacto de medidas temporárias. Cabe a cada país definir o objetivo de médio prazo (OMP) para o saldo estrutural, devendo garantir anualmente uma convergência adequada para este valor. De referir que este objetivo deve ser pelo menos tão exigente quanto o OMP mínimo proposto pela Comissão Europeia, cuja metodologia de cálculo tem em consideração um conjunto alargado de indicadores que incluem a volatilidade passada e as perspetivas de crescimento do PIB, as projeções para a despesa relacionada com o envelhecimento da população a longo prazo, e o rácio da dívida<sup>35</sup>. Atualmente, o OMP para Portugal corresponde a um saldo total estrutural de 0,25 por cento do PIB, sendo idêntico ao mínimo proposto pela Comissão. Adicionalmente, a exigência em termos de ritmo de convergência anual para este objetivo depende, tal como apresentado na figura 1, das condições cíclicas da economia (medidas pelo crescimento do PIB real e pelo hiato do produto), do rácio da dívida e da existência de risco elevado de sustentabilidade orçamental a médio prazo<sup>36</sup>.

A matriz apresentada na figura 1 foi introduzida por uma comunicação da Comissão sobre o uso da flexibilidade no contexto das atuais regras do PEC, que definiu igualmente a possibilidade de um desvio temporário da convergência para o OMP em condições excecionais decorrentes de despesa em investimento público ou da implementação de reformas estruturais. No entanto, a elegibilidade para a utilização destas cláusulas de exceção está condicionada a um conjunto significativo de regras.

Estas regras incluem a manutenção de uma margem de segurança face a um défice orçamental de 3 por cento, que se materializa num requisito mínimo para o saldo estrutural, bem como a definição de uma distância máxima ao OMP de 1,5 por cento do PIB. Complementarmente, o desvio máximo face à trajetória de convergência do saldo estrutural para o OMP em resultado da ativação de cada uma das cláusulas é de 0,5 por cento do PIB, não podendo da sua aplicação conjunta resultar um desvio superior a 0,75 por cento do PIB. No caso específico da cláusula associada ao investimento, esta não pode ser utilizada se, de acordo com a matriz da figura 1, a condição cíclica da economia for classificada como normal ou favorável. Refira-se que, no atual contexto, a aplicação desta matriz a Portugal corresponderia à exigência de uma melhoria anual no saldo estrutural superior a 0,5 por cento do PIB.

Em paralelo com os requisitos para o saldo orçamental, os Estados-Membros têm ainda que cumprir a regra da despesa que visa garantir que o crescimento deste agregado, quando expurgado do impacto de medidas discricionárias do lado da receita, tenha uma evolução sensivelmente em linha com o crescimento económico potencial.

Na avaliação do cumprimento desta regra, não se analisa a evolução do conjunto da despesa pública, mas de um agregado de despesa modificado, em que se considera o montante médio de investimento público não financiado por fundos europeus no ano em curso e nos últimos três anos, em substituição do nível previsto para o respetivo ano, e se exclui a despesa em juros, a componente cíclica dos subsídios de desemprego e a despesa financiada pela União Europeia. O crescimento real<sup>37</sup> desta despesa modificada, líquido do efeito de medidas discricionárias do lado da receita, deve assim ser inferior ao crescimento médio do PIB potencial<sup>38</sup> corrigido para ter em conta o ajustamento requerido para o saldo estrutural na sua trajetória de convergência para o OMP<sup>39</sup>. De acordo com a recente avaliação do Programa de Estabilidade português divulgada pela Comissão Europeia, a variação da despesa modificada não deveria exceder, em termos reais, -1.4 por cento em 2017<sup>40</sup>.

**Quadro 1 • Ajustamento anual do saldo estrutural para o OMP no âmbito do braço preventivo do Pacto**

	Condição	Ajustamento orçamental anual requerido (p.p. do PIB)	
		Dívida < 60 % e ausência de risco de insustentabilidade	Dívida > 60 % ou existência de risco de insustentabilidade
Tempos excepcionalmente maus	Var. PIB real < 0 % ou hiato do produto < -4 %	Não é necessário ajustamento	
Tempos muito maus	-4 % ≤ hiato do produto < -3 %	0	0,25
Tempos maus	-3 % ≤ hiato do produto < -1,5 %	0 se o crescimento está abaixo do potencial, 0,25 se está acima	0,25 se o crescimento está abaixo do potencial, 0,5 se está acima
Tempos normais	-1,5 % ≤ hiato do produto < 1,5 %	0,5	> 0,5
Tempos bons	hiato do produto ≥ 1,5 %	> 0,5 se o crescimento está abaixo do potencial, ≥ 0,75 se está acima	≥ 0,75 se o crescimento está abaixo do potencial, ≥ 1 se está acima

Fonte: Comissão Europeia.

A avaliação do cumprimento dos requisitos de convergência do saldo estrutural para o OMP e da regra da despesa é realizado conjuntamente. Em particular, o desvio do OMP ou da trajetória adequada para que este seja alcançado pode ou não ser considerado significativo, tendo em conta duas condições. A primeira condição é que o desvio do saldo estrutural da trajetória de ajustamento recomendada seja de pelo menos 0,5 por cento, em apenas um ano, ou de pelo menos 0,25 por cento do PIB em média em dois anos consecutivos. A segunda condição é a de que o incumprimento da regra da despesa acima referida tenha um impacto negativo no saldo de pelo menos 0,5 p.p. do PIB em apenas um ano ou cumulativamente em dois anos consecutivos. Conclui-se que existe um desvio significativo quando as duas condições referidas são observadas ou apenas uma é verificada e a apreciação global revela também cumprimento limitado

no que respeita à outra condição. Na sequência da identificação de um desvio significativo pode ser emitido um aviso, seguido da implementação de recomendações podendo, no limite, ser aplicadas sanções.

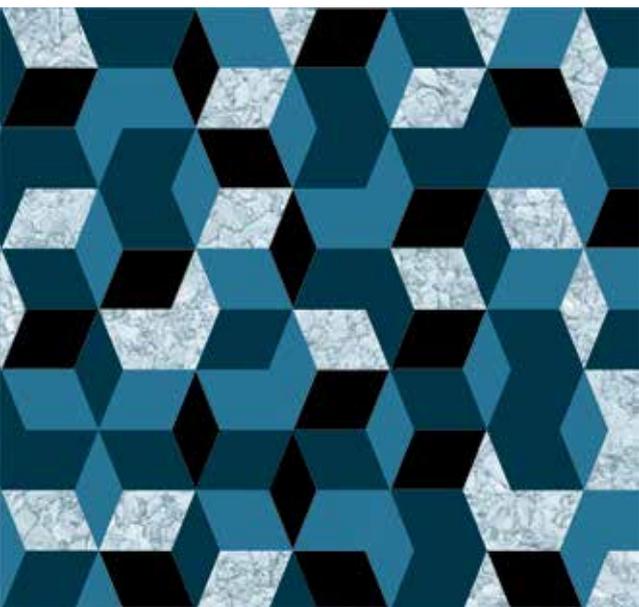
Por último, um país no braço preventivo deverá ainda cumprir a regra da dívida. Nesta dimensão, os Estados-Membros com um rácio da dívida pública superior a 60 por cento do PIB deverão garantir a convergência para este valor de referência a um ritmo satisfatório. A trajetória adequada pressupõe que o diferencial do rácio da dívida em relação ao limite diminua ao longo de três anos a uma taxa média de 1/20 por ano. Para os Estados-Membros que se situavam no braço corretivo aquando da aprovação desta regra, em novembro de 2011, foi concedido um período de transição de três anos após a correção desta situação, o que significa que a evolução da dívida nos anos em que estava em vigor o PDE não será considerada. Nos três anos após a correção da situação de défice excessivo, os Estados-Membros deverão realizar um ajustamento estrutural linear mínimo que garanta o cumprimento do critério da dívida no final do período de transição. De forma muito simplificada, e a título de exemplo, refira-se que, para um país com um rácio de dívida pública de 130 por cento do PIB, a aplicação deste critério implica uma redução anual do rácio nos primeiros anos entre 3 e 3,5 p.p.<sup>41</sup>.

Como é notório, a complexidade do atual conjunto de regras é muito elevada, dificultando a sua compreensão por parte dos diferentes agentes económicos e os processos de tomada de decisão, quer a nível nacional, quer no contexto europeu. Contudo, a condução de uma política orçamental que garanta a sustentabilidade das finanças públicas é crucial para assegurar um quadro macroeconómico estável, promotor do crescimento económico no longo prazo. Neste contexto, a importância de prosseguir uma política orçamental consistente com o cumprimento das regras definidas no âmbito europeu é inequívoca.

## Notas

1. De acordo com as projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, divulgadas no dia 8 de junho, o crescimento do PIB para a área do euro será de 1,9 por cento em 2017, 1,8 por cento em 2018 e 1,7 por cento em 2019.
2. De acordo com uma estimativa do Banco de Portugal, o impacto dos efeitos de calendário e sazonalidade sobre a taxa de variação homóloga das exportações nominais de bens no primeiro trimestre de 2017 terá ascendido a cerca de 3 pontos percentuais. Refira-se que as séries das Contas Nacionais Trimestrais se encontram ajustadas de efeitos de calendário e sazonalidade.
3. Esta é a metodologia mais habitual na literatura. Para mais pormenores sobre esta metodologia e as respetivas recomendações de implementação de acordo com o SEC 2010 ver “Computing capital stock in the Belgian national accounts according to the ESA 2010”, National Bank of Belgium.
4. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. “Fixed Assets and Consumer Durable Goods in the United States”, 1925–99. Washington, DC: U.S. Government Printing Office, September, 2003.
5. Ver referência citada na nota 3.
6. As estimativas para países da OCDE variam em geral entre os 6 e os 10 anos (Meinen, G., Verbiest, P., e Wolf, P. D. (1998), “Perpetual inventory method. Service lives, Discard patterns and Depreciation methods”, CBS Statistics Netherlands).
7. ACAP, “Estatísticas do Setor Automóvel”, edição 2015.
8. No apuramento dos fluxos de consumo privado de automóveis, uma parte das vendas de automóveis ligeiros de passageiros não é considerada (parcela destinada a *rent-a-car*), sendo incluída uma fração das vendas de veículos comerciais ligeiros. Adicionalmente, as contas nacionais têm em conta efeitos qualidade, ou seja, a distribuição das vendas entre segmentos mais elevados e mais baixos.
9. O fenómeno de *pent-up-demand* refere-se ao potencial de crescimento da despesa em bens de consumo duradouro que se desencadeia numa recuperação que se segue a um período de recessão em que a realização desse tipo de despesa foi adiada.
10. No caso dos automóveis, a densidade (número de automóveis por 1000 habitantes) em Portugal situa-se em níveis claramente inferiores aos da média da União Europeia, incluindo aos de países de dimensão comparável, pelo que poderão ainda subsistir incentivos ao aumento da frota automóvel. Por outro lado, nos países desenvolvidos parece estar a assistir-se ao atingir de um ponto de saturação no mercado automóvel. (“The end of the road: Has the developed world reached ‘peak car’?”, Schroders Talking point, Janeiro 2015. “Seeing the back of the car”, *The Economist*, Setembro 2012.)
11. Usualmente, o grau de abertura é apresentado em termos nominais. Deste modo, a medida é afetada pela evolução dos preços relativos das exportações, das importações e da produção nacional, que por sua vez reflete a influência de fatores como as variações dos preços das matérias-primas internacionais, o regime cambial vigente e o perfil da inflação interna. Numa análise cronológica poderia ser mais adequado considerar a medida em termos reais. No entanto, como as conclusões não diferem qualitativamente utilizando dados nominais ou reais, optou-se por privilegiar, nesta caixa, a análise em termos nominais.
12. Para uma análise mais aprofundada, veja-se “A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária” (2009), capítulo 5 “Um retrato do comércio internacional português” e Amador, J. e R. Stehrer (2014), “As Exportações Portuguesas nas Cadeias de Valor Globais”, *Boletim Económico*, Banco de Portugal, abril.
13. Esta relação decorre do facto de uma parte significativa do comércio internacional ser intra-industrial – em que os países importam e exportam variedades do mesmo bem – e de este tipo de comércio ser maior para níveis de rendimento mais elevados (que determinam uma procura mais diferenciada, i.e., um “gosto pela variedade”).
14. A abordagem é semelhante à de Guttmann e Richards (2006), “Trade Openness: An Australian Perspective”, *Australian Economic Papers*, Volume 45, Issue 3, September. É importante ressaltar que a natureza das variáveis consideradas pode implicar a presença de endogeneidade nas regressões.
15. Os 120 países considerados na amostra alargada foram aqueles para os quais existem/podem ser construídas séries suficientemente longas para todas as variáveis a partir das bases de dados selecionadas. A fonte do indicador de liberalização comercial é o *Fraser Institute*. Os dados utilizados no cálculo do grau de abertura e da área geográfica por país foram retirados da base de dados *World Development Indicators do World Bank*, enquanto as séries para a população, o PIB *per capita* em PPC e o PIB utilizado no cálculo da variável de localização económica foram retiradas da base de dados do *IMF World Economic Outlook*. As distâncias entre países estão disponíveis na base de dados do CEPIL. O indicador de localização económica foi calculado seguindo a metodologia proposta por Guttmann e Richards (2006), e corresponde, para o país  $i$ , à média das distâncias entre esse país e cada um dos seus potenciais parceiros comerciais ( $j \in J$ , onde  $J$  inclui todos os países do mundo) ponderada pelo peso do PIB do país  $j$  no PIB mundial excluindo o PIB do país  $i$ . As distâncias consideradas correspondem à *Great World Circle Distance* entre as capitais dos dois países em causa. Para os pesos considerou-se o PIB a preços correntes medido em taxas de câmbio de mercado. Todas as variáveis foram consideradas em logaritmos com exceção do grau de liberalização comercial.
16. Os dados foram considerados em médias de subperíodos de cinco anos para obviar à variabilidade dos dados anuais de comércio. Para além das regressões “pooled cross-section”, foram estimadas sete equações “cross-section” com os dados médios para cada subperíodo de cinco anos.
17. O sinal negativo na regressão da amostra OCDE sugere que os países com maior PIB *per capita* tendem a apresentar menor grau de abertura, o que contraria a ideia de que as economias mais desenvolvidas comercializam mais. Outros autores encontraram resultados semelhantes.
18. O défice orçamental de 2016 situou-se, excluindo a estimativa do Governo quanto ao efeito temporário associado ao Programa Especial de Redução do Endividamento ao Estado (PERES), 0,2 p.p. abaixo do prospetivado no OE 2017.
19. Nesta caixa, as referências a efeitos de medidas temporárias correspondem ao valor assumido pelo Governo, que em 2016 difere ligeiramente do identificado pelo Banco de Portugal com base nas regras do Eurosistema. Para maior detalhe relativamente ao impacto de medidas temporárias considerado pelo Banco de Portugal, veja-se o capítulo “Política e Situação Orçamental” do *Boletim Económico* de maio de 2017.
20. Este valor é igualmente compatível com as *Country Specific Recommendations* de maio de 2016.
21. De referir que, em termos de composição, a redução do défice prevista no PE 2017-21 difere consideravelmente do prospetivado no OE 2017.
22. Com base nas estimativas oficiais, o impacto conjunto na execução de 2017 da redução da sobretaxa de IRS e do IVA aplicado a alguns serviços de restauração é semelhante ao efeito de sinal contrário associado ao conjunto de medidas de aumento de tributação em sede de IMI, ISP e IABA.

23. Para além das medidas com impacto na despesa em pensões, considera-se também a criação da nova prestação social para a inclusão (PSI) e o aumento do abono de família.
24. Esta evolução tem subjacente uma taxa de crescimento superior a 25 por cento, mesmo excluindo o efeito extraordinário associado ao registo de entregas de material militar, que foi particularmente elevado em 2016.
25. Foram consideradas as seguintes medidas: eliminação da sobretaxa, atualização extraordinária das pensões e reforço da PSI.
26. As quantificações referidas neste parágrafo incluem todas as medidas de caráter estrutural apresentadas nos quadros II.2.2 e II.2.3 do PE 2017-21 com impacto no saldo primário, com exceção das relativas aos fundos estruturais, que têm um efeito essencialmente neutro no saldo.
27. Esta opinião foi igualmente expressa pelo Conselho das Finanças Públicas no relatório n.º 4/2017.
28. A análise de sensibilidade é efetuada nos juros do subsetor Estado. Para mais detalhes relativamente às hipóteses deste exercício ver PE 2017-21, capítulo III.2.2.
29. Segundo o conceito utilizado pelo BCE no âmbito das *Government Finance Statistics*.
30. Os ajustamentos défice-dívida de 2020 e 2021 são justificados pelo Governo como resultando essencialmente da previsão de significativa acumulação de depósitos em 2020, seguida da utilização do montante acumulado para fazer face à elevada concentração de dívida a amortizar no primeiro semestre de 2021.
31. De referir que as projeções de crescimento real do PIB publicadas pelo Banco de Portugal neste boletim são superiores às incluídas no PE 2017-21 para 2017 e 2018, embora inferiores para 2019.
32. Para uma análise centrada no braço corretivo do PEC, ver caixa 4.1 “O braço corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento e a sua aplicação a Portugal” do *Boletim Económico* de outubro de 2016.
33. Inicialmente o Conselho definira como limite para a correção da situação de défice excessivo o ano de 2013. Este prazo foi sucessivamente adiado para 2014, 2015 e, ainda no ano passado, para 2016. Para mais detalhes, consultar a recomendação da Comissão Europeia, COM (2017) 530, de 22 de maio.
34. Para uma descrição exaustiva das regras de supervisão orçamental em vigor, ver Comissão Europeia (2017), “Vade Mecum on the Stability and Growth Pact”, *European Economy, Institutional Paper 52*, março.
35. Para uma referência à última atualização do OMP mínimo aplicável a Portugal, ver caixa 4.2 “A atualização dos objetivos de médio prazo para o período de 2017-2019: o caso português” do *Boletim Económico* de outubro de 2016.
36. A avaliação dos riscos de sustentabilidade no médio prazo relevante neste contexto é sustentada no cálculo do indicador S1 no âmbito do *Sustainability Report*, publicado pela Comissão Europeia a cada três anos.
37. A partir de 2017 (com aplicação às análises dos anos de 2018 e seguintes) as taxas de referência e os agregados de despesa considerados pela Comissão são definidos em termos nominais.
38. Este crescimento médio é calculado tendo em consideração as estimativas da Comissão Europeia para a média anual do crescimento do PIB potencial em 10 anos, entre  $t-5$  e  $t+4$ .
39. Esta correção equivale à variação requerida do saldo estrutural (em p.p. do PIB), a dividir pelo rácio da despesa primária no PIB.
40. Este valor decorre essencialmente da correção associada ao ajustamento requerido para o saldo estrutural, na medida em que o crescimento real médio do PIB potencial entre 2010 e 2020 é próximo de zero, de acordo com as estimativas da Comissão Europeia.
41. Note-se que, na prática, a implementação desta regra é bastante mais complexa tendo em consideração, entre outros fatores, a evolução prevista para o rácio da dívida e as condições cíclicas da economia.



## II Tema em destaque

Dinâmica de poupança e investimento  
das empresas portuguesas



# Dinâmica de poupança e investimento das empresas portuguesas

## 1. Introdução

Na maior parte dos países, na maior parte do tempo, as famílias contribuem de forma expressiva para a poupança agregada da economia. Em contraste, o papel de canalização de recursos para investimento cabe essencialmente às empresas. Deste modo, o investimento das empresas em atividades produtivas não é financiado apenas pela geração e acumulação interna de recursos (i.e., a sua poupança), mas também por recursos externos, predominantemente empréstimos bancários e dívida titulada, que por sua vez resultam da intermediação de poupanças dos restantes setores da economia.

Contudo, de forma relativamente surpreendente, nos últimos anos esta realidade tem vindo a apresentar uma alteração estrutural em muitos países. Em termos genéricos, as empresas não financeiras como um todo têm vindo a passar de uma situação em que eram financiadas em termos líquidos pelos restantes setores económicos (internos e externos a cada país) para uma situação em que financiam os restantes setores da economia. A alteração está essencialmente associada a um aumento da poupança das empresas, ou seja, da parte dos seus lucros que é retida nas empresas e não distribuída aos sócios e acionistas sob a forma de dividendos. Esta alteração está também associada a uma modificação da estrutura de ativos e passivos das empresas. O crescimento da taxa de poupança das empresas reflete, nalguns casos, um aumento da detenção de ativos financeiros líquidos, enquanto noutros casos reflete também uma diminuição do seu endividamento.

Esta dinâmica tem sido igualmente visível no caso português, onde a contração da poupança das famílias tem contrastado com um reforço significativo da poupança das empresas. Qual a origem desta alteração? Trata-se apenas de um reflexo do processo de desalavancagem das empresas não financeiras portuguesas ou resulta de uma acumulação de recursos financeiros

por parte das empresas? Essa acumulação está associada a poupança por motivos de prudência, num período de maior restritividade no acesso a financiamento externo, a um custo relativo do financiamento externo mais elevado face ao interno ou reflete a ausência de oportunidades de investimento?

A literatura tem tentado dar resposta a algumas destas questões. Este tema em destaque começa por apresentar alguns resultados da literatura que permitem enquadrar a análise da poupança das empresas em Portugal (secção 2). Para tentar responder às questões formuladas acima, o tema em destaque analisa em detalhe informação sobre as empresas não financeiras portuguesas ao longo da última década. Num primeiro passo são analisados os agregados de contas nacionais, que permitem caracterizar a evolução da poupança, do investimento e do endividamento dos vários setores institucionais da economia (secção 3). Esta análise permite compreender a interação entre os diferentes setores (famílias, empresas, setor público e setor financeiro), bem como estabelecer comparações com a dinâmica observada noutros países.

A segunda parte da análise utiliza informação microeconómica ao nível das empresas (secção 4). Esta análise permite responder mais diretamente a algumas das questões suscitadas acima. Comparando empresas pequenas e grandes, novas e maduras, com e sem restrições de financiamento, com níveis elevados e reduzidos de rentabilidade, é possível compreender melhor o que motiva as alterações na dinâmica de poupança e investimento das empresas observada nos últimos anos. Deste modo, a exploração da heterogeneidade do tecido empresarial português permite identificar quais as empresas que contribuem (positiva e negativamente) para a poupança e o investimento empresariais. Esta heterogeneidade é avaliada em diferentes momentos do tempo, permitindo compreender quais as empresas que mais

têm contribuído para a recente dinâmica de reforço de poupança e investimento.

No seu conjunto, esta análise permite compreender quando se materializou esta alteração na economia portuguesa, como é que este processo se tem desenvolvido e quem são os principais atores desta mudança.

## 2. Porque é que as empresas poupam: alguns resultados da literatura

Porque é que as empresas poupam? Num modelo macroeconómico simplificado da economia, as famílias são usualmente os agentes responsáveis pela poupança. As empresas utilizam os recursos acumulados pelas famílias para investir em ativos produtivos, sendo a canalização de recursos entre famílias e empresas feita através do sistema financeiro, que recebe depósitos das famílias e concede crédito às empresas. Claro que, na realidade, estas funções não são estanques e as famílias também investem (por exemplo quando compram uma casa ou quando utilizam recursos para iniciar uma atividade por conta própria) e as empresas também poupam. A poupança das empresas decorre da acumulação de lucros não distribuídos. Quando uma empresa gera lucros pode distribuí-los pelos sócios ou acionistas (e outros *stakeholders* como por exemplo os colaboradores da empresa) ou pode retê-los, aumentando os seus capitais próprios e, desse modo, diminuindo a sua dependência de financiamento externo.

Que fatores condicionam as decisões de distribuição ou retenção de lucros das empresas? O clássico teorema da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958, 1963) diz-nos que as empresas deveriam ser indiferentes entre o financiamento através de dívida ou de capitais próprios. Contudo, este teorema é válido apenas num ambiente teórico em que não existem fricções ou restrições, que se distancia muito do ambiente em que as empresas tomam de facto as suas decisões. Um fator muito importante nesta escolha é, por exemplo, a existência de impostos. Neste âmbito, Graham (1996, 2000) mostra que as empresas têm benefícios em ter alguma dívida financeira, dado que o pagamento da dívida e dos custos associados permite reduzir o montante de lucros sujeitos a impostos. Num artigo

recente, Armenter e Hnatkovska (2017) desafiam esta perspetiva e argumentam que estes benefícios fiscais associados à dívida podem na verdade dar incentivos às empresas para que reforcem a sua poupança, aumentando os ativos financeiros que detêm. Neste modelo, os incentivos para a poupança das empresas advêm essencialmente de motivos clássicos de precaução. As empresas poupam para diminuir a sua dependência futura de acesso a financiamento externo. Este mecanismo de acumulação de recursos é mais relevante para empresas que se encontrem bastante endividadas e, portanto, dependentes do financiamento externo. Deste modo, apesar dos benefícios fiscais associados à emissão de dívida, as empresas com elevados níveis de endividamento podem preferir aumentar a sua retenção de resultados, diminuindo a sua vulnerabilidade quanto ao acesso a financiamento externo.

Existem outros artigos que discutem a relevância da poupança das empresas associada a motivos de precaução, considerando no entanto outros mecanismos. Por exemplo, Hennessy e Whited (2007) discutem a relevância da diferença entre custos de financiamento externo e interno para as decisões de investimento, distribuição de dividendos, endividamento e incumprimento para empresas de diferentes classes de dimensão. Boileau e Moyen (2009) discutem a importância relativa do motivo precaução e do motivo liquidez para explicar a tendência de aumento da detenção de ativos líquidos. Por sua vez, Shourideh e Zetlin-Jones (2012) consideram um modelo em que a poupança afeta os lucros futuros da empresa através de potenciais menores restrições no colateral e garantias exigidos em períodos futuros.

Para além do motivo de precaução, existem outras razões que justificam a necessidade de poupança por parte das empresas. Por exemplo, as empresas podem acumular recursos para fazer face a incerteza e volatilidade na geração de resultados (Zhao, 2015). A concorrência também pode ter um papel relevante, em particular num contexto de restrições no acesso a financiamento. Para Morellec *et al.* (2013) e Della Seta (2013), em concorrência, o risco de que uma empresa possa ter de reforçar o financiamento externo em condições pouco favoráveis

aumenta, afetando as suas decisões de poupança e de acumulação de liquidez. Isto pode ser particularmente importante em setores que são simultaneamente mais competitivos e inovadores (Lyandres e Palazzo, 2016). Por sua vez, Riddick e Whited (2009) mostram que a incerteza sobre o rendimento das empresas afeta mais as suas decisões de poupança do que restrições no acesso a financiamento externo.

### 3. Uma perspetiva agregada: quem poupa e quem investe na economia

Os dados de contas nacionais permitem analisar de uma forma articulada os fluxos poupança de investimento e de financiamento dos vários tipos de agentes que atuam na economia. No âmbito das contas nacionais estes agentes designam-se por setores institucionais e dividem-se em famílias, empresas (financeiras e não financeiras) e administrações públicas. Para cada um dos setores institucionais:

**Investimento – Poupança =**  
**Necessidade/Capacidade de financiamento** <sup>(1)</sup>

Em termos agregados, de uma forma geral, as famílias poupam mais do que investem e têm capacidade de financiamento; as empresas não financeiras investem mais do que poupam e têm necessidade de financiamento; as empresas financeiras exercem sobretudo uma atividade de intermediação dos fluxos de financiamento entre os outros setores; e as administrações públicas têm capacidade de financiamento nalgumas economias e necessidade de financiamento noutras economias. Estas regularidades variam com algumas características institucionais e alteram-se com a evolução do ciclo económico e em resultado de mudanças de carácter mais estrutural.

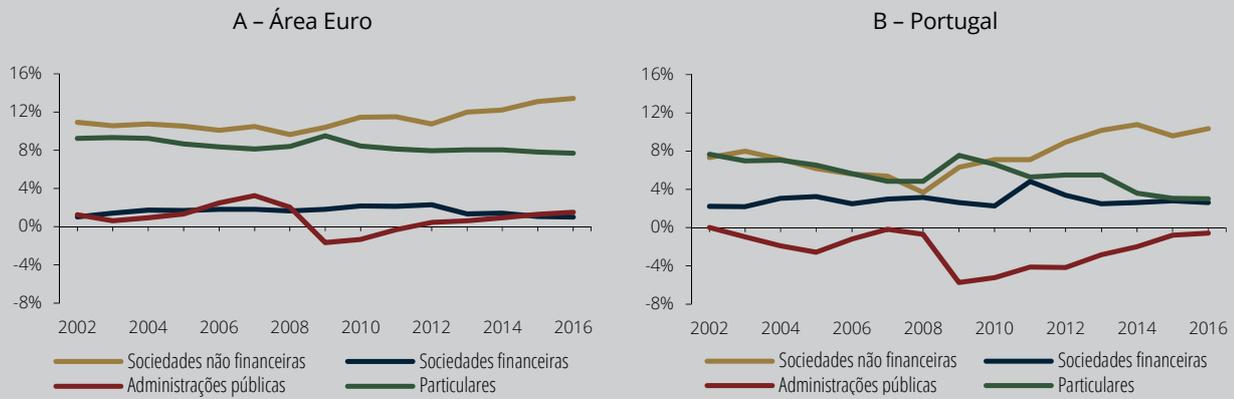
Se os agentes económicos internos não poupam o suficiente para financiar o investimento, a economia tem que se financiar no exterior. Esta foi a situação da economia portuguesa no período pré-crise. Neste período, a economia apresentou sistematicamente necessidades de financiamento significativas que tiveram uma contrapartida no agravamento das suas contas com exterior. Desde 2013, o aumento da poupança interna e o acentuar da tendência

de redução do investimento levaram a que a capacidade de financiamento da economia se situasse em valores ligeiramente positivos.

Chen *et al.* (2017) utilizam dados de contas nacionais para um conjunto alargado de países e mostram que a composição do investimento entre os vários setores se manteve relativamente estável ao longo do tempo, em contraste com a composição da poupança. De acordo com a informação analisada por estes autores, a poupança das empresas aumentou de um valor inferior a 10 por cento do PIB global no início da década de 80 para cerca de 15 por cento na última década. Enquanto no início do período analisado a maior parte do investimento era financiado por poupança das famílias, atualmente cerca de dois terços do investimento a nível global é financiado por poupança das empresas.

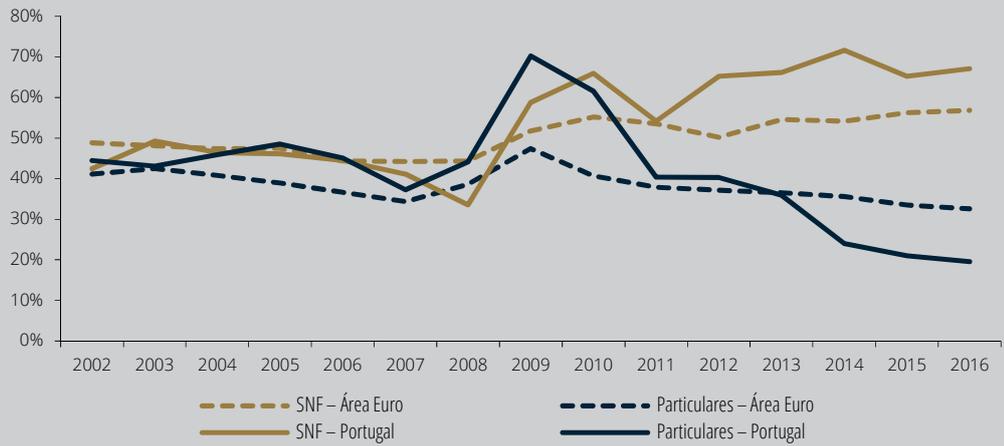
Um dos objetivos deste tema em destaque é avaliar se estes factos estilizados que se observam à escala mundial também se verificam em Portugal. No período posterior à crise financeira internacional, a poupança das famílias na área do euro tem vindo a reduzir-se, acompanhada pelo aumento da poupança das empresas (Gráfico 3.1A). Em Portugal, observam-se também estas tendências, de uma forma ainda mais acentuada e em níveis inferiores aos da média da área do euro (Gráfico 3.1B). Esta evolução acentuou a diferença entre as taxas de poupança em Portugal e na área do euro, que é particularmente evidente no caso da poupança das famílias<sup>1</sup>. Estas diferenças são especialmente evidentes quando se compara a evolução do peso da poupança das famílias e das empresas na poupança total da economia. Atualmente, em Portugal a poupança das empresas representa quase 70 por cento da poupança total e a das famílias apenas 20 por cento, o que compara com proporções semelhantes na ordem dos 45 por cento no início dos anos 2000 (Gráfico 3.2). Esta evolução divergente tem origem em fatores comuns que se traduziram numa transferência de poupança do setor das famílias para as empresas, nomeadamente através de uma ligeira redução das remunerações em percentagem do PIB, mas também de uma maior retenção de lucros nas empresas (Gráfico 3.3).

**Gráfico 3.1 • Poupança por sector institucional | Percentagem do PIB**



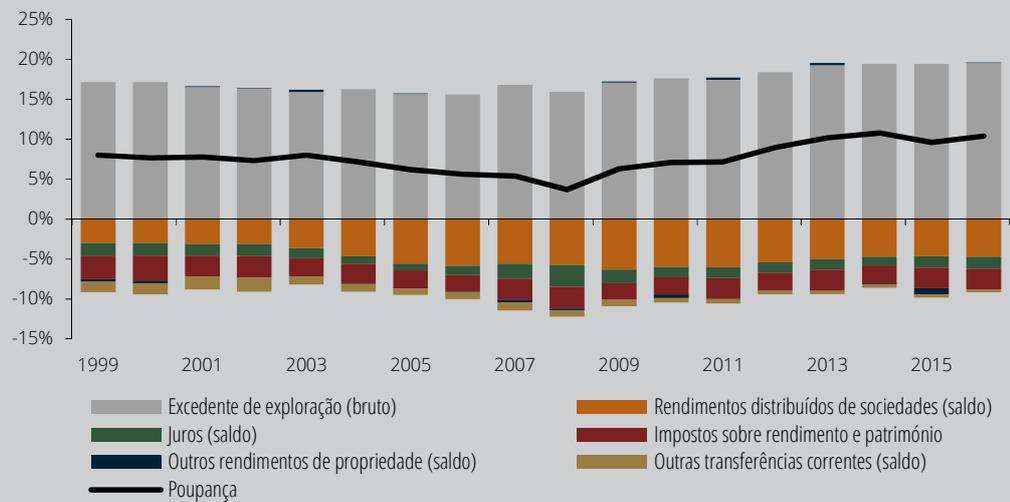
Fonte: Eurostat.

**Gráfico 3.2 • Poupança de sociedades não financeiras dos particulares em Portugal e na Área Euro | Percentagem do total**



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 3.3 • Composição da poupança | Em percentagem do PIB**



Fonte: INE

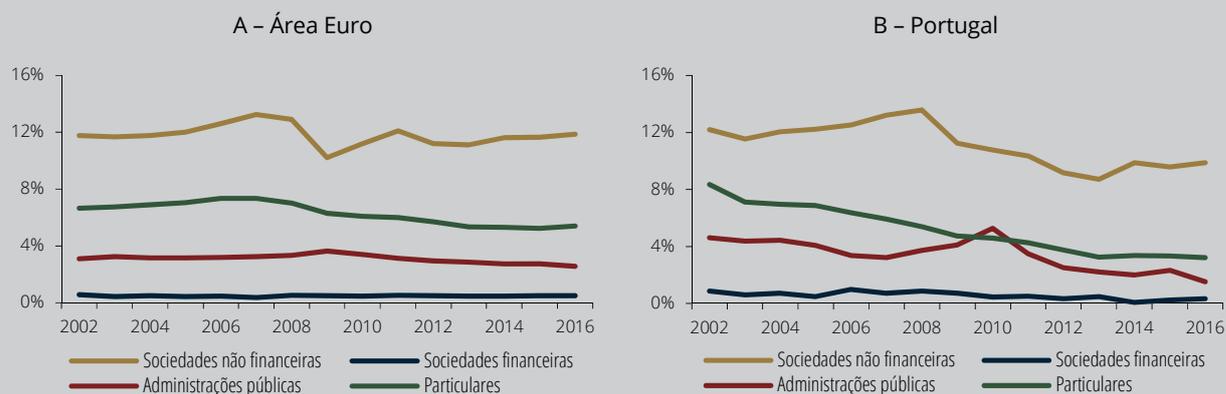
Tal como documentado em Chen *et al.* (2017) para a economia mundial, na área do euro a composição setorial do investimento manteve-se relativamente estável ao longo do tempo (Gráfico 3.4A). Pelo contrário, em Portugal o investimento de todos os setores da economia encontra-se abaixo dos níveis observados antes da crise financeira (Gráfico 3.4B).

A dinâmica do investimento e da poupança dos vários setores da economia durante a última década traduziu-se numa alteração da posição relativa dos setores enquanto financiadores ou devedores líquidos da economia. Na área do euro, a necessidade ou capacidade de financiamento da economia evoluiu em paralelo com a das empresas (Gráfico 3.5A). As empresas

tornaram-se consistentemente um setor financiador da economia a partir de 2009 e a economia como um todo apresenta uma capacidade de financiamento de quase 4 por cento do PIB em 2016. A evolução em Portugal tem um perfil semelhante, ainda que com flutuações mais acentuadas (Gráfico 3.5B). Desde 2013, as empresas têm apresentado também uma capacidade de financiamento positiva, compatível com um ligeiro aumento do investimento nos anos mais recentes.

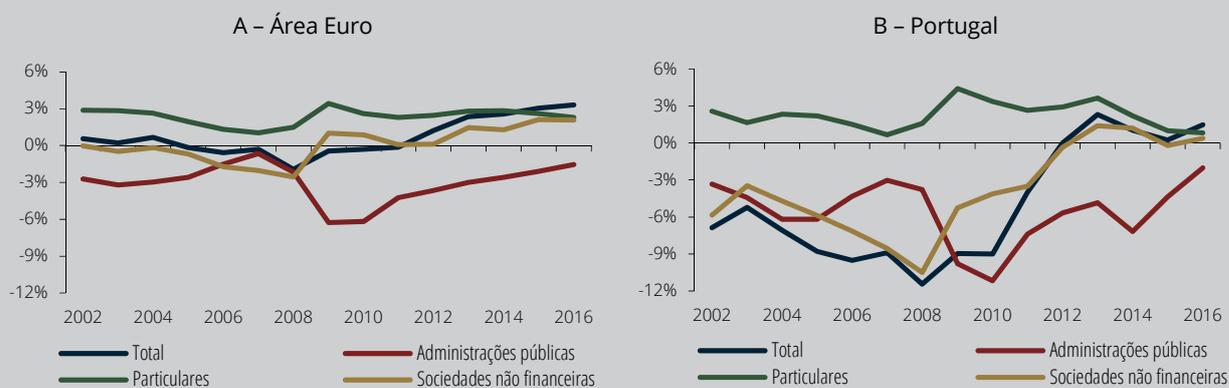
Ainda com os dados de contas nacionais, uma análise mais detalhada do setor das empresas não financeiras mostra que o financiamento do investimento empresarial por recurso aos outros setores foi integralmente substituído por

**Gráfico 3.4 • Investimento por sector institucional | Percentagem do PIB**



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 3.5 • Necessidade/capacidade de financiamento por sector institucional | Percentagem do PIB**



Fonte: Eurostat.

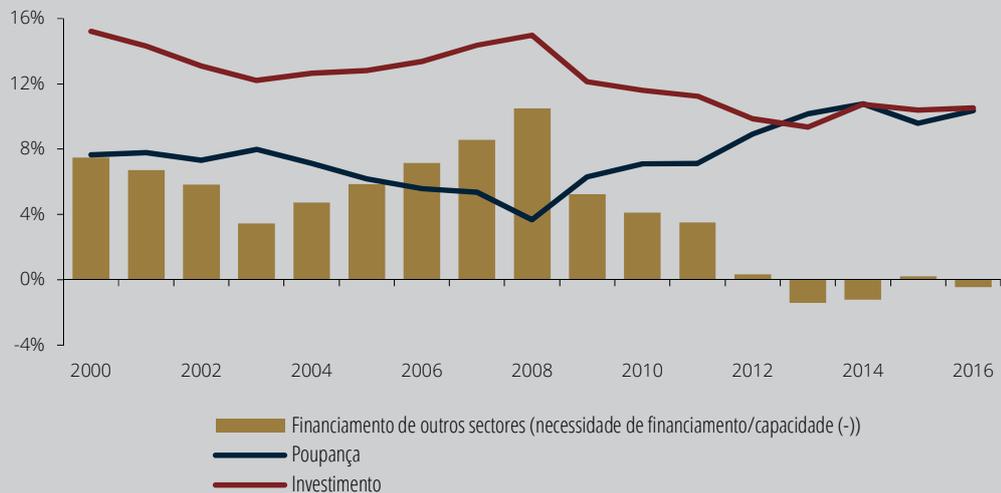
financiamento interno, o que pode traduzir uma alteração significativa do custo relativo do endividamento face ao do autofinanciamento (Gráfico 3.6). Esta alteração traduz-se também numa alteração significativa em termos dos fluxos financeiros (Gráfico 3.7).

#### 4. Uma perspetiva microeconómica: quais as empresas que poupam e quais as que investem?

A exploração de dados microeconómicos ao nível da empresa permite responder a algumas das questões suscitadas pela análise com

dados agregados. Tendo-se confirmado que o aumento da poupança das empresas observado em vários países tem também ocorrido em Portugal, importa compreender melhor se existe alguma heterogeneidade neste processo. O aumento das poupanças pode ser uma tendência transversal à generalidade das empresas portuguesas ou pode estar particularmente concentrado nalgumas partes do tecido empresarial. Adicionalmente, somente a nível micro se consegue compreender a ligação entre decisões individuais de poupança e de investimento.

**Gráfico 3.6 •**  
Financiamento do investimento das sociedades não financeiras em Portugal  
| Percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 3.7 •**  
Variação de ativos e passivos financeiros das sociedades não financeiras  
| Percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Chen *et al.* (2017) também utilizam dados microeconómicos para compreender a origem do aumento da poupança das empresas. Utilizando dados para empresas cotadas de vários países, concluem que este fenómeno recente está essencialmente associado a um aumento dos seus lucros, que permite a acumulação de recursos internos, evitando o recurso a financiamento externo. De acordo com a análise destes autores, o aumento da poupança das empresas não reflete alterações na política de dividendos, no pagamento de juros ou no pagamento de impostos. Também não existem diferenças relevantes associadas à idade ou dimensão das empresas.

Por sua vez, tendo por base dados para empresas norte-americanas, Armenter e Hnatkovska (2017) verificam que 44 por cento das empresas têm uma posição líquida positiva em termos de ativos financeiros, ou seja, o volume de ativos financeiros acumulados é superior à dívida financeira. Os autores observam também que as empresas com mais ativos financeiros em termos líquidos apresentam taxas de investimento mais elevadas, mais receitas, mais capitais próprios e acumulam capital de forma mais rápida.

Para Portugal, é possível responder a questões de natureza semelhante através da exploração de dados da Central de Balanços do Banco de Portugal, que inclui informação contabilística anual para todas as empresas portuguesas, para o período compreendido entre 2006 e 2015. Deste modo, é possível compreender, ao longo de 10 anos, se a evolução agregada das poupanças das empresas reflete o comportamento de empresas grandes ou pequenas ou de empresas jovens ou maduras, por exemplo. Para além disso, é possível analisar qual o destino atribuído às poupanças, em particular se as empresas que mais poupam são também as que mais investem ou se preferem acumular ativos líquidos, estando a poupança associada a motivos de precaução.

Em termos contabilísticos, a poupança das empresas corresponde genericamente aos lucros que não são distribuídos, sendo “reinvestidos” na empresa. Para efeitos da análise

apresentada neste tema em destaque, a poupança de uma empresa  $i$  num determinado ano  $t$  é calculada como<sup>2</sup>:

$$\begin{aligned} \text{Poupança}_{it} = & (\text{Reservas}_{it+1} - \text{Reservas}_{it}) + \\ & (\text{Resultados transitados}_{it+1} - \\ & \text{Resultado transitados}_{it}) + \\ & \text{Amortizações}_{it} + \text{Outros custos}_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Foram excluídas da base de dados as observações cujos valores da poupança em percentagem do ativo da empresa eram inferiores ao primeiro percentil da distribuição ou superiores ao percentil 99, de modo a evitar que a análise seja afetada por valores extremos.

Os gráficos apresentados nesta secção ajudam a responder às questões formuladas acima. A informação é apresentada para três anos representativos: 2007, 2011 e 2014. O ano de 2007 permite retratar a situação antes do início da crise financeira global. O ano de 2011 retrata o início do período de ajustamento da economia portuguesa, no contexto do pedido de assistência financeira internacional em abril desse ano. O ano de 2014 é o último para o qual é possível analisar a poupança das empresas, dado que o seu cálculo exige utilizar informação do exercício seguinte (conforme descrito na equação (2)).

#### 4.1. Quem poupa?

A primeira questão que importa responder com estes dados prende-se com a análise da distribuição da poupança. A evolução da poupança agregada reflete o comportamento de algumas empresas ou é transversal à economia portuguesa?

##### Repartição da poupança total por quintis da distribuição

Os gráficos 4.1 e 4.2 ajudam a responder a esta questão. Nestes dois gráficos, são definidos cinco quintis da distribuição da poupança<sup>3</sup>. O gráfico 4.1 apresenta a distribuição do montante total da poupança pelos vários quintis e o Gráfico 4.2 complementa esta informação, apresentando a taxa de poupança média – definida

como poupança em percentagem dos ativos totais das empresas – para os cinco quintis da distribuição da poupança considerados no gráfico anterior<sup>4</sup>. A informação apresentada no gráfico 4.1 mostra que a poupança agregada das empresas na economia portuguesa reflete as poupanças efetuadas por um número reduzido de empresas. Os 20 por cento de empresas que mais poupam (quinto quintil) são responsáveis pela quase totalidade das poupanças das empresas não financeiras portuguesas. Tal significa que o quinto quintil representa possivelmente a poupança das grandes empresas, que poupam montantes mais expressivos. Note-se ainda que algumas empresas registam poupanças negativas, o que estará associado, por exemplo, à distribuição no exercício de determinado ano de lucros acumulados em exercícios anteriores.

O gráfico 4.2 complementa esta análise. Neste caso, verifica-se que as decisões de poupança não são tão heterogéneas como sugerido pelo gráfico 4.1. Apesar de serem de facto as empresas que mais poupam as que apresentam taxas de poupança mais elevadas, as restantes empresas, que poupam montantes menos expressivos em termos absolutos, poupam ainda assim montantes significativos quando avaliados em percentagem do ativo. Note-se ainda que a tendência de reforço

da poupança é comum aos três quintos das empresas que mais poupam.

### Repartição da poupança total por classes de dimensão

A evidência anterior sugere que a maior parte do contributo da poupança é dado pelas empresas de maior dimensão. Para confirmar esta hipótese, nos gráficos 4.3 e 4.4 apresentam-se, respetivamente, a composição da poupança e a taxa de poupança para as classes de dimensão habituais: micro, pequenas, médias e grandes empresas (definidas com base nos critérios definidos na Recomendação 2003/361 da UE). O gráfico 4.3 mostra que são de facto as grandes empresas que explicam a evolução agregada da poupança das empresas. A poupança das grandes empresas representa mais de 50 por cento do total e a poupança das micro empresas apenas pouco mais de 10 por cento. Não só as grandes empresas são as que mais poupam, como também são aquelas cuja poupança aumentou de forma expressiva e consistente durante o período de análise.

No entanto, quando se considera o esforço de poupança em termos relativos para cada empresa, avaliando não o montante poupado mas a poupança em percentagem do ativo total da empresa, verifica-se que a taxa de poupança não é tão díspar para empresas de diferentes

**Gráfico 4.1 • Poupança por quintis da poupança**  
| Percentagem do total



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 4.2 • Taxa de poupança por quintis da poupança**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

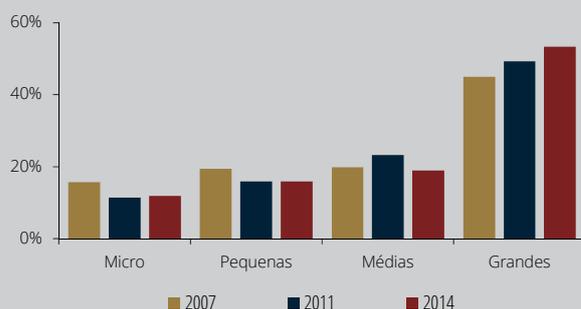
Nota: Média das taxas de poupança individuais, ponderadas pelo ativo.

dimensões. Em 2014 observa-se uma correlação positiva entre a dimensão da empresa e a sua taxa de poupança que, no entanto, não era evidente em 2007. Deste modo, enquanto as empresas médias e, sobretudo, as grandes, reforçaram a sua taxa de poupança durante a última década, as empresas de menor dimensão apresentaram a tendência inversa, aproximando-se nesse sentido do comportamento das famílias portuguesas.

Para melhor compreender a dinâmica da distribuição ou retenção de lucros das empresas, é importante também analisar a distribuição de resultados sob a forma de dividendos<sup>5</sup>. Os gráficos 4.5

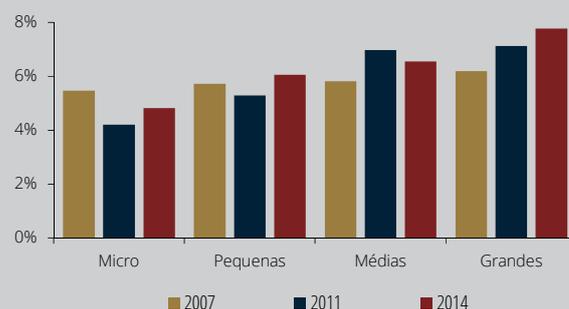
e 4.6 apresentam, respetivamente, a repartição dos dividendos e o rácio entre dividendos e resultados transitados para as várias classes de dimensão. De acordo com a informação apresentada nestes gráficos as empresas de grande dimensão, responsáveis pela maior parte da poupança, também geram o maior montante de lucros distribuídos. Por sua vez, o rácio entre dividendos e resultados transitados é também bastante mais elevado nas empresas grandes do que nas empresas das restantes classes de dimensão. Entre 2007 e 2011 o rácio não se reduziu para as empresas grandes, tal como aconteceu no caso das empresas de média

**Gráfico 4.3 • Poupança por dimensão das empresas | Percentagem do total**



Fonte: Banco de Portugal.

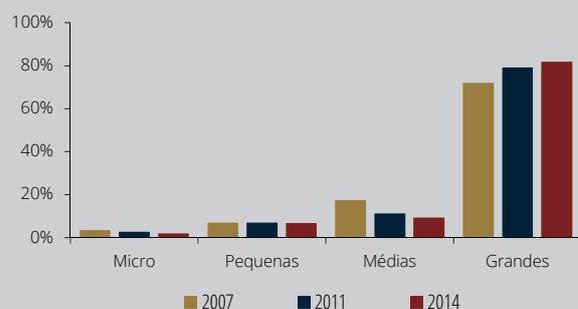
**Gráfico 4.4 • Taxa de poupança por dimensão das empresas | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

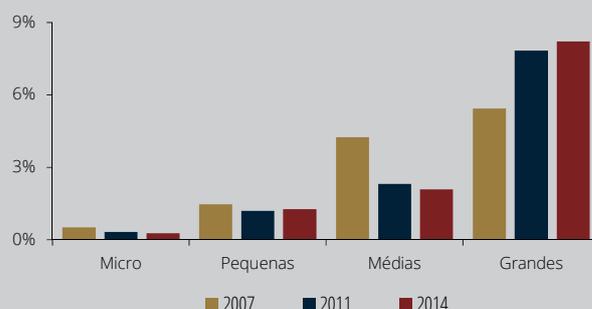
Nota: Média das taxas de poupança individuais, ponderadas pelo ativo.

**Gráfico 4.5 • Distribuição de resultados por dimensão das empresas | Percentagem do total**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 4.6 • Resultados distribuídos por dimensão das empresas | Em percentagem dos resultados transitados**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Média dos rácios individuais, ponderados pelos resultados transitados.

dimensão. A evidência disponível sugere para o período mais recente uma alteração muito ligeira do padrão de distribuição de dividendos em todas as classes de dimensão. Esta evidência é consistente com os resultados de Chen *et al.* (2017), que sugerem que o aumento global da poupança das empresas não se deve a uma alteração da política de dividendos.

### Repartição da poupança total por classes de idade

Outra dimensão que importa explorar é a idade das empresas. A poupança é efetuada sobretudo por empresas mais jovens ou por empresas já estabelecidas? Os gráficos 4.7 e 4.8 apresentam a poupança e a taxa de poupança média das empresas agrupadas em três conjuntos, definidos com base na sua idade: empresas jovens (criadas há menos de 5 anos), empresas maduras (criadas há mais de 5 anos e há menos de 20 anos) e empresas antigas (criadas há mais de 20 anos). Observa-se que as empresas criadas há menos anos são as que contribuem menos para a poupança agregada, refletindo possivelmente a sua menor dimensão. No entanto, nas empresas mais jovens o esforço relativo de poupança, avaliado em percentagem do seu ativo, é mais significativo, ainda que este padrão não seja tão claro nos dados

de 2011. Tratando-se de empresas que têm potencialmente mais oportunidades de crescimento e de investimento, este reforço do financiamento interno é expectável, sobretudo tendo presente que habitualmente estas empresas enfrentam mais restrições no acesso a financiamento externo (Beck *et al.*, 2006). Não obstante, no gráfico 4.6 observa-se que as empresas mais antigas são as que mais têm contribuído para explicar o aumento agregado da poupança das empresas no período em análise, refletindo possivelmente a sua maior dimensão média, ainda que a taxa de poupança seja relativamente estável para estas empresas.

Quanto à distribuição de dividendos por idade das empresas, que se apresenta nos gráficos 4.9 e 4.10, verifica-se que as empresas menos jovens são as que mais contribuem para a distribuição total de resultados e que este padrão se acentuou no período mais recente. O rácio entre dividendos e resultados transitados é também superior para as empresas mais antigas, ainda que o padrão se tenha alterado um pouco ao longo do tempo.

### Relação entre poupança, rentabilidade e nível de endividamento

A poupança das empresas é constituída pelos resultados não distribuídos pelas empresas.

**Gráfico 4.7 • Poupança por idade das empresas**  
| Percentagem do total



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 4.8 • Taxa de poupança por idade das empresas**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Média das taxas de poupança individuais, ponderadas pelo ativo.

Deste modo, é expectável que exista uma relação positiva entre poupança e rentabilidade. Os gráficos 4.11 e 4.12 procuram validar esta hipótese. O gráfico 4.11 apresenta a distribuição da poupança por quintis da rentabilidade das empresas (definida como resultados antes de juros e impostos (*EBIT*) em percentagem do ativo) e o gráfico 4.12 apresenta a taxa de poupança média, por quintil de rentabilidade. De acordo com o gráfico 4.11, a relação entre poupança e rentabilidade parece ser positiva, mas não linear: as empresas no quintil associado a maior rentabilidade contribuem menos para

a poupança agregada do que as empresas no segundo, terceiro e quarto quintis. Contudo, isto pode refletir o facto de a rentabilidade não estar linearmente correlacionada com a dimensão das empresas, sendo que as empresas mais rentáveis não são necessariamente as de maior dimensão. A taxa de poupança é, no entanto mais significativa para as empresas com mais rentabilidade tal como seria de esperar. Ao longo do período em análise observa-se uma consolidação desta relação.

Outra dimensão que pode ser relevante prende-se com as decisões de estrutura de capital

**Gráfico 4.9 • Distribuição de resultados por idade das empresas | Percentagem do total**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 4.10 • Resultados distribuídos por idade das empresas | Em percentagem dos resultados transitados**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Média dos rácios individuais, ponderados pelos resultados transitados.

**Gráfico 4.11 • Poupança por quintis da rentabilidade | Percentagem do total**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 4.12 • Taxa de poupança por quintis da rentabilidade | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

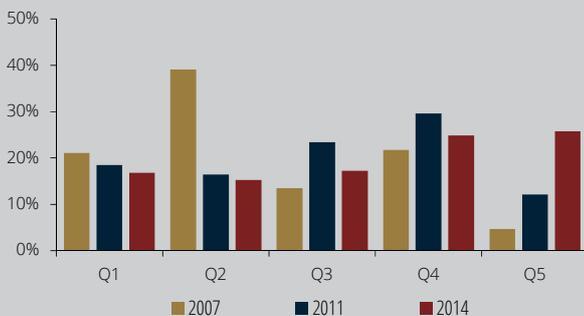
Nota: Média das taxas de poupança individuais, ponderadas pelo ativo.

das empresas, em particular com o seu endividamento. As empresas que poupam mais acumulam mais recursos internos, diminuindo a sua dependência de financiamento externo. Se estas relações persistirem no tempo, espera-se uma correlação negativa entre poupança e endividamento. Os gráficos 4.13 e 4.14 apresentam, respetivamente, a poupança e a taxa de poupança por quintis do rácio de endividamento (definido como financiamentos obtidos em percentagem do ativo). Da análise desta informação é sobretudo evidente uma alteração significativa de padrões durante o período de análise. Enquanto em 2007 eram de facto as empresas menos endividadas que mais poupavam (tanto em termos absolutos como em termos de taxa de poupança), em 2014 a relação é menos evidente no caso da taxa de poupança e é mesmo inversa no caso da distribuição da poupança. Tal implica que as empresas mais endividadas aumentaram significativamente os seus esforços de poupança, acumulando recursos internos o que não aconteceu no caso das empresas menos endividadas. Esta evolução reflete o processo de desalavancagem ainda em curso na economia portuguesa. A taxa de poupança das empresas mais endividadas é, ainda assim substancialmente inferior

à das empresas nos restantes quintis do rácio de endividamento.

Para compreender melhor a relação entre poupança e dimensão das empresas, é possível ir além da análise de quintis e aprofundar a exploração da heterogeneidade das empresas. Esta análise é apresentada na caixa “Poupança das empresas - uma análise com dados transversais”, em que se replica para as empresas portuguesas a análise ao nível de empresa de Chen *et al.* (2017). Com esta análise procura-se perceber se o aumento global da poupança das empresas se deve sobretudo ao aumento das taxas de poupança dentro de determinados tipos de empresas ou se reflete uma recomposição das quotas de mercado em favor de tipos de empresas com maiores taxas de poupança. Os resultados desta análise sugerem que o aumento da poupança reflete essencialmente um aumento no lucro das empresas, e que a dimensão e a idade das empresas portuguesas estão positiva e significativamente correlacionadas com a sua poupança. Os resultados sugerem ainda que o aumento global da poupança se deve ao aumento da poupança dentro de grupos de empresas definidos pela sua dimensão e idade, e não traduz uma realocação de quotas de mercado entre empresas de diferentes classes de dimensão ou de idade.

**Gráfico 4.13 • Poupança por quintis do rácio de endividamento | Percentagem do total**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 4.14 • Taxa de poupança por quintis do rácio de endividamento | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Média das taxas de poupança individuais, ponderadas pelo ativo.

### Caixa 1 | Poupança das empresas – uma análise com dados transversais

Nesta caixa consideram-se dados ao nível da empresa para analisar em que medida a evolução da poupança se relaciona com os seus componentes contabilísticos e com as características idiossincráticas das empresas. Em particular, importa perceber o padrão transversal da poupança e a relação com os seus componentes contabilísticos. Pretende-se também perceber de que modo este padrão reflete diferenças nas características das empresas, nomeadamente a heterogeneidade ao nível da dimensão e idade.

A análise está dividida em três partes: na primeira parte, estuda-se em que medida o aumento da poupança reflete um aumento de lucros ou a evolução de outros fatores como sejam os dividendos distribuídos, pagamento de juros e de impostos; na segunda parte, explora-se em que medida a dimensão da empresa e a sua idade explicam o aumento da poupança; e por último, analisa-se em que medida o aumento da poupança se deve ao aumento da mesma num determinado grupo de empresas (variação *within*) ou diferenças no padrão de poupança entre grupos de empresas com diferentes características e níveis de poupança (variação *between*). A metodologia considerada na análise segue de perto a abordagem de Chen *et al.* (2017).

Tal como na análise das distribuições, nesta caixa considera-se a informação contabilística reportada pela Central de Balanços do Banco de Portugal. A medida de poupança considerada é a poupança bruta definida pela equação (2). O resultado bruto da empresa é medido pelo *EBITDA*<sup>6</sup>.

#### Caracterização do aumento da poupança com dados da empresa

Os painéis do gráfico 1 mostram a dispersão e a relação entre o lucro bruto e cada uma das suas componentes: poupança, dividendos distribuídos, juros e impostos pagos. A dimensão de cada círculo corresponde ao valor médio do valor acrescentado bruto (VAB) da empresa ao longo do período em análise.

No gráfico 1.A observa-se uma forte correlação entre a taxa de poupança (medida pelo rácio entre a poupança e o VAB) e o resultado bruto da empresa (em rácio do VAB). Os restantes painéis sugerem uma correlação fraca entre dividendos distribuídos, juros e impostos pagos (em rácio do VAB) e o resultado bruto da empresa. No quadro 1 quantificam-se estas relações considerando para o efeito uma regressão simples de cada componente do lucro bruto (em rácio do VAB) no lucro bruto, considerando efeitos fixos ao nível do sector de atividade económica da empresa<sup>7</sup>. A estimação é ponderada pelo VAB da empresa e os resultados corroboram as conclusões da análise do gráfico 1. O coeficiente estimado para a taxa de poupança é 0,60, sugerindo que o aumento de 1 euro no resultado bruto está associado com o aumento de 60 cêntimos na poupança, *ceteris paribus*. O efeito estimado do rácio entre impostos e VAB não é significativo, o que não é surpreendente uma vez que a tributação se manteve relativamente estável neste período.

#### Análise da poupança de acordo com a dimensão e idade das empresas

No gráfico 2 está representada a taxa de poupança da empresa (medida pelo rácio entre a poupança bruta e o VAB) de acordo com o logaritmo da sua dimensão e idade. A dimensão da empresa é calculada como a proporção média do volume de negócios da empresa no volume de negócios total e a idade é a idade média da empresa ao longo do período da amostra. Os coeficientes estimados ponderados pelo VAB da empresa são reportados no quadro 2. As estimativas sugerem que a taxa de poupança

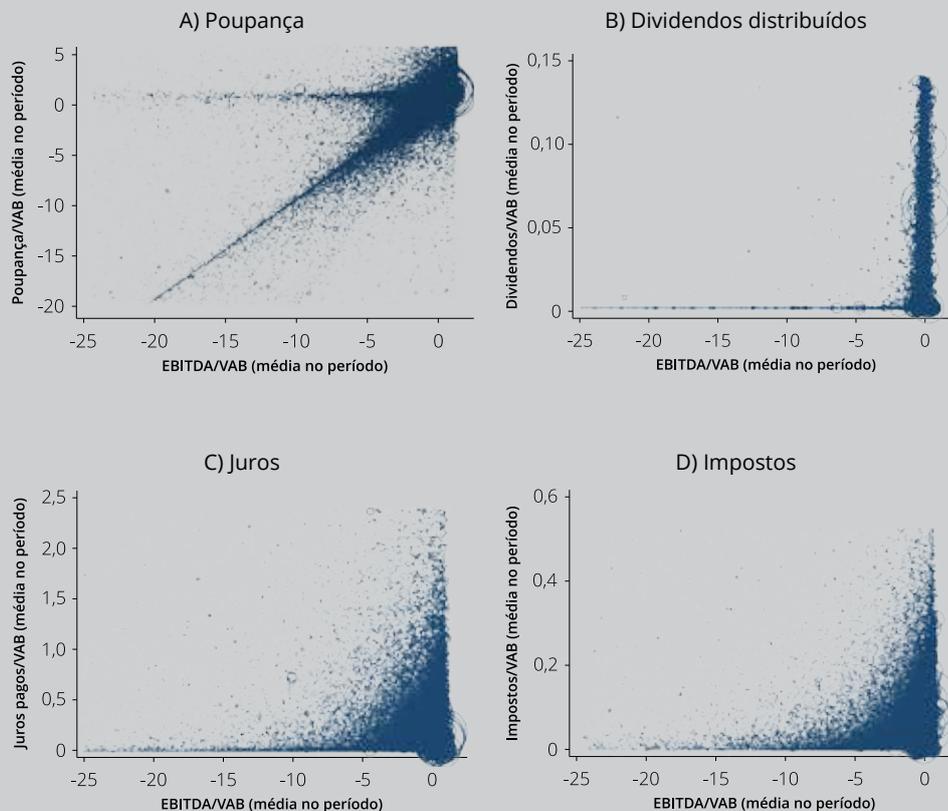
esteja positivamente associada com a dimensão das empresas, e revelam que uma empresa com o dobro do volume de negócios de outra (isto é, um aumento de 0,69 pontos de logaritmo) tenha uma taxa de poupança 3,9 pontos percentuais mais elevada, em média. O coeficiente estimado para a idade sugere que a taxa de poupança de uma empresa 10 anos mais velha é em média 3,2 pontos percentuais mais elevada, mantendo tudo o resto constante. Estes resultados sugerem que a taxa de poupança das empresas portuguesas depende substancialmente da sua dimensão e idade, e contrastam com os resultados reportados por Chen *et al.* (2017).

**Quadro 1 • Resultados da estimação: resultado bruto e componentes<sup>8</sup>**

	Poupança/VAB	Dividendos/VAB	Juros/VAB	Impostos/VAB
Resultado bruto/VAB	0.6021*** (0.0620)	0.0024*** (0.0008)	0.0376*** (0.0047)	0.0002 (0.0002)
Observações	382,853	444,788	330,540	372,270

Nota: \*\*\* denota significância estatística a 1 por cento. A estimação inclui efeitos fixos do setor de atividade económica. Erros-padrão robustos e *clustered* ao nível do setor de atividade económica entre parêntesis.

**Gráfico 1 • Resultado bruto e a poupança das empresas**



Fonte: Banco de Portugal.

**Quadro 2 • Resultados da estimação: taxa de poupança, dimensão e idade das empresas**

	Poupança/VAB	Poupança/VAB
(log) Volume de negócios	0.0568*** (0.0130)	
Idade		0.0032** (0.0014)
Observações	377,974	380,500

Nota: \*\*\* e \*\* denotam significância estatística a 1 e 5 por cento, respetivamente. A estimação inclui efeitos fixos do setor de atividade económica. Erros-padrão robustos e *clustered* ao nível do setor de atividade económica entre parêntesis.

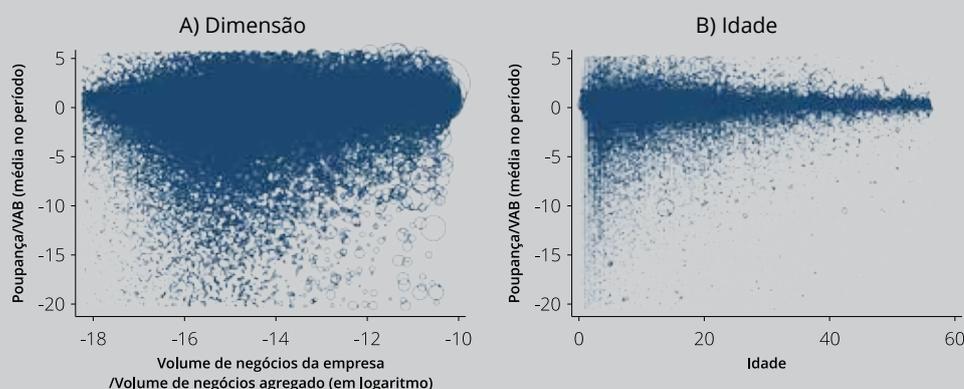
### Decomposição *within/between*

Nesta secção considera-se a decomposição proposta por Chen et al. (2017) para analisar em que medida a variação na taxa de poupança das empresas se deve à variação *within* ou *between* grupos de empresas:

$$\Delta\left(\frac{PB_t}{VAB_t}\right) = \underbrace{\frac{1}{2} \sum_i (\omega_{it} + \omega_{it+1}) \Delta\left(\frac{PB_{it}}{VAB_{it}}\right)}_{\text{Componente } \textit{within}} + \underbrace{\frac{1}{2} \sum_i \left(\frac{PB_{it}}{VAB_{it}} + \frac{PB_{it-1}}{VAB_{it-1}}\right) \Delta\omega_{it}}_{\text{Componente } \textit{between}}$$

Em que  $PB_{it}$  é a poupança bruta da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $VAB_{it}$  é o valor acrescentado bruto da empresa  $i$  no período  $t$  e  $\omega_{it}$  é o peso da empresa  $i$  no VAB total no período  $t$ .

Os grupos de empresas  $i$  são identificados por quartil da dimensão, idade e união de dimensão e idade. Os resultados da decomposição são reportados no quadro 3. De acordo com estes resultados, a variação na taxa de poupança deve-se essencialmente à componente *within*, independentemente de se considerar a dimensão, idade ou a união das duas na definição dos grupos. Deste modo, o aumento na poupança das empresas é maioritariamente explicado pelo aumento da poupança dentro destes grupos de empresas, e não reflete alterações na alocação do VAB entre grupos.

**Gráfico 2 • Taxa de poupança, dimensão e idade das empresas**

Fonte: Banco de Portugal

**Quadro 3 • Decomposição *within* e *between* das variações da taxa de poupança**

	Variação 2006-2014		Variações anuais cumulativas	
	<i>Within</i>	<i>Between</i>	<i>Within</i>	<i>Between</i>
Dimensão	1.590	0.248	1.532	0.307
Idade	0.897	0.378	1.443	0.219
Dimensão e idade	6.904	0.223	6.727	0.400

Nota: Rácio da poupança no VAB da empresa (em pontos percentuais). Os resultados correspondentes à variação 2006-2014 foram obtidos considerando a diferença entre o último e o primeiro ano em análise; os resultados correspondentes às variações cumulativas foram obtidos acumulando as decomposições obtidas com as variações anuais.

#### 4.2. Para onde são canalizadas as poupanças?

Tendo estabelecido que o aumento da poupança das empresas em Portugal reflete essencialmente o comportamento de algumas empresas, sobretudo as maiores e mais antigas (ainda que a tendência de aumento da taxa de poupança seja comum à maioria das empresas), importa compreender o que fazem as empresas com esses recursos gerados internamente. Em particular, importa compreender se estes fundos são utilizados para financiar o investimento, como alternativa (ou complemento) ao financiamento externo ou se são acumulados como liquidez, constituindo uma poupança por motivos de precaução. Os gráficos 4.15 e 4.16 apresentam, respetivamente, a distribuição do investimento total efetuado por empresas e o rácio entre investimento e ativo total para os cinco quintis da poupança. O investimento é definido como a variação dos ativos fixos entre o ano  $t$  e o ano  $t-1$ , ajustado de depreciações. Tal como no caso da poupança, o investimento agregado é explicado por um conjunto minoritário de empresas. São claramente as empresas que mais poupam as que mais investem. No entanto, as empresas no primeiro quintil da distribuição da poupança, que têm na sua maioria poupança negativa, contribuem para o investimento de forma mais significativa do que

as dos quintis intermédios. Quando se controla pela dimensão da empresa, avaliando o rácio entre o investimento e o ativo, verifica-se que existe uma relação não linear entre investimento e poupança (gráfico 4.16). Excluindo as empresas no primeiro quintil da poupança, que têm poupanças negativas ou muito reduzidas mas registam fluxos de investimento mais significativos do que os dos quintis intermédios, a relação entre o rácio de investimento da empresa e a poupança é positiva. A evolução do rácio de investimento ao longo do período em análise confirma a tendência de contração do investimento observada em termos agregados neste período, ainda que exista uma ligeira evolução positiva entre 2011 e 2014.

Os gráficos 4.17 e 4.18 oferecem mais informação sobre a relação entre poupança e investimento, mas desta vez avaliando a distribuição do investimento acumulado, ou seja, do *stock* de ativos fixos, pelos vários quintis da poupança. Os resultados são globalmente consistentes com os relativos aos fluxos de investimento. Existe uma relação não linear entre poupança e ativos fixos, sendo estes mais expressivos para as empresas que poupam mais (quinto quintil) e, em menor grau, para as que poupam menos (primeiro quintil). Considerando o rácio entre ativos fixos e o ativo total, existe uma correlação positiva entre poupança

**Gráfico 4.15 • Investimento por quintis da poupança**  
| Percentagem do total



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 4.16 • Rácio entre o investimento e o ativo total por quintis da poupança**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Média dos rácios individuais, ponderados pelo ativo.

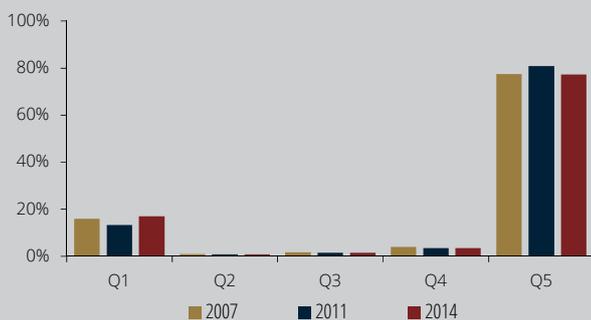
e acumulação de ativos fixos, excluindo as empresas do primeiro quintil da poupança.

A acumulação de recursos internos que resulta da poupança das empresas não tem de se substanciar necessariamente em investimento em ativos fixos. De facto, existe evidência internacional e nacional de que ao longo dos últimos anos a tendência de reforço de poupança das empresas foi acompanhada pela acumulação de ativos líquidos, ou *cash holdings* (Bates *et al.*, 2009, Farinha e Prego, 2014). Os gráficos 4.19 e 4.20 apresentam a repartição dos ativos líquidos e o rácio entre ativos líquidos e o ativo total, por quintis da poupança. De acordo com a informação apresentada nestes

gráficos, as empresas que mais poupam são também as que acumulam mais ativos líquidos, em termos absolutos. No entanto, quando se avaliam os ativos líquidos em percentagem do ativo total (Gráfico 4.20), verifica-se que existe uma relação não linear entre poupança e acumulação de ativos líquidos. As empresas que acumulam mais ativos líquidos são as que se posicionam em patamares intermédios da distribuição da poupança.

Conciliando estes resultados com os relativos ao investimento (Gráficos 4.15 e 4.16), o reforço da poupança das empresas portuguesas parece estar mais claramente associado a uma expansão do investimento do que a um aumento da

**Gráfico 4.17 • Ativos fixos por quintis de poupança**  
| Percentagem do total



Fonte: Banco de Portugal.

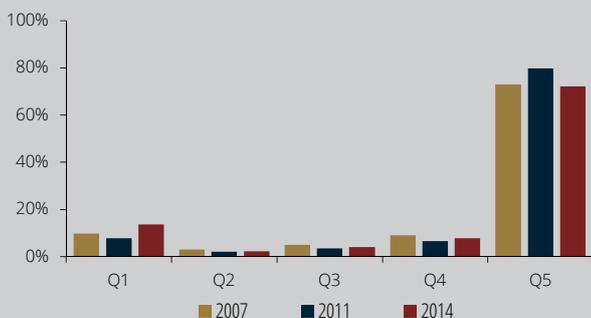
**Gráfico 4.18 • Rácio entre os ativos fixos e o ativo total por quintis da poupança**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

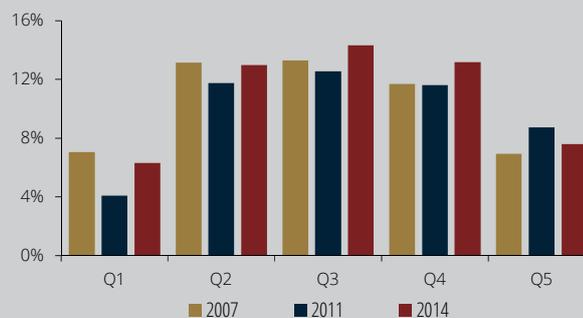
Nota: Média dos rácios individuais, ponderados pelo ativo.

**Gráfico 4.19 • Liquidez por quintis da poupança**  
| Percentagem do total



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 4.20 • Rácio entre ativos líquidos e ativo total por quintis da poupança**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Média dos rácios individuais, ponderados pelo ativo.

poupança por motivos de precaução, que se consubstanciaria num aumento da detenção de ativos líquidos. Para além disso, os gráficos 4.13 e 4.14 também sugerem que uma parte importante do reforço das poupanças esteja a ser direcionado para a diminuição da dependência do endividamento, em particular para as empresas mais endividadas, o que é consentâneo com a convergência para estruturas financeiras mais equilibradas das empresas portuguesas.

### 5. Algumas conclusões sobre a evolução da poupança das empresas portuguesas

A dinâmica do investimento e da poupança dos vários setores da economia durante a última década traduziu-se numa alteração da posição relativa dos setores enquanto financiadores ou devedores líquidos da economia. Em Portugal, tal como na área do euro e noutras economias à escala global, as empresas tornaram-se um setor financiador da economia. Esta alteração deve-se sobretudo a um aumento da poupança das empresas, uma vez que o investimento apresenta um padrão mais estável quando medido em percentagem do PIB.

A análise de dados microeconómicos ao nível da empresa permite compreender melhor qual a origem deste aumento da poupança das empresas em Portugal:

- A evolução agregada da poupança das empresas portuguesas está essencialmente associada ao comportamento das grandes empresas, que poupam (cada vez) mais sem que pareça existir uma alteração significativa no padrão de distribuição de resultados para essas empresas;
- Existe também uma relação positiva entre a poupança e a idade das empresas, apesar de esta não ser tão clara como no caso da dimensão, essencialmente devido à elevada heterogeneidade nas decisões de poupança das empresas mais jovens;
- As empresas que geram mais lucros também têm contribuído de forma mais expressiva

para a evolução da poupança, como seria expectável;

- Por último, verifica-se que as empresas mais endividadas aumentaram de forma significativa o seu esforço de poupança. Este reforço da acumulação de recursos internos é consistente com o processo de desalavancagem ainda em curso na economia portuguesa, verificando-se que estas empresas convergem gradualmente para uma estrutura de financiamento mais equilibrada.

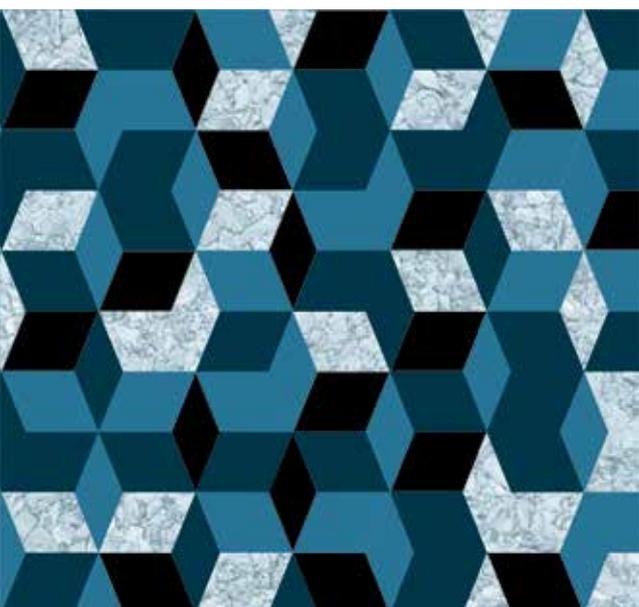
A análise de dados microeconómicos ao nível da empresa ajuda também a identificar o destino dos recursos acumulados por via da retenção de lucros na empresa que podem ser essencialmente, para além da redução do endividamento externo: o reforço do investimento ou a acumulação de ativos líquidos, refletindo poupança por motivos de precaução. De acordo com a análise efetuada neste tema em destaque o aumento da poupança está essencialmente associado a um reforço do investimento. Dado que pode existir algum desfasamento temporal entre a acumulação de poupança e a materialização das decisões de investimento, esta relação pode consubstanciar-se em desenvolvimentos positivos no investimento das empresas portuguesas no futuro próximo.

## Referências

- Armenter, R. e V. Hnatkovska, 2017, "Taxes and capital structure: Understanding firms' savings", *Journal of Monetary Economics*, 87, 13-33.
- Bates, T., K. Kahle and R. Stultz, 2009, "Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?", *Journal of Finance*, 64, 1985–2021.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven, e V. Maksimovic, 2006, "The determinants of financing obstacles", *Journal of International Money and Finance*, 25(6), 932-952.
- Boileau, M. e N. Moyen, 2009, "Corporate cash savings: precaution versus liquidity", *Cahiers de recherche 0953*, CIRPEE.
- Chen, P., L. Karabarbounis e B. Neiman, 2017, "The global rise of corporate saving", *Journal of Monetary Economics*, 89, forthcoming.
- Della Seta, M., 2013, "Cash and competition", *Tilburg University Working paper*.
- Farinha, L. e P. Prego, 2014, "Gestão da liquidez das empresas não financeiras portuguesas: uma análise das restrições de financiamento", *Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal*, Maio 2014.
- Graham, John R., 1996, "Debt and the marginal tax rate", *Journal of Financial Economics*, 41, 41–73.
- Graham, J. R., 2000, "How big are the tax benefits of debt?" *The Journal of Finance*, 55: 1901–1941.
- Hennessy, C.A. e T.M. Whited, 2007, "How costly is external financing? Evidence from a structural estimation", *The Journal of Finance*, 62, 1705–1745.
- Lyandres, E. e B. Palazzo, 2016, "Cash holdings, competition, and innovation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51 (6), 1823–1861.
- Modigliani, F. e M. Miller, 1958, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, 48 (3), 261–297.
- Modigliani, F. e M. Miller, 1963, "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, 53 (3), 433–443.
- Morellec, E., B. Nikolov, e F. Zucchi, 2013, "Competition, cash holdings, and financing decisions", *Swiss Finance Institute Research Paper Working paper* 13–72.
- Riddick, L. e T. Whited, 2009, "The corporate propensity to save", *Journal of Finance*, 64, 1729–1766.
- Shourideh, A. e A. Zetlin-Jones, 2012, "External financing and the role of financial frictions over the business cycle: measurement and theory", *Carnegie Mellon, Working paper*.
- Zhao, J., 2015, "Accounting for the corporate cash increase", *Working Paper*. Stony Brook University.

### Notas

1. O tema em destaque "Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal" do *Boletim Económico* de Maio de 2016 faz uma análise aprofundada da evolução da poupança das famílias.
2. O conceito utilizado é o de poupança bruta, que mais se aproxima ao conceito utilizado nas Contas Nacionais.
3. Os quintis de uma população, de acordo com uma determinada variável, são os cinco grupos de 20 por cento da população, formados ordenando a população por ordem crescente dessa variável. Assim, o primeiro quintil da poupança é formado pelos 20 por cento das empresas que menos poupam e assim sucessivamente até ao quinto quintil.
4. A taxa de poupança média é calculada como uma média das taxas de poupança individuais, ponderada pelo ativo.
5. Os dividendos correspondem à rubrica "resultados atribuídos" do reporte da aplicação de resultados. A alteração do sistema de normalização contabilística em 2010 implica alguma perda de comparabilidade dos dados relativos a dividendos distribuídos e, por isso, esta limitação deve ser tida em consideração quando se analisa esta variável.
6. EBITDA é o acrónimo para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (resultados antes de juros, impostos e amortizações).
7. Os setores de atividade estão definidos através da CAE a dois dígitos.
8. No caso do rácio dos dividendos sobre o VAB, não foram excluídas as observações em que o rácio é inferior ao primeiro percentil, o que implicaria a exclusão de todas as observações em que os dividendos são iguais a zero, que correspondem a mais de 95 por cento da amostra.



## III Séries

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2016

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2016



## Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2016

À semelhança do que tem ocorrido anualmente, esta secção divulga a atualização das séries longas trimestrais para a economia portuguesa. Estas encontram-se distribuídas por três blocos: despesa, rendimento disponível e mercado de trabalho.

A atualização divulgada neste Boletim mantém o detalhe das séries anteriormente publicado e inclui pela primeira vez os valores trimestrais para o ano de 2016<sup>1</sup>. Esta informação incorpora as séries de Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo INE a 31 de maio de 2017 e segue de perto os procedimentos metodológicos descritos detalhadamente em Cardoso e Sequeira (2015)<sup>2</sup>.

Relativamente às principais componentes da despesa, a informação publicada para o período posterior a 1995 coincide com os dados trimestrais divulgados pelo INE, tanto a preços correntes como avaliados em volume (dados encadeados em volume com ano de referência 2011).

Por sua vez, as séries do rendimento disponível para o período a partir do primeiro trimestre de 1999 diferem dos valores publicados pelo INE (Contas Trimestrais por Setor Institucional) pelo facto de se encontrarem corrigidas de sazonalidade e de efeitos de calendário, nos casos em que foi identificado um padrão sazonal.

No bloco do mercado de trabalho, as séries encontram-se agrupadas segundo duas medidas: equivalentes a tempo completo (conceito Contas Nacionais) e milhares de indivíduos (conceito Inquérito ao Emprego). Note-se que, as séries em milhares de indivíduos, assim como a série da taxa de desemprego, apenas diferem das atualmente publicadas no Inquérito ao Emprego devido à correção de sazonalidade.

Para a correção de sazonalidade recorreu-se, regra geral, ao procedimento X13-ARIMA (através do *software JDemetra+*).

### Notas

1. As séries trimestrais para o período de 1977-2016 são apresentadas apenas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico*.
2. Cardoso, F. e Sequeira, A. (2015), *Séries longas trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2014*, *Occasional Paper* n.º 1, Banco de Portugal.

## Séries anuais do património dos particulares: 1980-2016

As séries anuais do património dos particulares, para o período 1980-2016, correspondem à atualização das estimativas publicadas no *Boletim Económico* de Junho do ano passado. Estas estimativas de património, que têm sido objeto de divulgação anual<sup>1</sup>, incluem a componente financeira (ativos e passivos) e a habitação (principal componente do património não financeiro). Os conceitos e metodologia são idênticos aos descritos em Cardoso, Farinha e Lameira (2008)<sup>2</sup>.

As séries financeiras (ativos e passivos) aqui apresentadas são consistentes com a versão mais recente das contas nacionais financeiras publicadas pelo Banco de Portugal, que estão disponíveis para o período 1994-2016. As séries financeiras para o período anterior a 1994 foram retro-poladas utilizando as taxas de variação implícitas nas séries de património anteriores e obtidas de acordo com a metodologia descrita detalhadamente em Cardoso e Cunha (2005).

A metodologia de cálculo da riqueza em habitação baseia-se num método habitualmente utilizado para calcular estimativas de *stock* de capital – o método de inventário permanente. Este método consiste em acumular sucessivamente o investimento em capital fixo (neste caso em habitação), postulando hipóteses razoáveis para o seu período de vida útil e para o método de depreciação.

A série do património em habitação foi ajustada, considerando como *benchmark* uma estimativa do valor da riqueza em habitação para o ano de 2014 incorporando o valor do património dos particulares em habitação disponível na base de dados do *Eurostat* para esse ano. As estimativas disponibilizadas pelo *Eurostat* não incluem o valor dos terrenos subjacentes aos alojamentos (que estão incluídos nas séries de património aqui publicadas), tendo sido estimado esse valor para o ano em causa. Para estimar o valor dos terrenos considerou-se o rácio definido para efeitos fiscais (para efeito de avaliação dos alojamentos em sede de IMI), que corresponde a 25% do valor global dos alojamentos. O valor total assim obtido corresponde a uma estimativa pontual da riqueza em habitação para o ano de 2014, sendo os restantes anos obtidos por forma a respeitar as taxas de variação da série do *stock* obtidas com a metodologia referida, baseada em séries longas da FBCF em habitação. As séries longas da FBCF habitação utilizadas no cálculo do *stock* de habitação respetivo incorporam os dados mais recentes de Contas Nacionais (para o período de 1995 a 2016).

### Notas

1. As séries apenas são publicadas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico*.

2. Cardoso, F., Farinha, L. e Lameira, R. (2008), *Household wealth in Portugal: revised series*, *Occasional Paper 1*, Banco de Portugal. Esta publicação corresponde à revisão das séries previamente publicadas em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005) *Household wealth in Portugal: 1980-2004*, *Working Paper n.º 4*, Banco de Portugal, onde está descrita de forma mais detalhada a metodologia de cálculo.

