Projeções para a economia portuguesa: 2016-2019

1. Introdução

Ao longo do horizonte de projeção, a economia portuguesa deverá manter a trajetória de recuperação moderada que tem caraterizado os anos mais recentes (Quadro 1.1). Desta forma, após um crescimento de 1,2 por cento em 2016, o Produto Interno Bruto (PIB) deverá acelerar para 1,4 por cento em 2017, estabilizando o seu ritmo de crescimento em 1,5 por cento nos dois anos seguintes. Esta evolução implica que no final do horizonte de projeção o PIB atinja um nível idêntico ao registado em 2008. No período 2017-2019, o crescimento do PIB deverá ser próximo, embora inferior, ao projetado para a área do euro, não revertendo o diferencial negativo acumulado entre 2010 e 2013 (Gráfico 1.1). Esta ausência de convergência real face à área do euro reflete a persistência de constrangimentos estruturais ao crescimento da economia portuguesa, no qual assumem uma relevância especial os elevados níveis de endividamento dos setores público e privado, uma evolução demográfica desfavorável e a persistência de ineficiências nos mercados do trabalho e do produto que requerem a continuação do processo de reformas estruturais.

Quadro 1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2016-2019 | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2015		BE dezembro 2016				BE outubro 2016	BE junho 2016		
		2015	2016(p)	2017(p)	2018(p)	2019(p)	2016(p)	2016(p)	2017(p)	2018(p)
Produto Interno Bruto	100,0	1,6	1,2	1,4	1,5	1,5	1,1	1,3	1,6	1,5
Consumo Privado	65,6	2,6	2,1	1,3	1,4	1,3	1,8	2,1	1,7	1,3
Consumo Público	18,2	0,8	1,0	0,0	0,4	0,2	1,0	1,1	0,4	0,6
Formação Bruta de Capital Fixo	15,3	4,5	-1,7	4,4	4,3	4,5	-1,8	0,1	4,3	4,6
Procura Interna	99,3	2,5	1,2	1,5	1,7	1,6	1,1	1,8	1,7	1,7
Exportações	40,6	6,1	3,7	4,8	4,6	4,4	3,0	1,6	4,7	4,7
Importações	39,8	8,2	3,5	4,8	4,9	4,4	3,0	2,8	4,9	4,8
Contributo para o crescimento do PIB líquido de importações (em p.p.) (a)										
Procura interna		1,1	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	1,0	0,7	0,7
Exportações		0,5	0,8	0,9	0,8	0,9	0,6	0,3	0,9	0,9
Emprego (b)		1,4	1,5	1,0	0,9	1,0	1,0	–	–	–
Taxa de desemprego		12,4	11,0	10,1	9,4	8,5	11,2	–	–	–
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		1,7	1,1	0,9	0,9	1,1	1,3	1,9	1,6	1,6
Balança de Bens e Serviços (% PIB)		1,8	2,2	1,9	1,8	1,8	2,1	1,6	1,3	1,2
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor		0,5	0,8	1,4	1,5	1,5	0,7	0,7	1,4	1,5

Fonte: 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.

Esta projeção integra o exercício de projeção do Eurosistema recentemente publicado pelo Banco Central Europeu (BCE). De acordo com as hipóteses deste exercício, o enquadramento externo da economia portuguesa deverá manter-se favorável, embora com uma revisão em baixa dos fluxos de comércio a nível global relativamente aos exercícios anteriores (Caixa "Hipóteses do exercício de projeção"). Após um abrandamento em 2016, a procura externa deverá acelerar ao longo do horizonte de projeção, embora com um dinamismo inferior ao observado no período anterior à crise financeira internacional. Adicionalmente, as condições monetárias e financeiras deverão manter-se globalmente acomodatícias. Por seu turno, o preço das matérias-primas, quer energéticas quer não energéticas, deverá inverter no horizonte de projeção a trajetória de queda dos anos recentes.

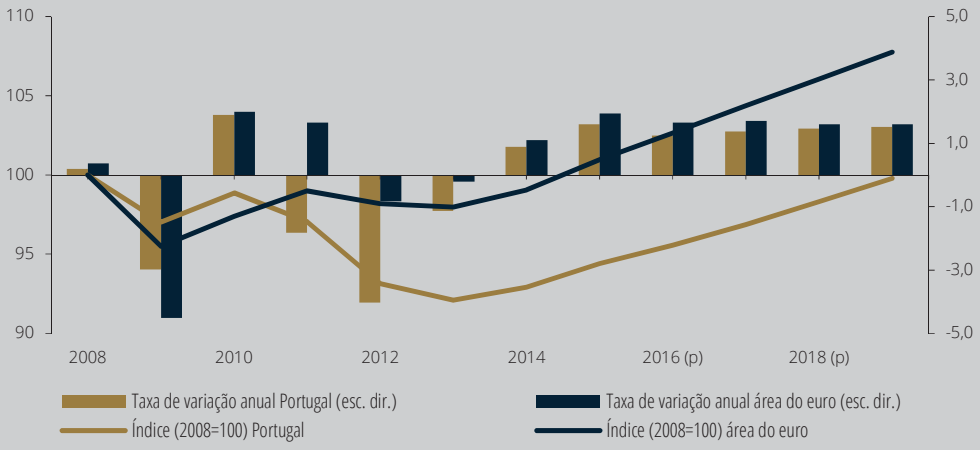
Neste enquadramento globalmente favorável, as exportações de bens e serviços deverão registar um dinamismo superior ao da procura externa, tal como observado nos últimos anos. As exportações continuarão assim a ser a componente da procura global com maior contributo para o crescimento da atividade. O maior dinamismo da economia portuguesa face a 2016 será sustentado por uma aceleração da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), baseada numa recuperação do investimento empresarial. Por seu turno, o consumo privado deverá desacelerar face ao observado nos anos mais recentes, crescendo em linha com as expetativas de evolução tendencial da economia. O forte dinamismo do consumo nos últimos anos esteve associado à despesa em bens duradouros, resultante em parte da concretização de decisões adiadas durante a recessão de 2011-2013.

A evolução da atividade deverá ser acompanhada pela recuperação gradual da situação no mercado de trabalho, projetando-se a continuação do crescimento do emprego, embora a um ritmo progressivamente mais moderado, e a manutenção da trajetória descendente da taxa de desemprego.

A inflação, medida pelo Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor (IHPC), deverá aumentar ao longo do horizonte de projeção, mantendo-se em níveis próximos dos projetados para a média da área do euro. A aceleração dos preços – para cerca de 1,5 por cento no final do horizonte – reflete pressões ascendentes de origem interna e externa.

Ao longo do horizonte de projeção, a economia portuguesa deverá manter uma capacidade de financiamento face ao exterior, embora inferior à observada nos últimos anos. Esta evolução é determinada pela evolução das balanças de rendimentos e de capital. O saldo da balança de

Gráfico 1.1 • PIB – Em percentagem e índice (2008=100)



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

bens e serviços em percentagem do PIB, após um aumento temporário em 2016, manter-se-á relativamente inalterado face a 2015 ao longo do restante horizonte de projeção.

Assim, o padrão de crescimento económico projetado – onde as componentes com uma evolução mais dinâmica que o PIB são as exportações e a FBCF – é compatível com uma recuperação mais sustentada da economia portuguesa, em particular numa situação em que se mantém uma capacidade de financiamento junto do exterior e se projetam reduções adicionais dos níveis de endividamento do setor privado.

2. Informação recente

As projeções para a economia portuguesa apresentadas neste Boletim incorporam o conjunto de informação disponível até 24 de novembro de 2016 e as hipóteses técnicas subjacentes ao exercício de projeção do Eurosistema, recentemente divulgado pelo BCE (Caixa "Hipóteses do exercício de projeção").

No primeiro semestre de 2016, o PIB apresentou um crescimento moderado de 0,9 por cento face ao período homólogo, prolongando o perfil de desaceleração iniciado na segunda metade de 2015. Face ao semestre anterior, a atividade económica aumentou 0,5 por cento.

O abrandamento da atividade em termos homólogos resultou de menores contributos positivos da procura interna e das exportações, à semelhança do verificado no segundo semestre de 2015. O menor dinamismo da procura interna em termos homólogos refletiu essencialmente a diminuição do investimento, verificando-se uma redução de 2,7 por cento da FBCF no primeiro semestre de 2016 (+4,5 por cento em 2015). A evolução deste agregado é explicada, em larga medida, pelas quedas registadas na FBCF em construção e na FBCF em máquinas e equipamentos, uma vez que o investimento em material de transporte manteve um crescimento robusto, ainda que inferior ao da segunda metade de 2015. Por seu turno, o crescimento mais moderado das exportações no primeiro semestre de 2016 refletiu a evolução negativa das exportações de combustíveis, cujo conteúdo importado é bastante significativo (cerca de 95 por cento). Em menor grau, registou-se também uma redução das exportações de serviços excluindo turismo.

Considerando as componentes líquidas de importações (isto é, deduzindo a cada componente da procura uma estimativa das importações necessárias para satisfazer essa procura), estima-se que a evolução do PIB na primeira metade de 2016 esteja associada à desaceleração da procura interna, uma vez que o crescimento das exportações líquidas de conteúdos importados estabilizou face ao semestre anterior (Gráfico 2.1).

Num contexto de uma nova melhoria dos termos de troca, e não obstante o crescimento em volume mais acentuado das importações do que das exportações, o excedente da balança de bens e serviços em percentagem do PIB apresentou um aumento face ao semestre homólogo. No entanto, o excedente da balança corrente e de capital diminuiu[1], refletindo o aumento do défice da balança de rendimento primário e a redução dos saldos das balanças de rendimento secundário e de capital.

No primeiro semestre de 2016, a situação no mercado de trabalho continuou a melhorar, observando-se uma redução da taxa de desemprego (de -1,2 pontos percentuais (p.p.) face ao semestre homólogo) e um aumento do emprego total (conceito de Contas Nacionais Trimestrais) de 0,9 por cento em termos homólogos (Gráfico 2.2).

Forte aceleração da atividade económica no terceiro trimestre de 2016

No terceiro trimestre de 2016, de acordo com a estimativa rápida divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), a atividade económica cresceu 1,6 por cento face ao período homólogo e 0,8 por cento face ao trimestre anterior (Gráfico 2.3).

A informação relativa à variação das principais componentes do PIB (ótica da despesa) apenas foi divulgada após a data de fecho de dados deste Boletim. Assim sendo, a análise da evolução dos agregados do PIB no terceiro trimestre de 2016 tem como base a informação de conjuntura recente e a informação qualitativa contida no destaque sobre a estimativa rápida.

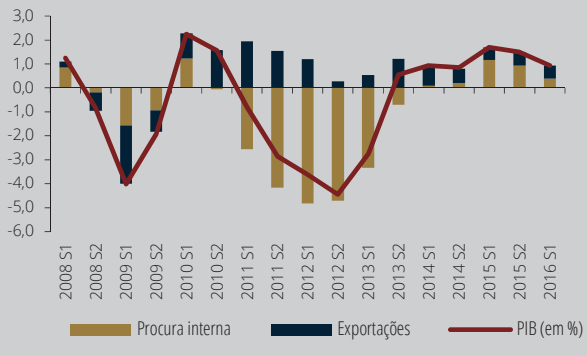
Neste quadro, a aceleração da atividade económica refletiu, em termos homólogos, uma aceleração das exportações e um crescimento ligeiramente maior da procura interna. No que diz respeito ao forte crescimento face ao segundo trimestre de 2016, destaca-se o contributo positivo das exportações de bens e de serviços, em contraste com um contributo negativo da procura interna.

Crescimento mais forte do consumo privado e nova redução do investimento

Num contexto de aumento do rendimento disponível real, diminuição da taxa de desemprego e manutenção da confiança dos consumidores em níveis particularmente elevados, estima-se que o consumo privado tenha apresentado um crescimento dinâmico, superior ao verificado para o PIB no terceiro trimestre. A aceleração deste agregado em termos homólogos terá refletido essencialmente a aceleração do consumo não duradouro, visível no aumento mais marcado do índice de volume de negócios de comércio a retalho deflacionado e dos valores movimentados em Caixas Automáticas e Terminais de Pagamento Automático. Em contrapartida, ter-se-á observado um abrandamento do consumo de bens duradouros pelo segundo trimestre consecutivo, explicado pela desaceleração das aquisições de automóveis ligeiros de passageiros (recorde-se que esta rubrica apresentou um forte crescimento nos primeiros três meses do ano, refletindo em larga medida uma antecipação das compras devido ao agravamento do Imposto sobre Veículos com a entrada em vigor do Orçamento do Estado para 2016, no início de abril). O crescimento acentuado desta componente nos anos anteriores ocorreu num contexto de recuperação do *stock* de automóveis, após as quebras especialmente expressivas acumuladas ao longo da recente recessão na economia portuguesa.

Por outro lado, a FBCF terá voltado a registar uma redução em termos homólogos, ainda que menos acentuada do que nos dois trimestres anteriores. A evolução da FBCF continuou a refletir a queda da componente de construção, em linha com a evolução das vendas de cimento, condicionada pela forte queda do investimento público. Ao nível do investimento em máquinas e equipamento, os indicadores de curto prazo disponíveis, em particular as importações nominais

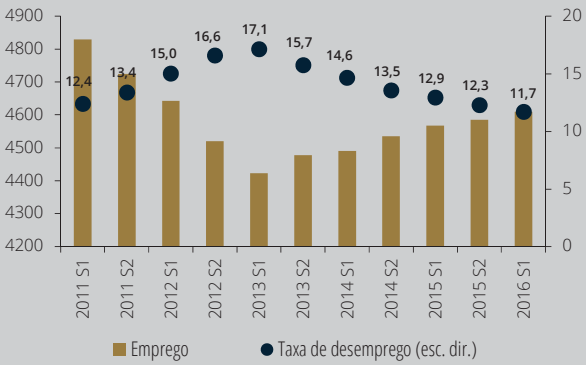
Gráfico 2.1 • Contributos líquidos para o crescimento do PIB, em termos homólogos | Em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: 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 • Evolução do emprego e da taxa de desemprego | Níveis em milhares de indivíduos e em percentagem



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

Nota: Os dados para a taxa de desemprego (15 a 74 anos) encontram-se corrigidos de sazonalidade.

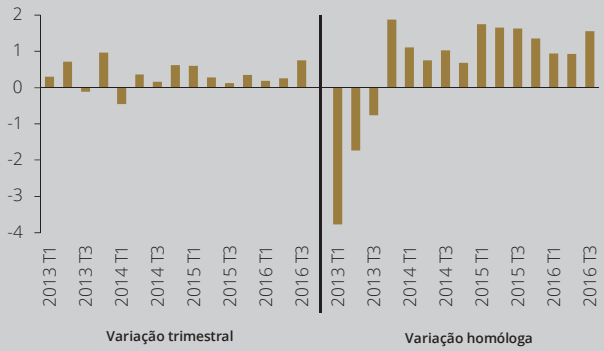
deste tipo de bens, apontam para um aumento no terceiro trimestre, após reduções nos três trimestres anteriores (Gráfico 2.4). A fraqueza desta componente da FBCF na segunda metade de 2015 e início de 2016 terá refletido um adiamento de decisões de investimento, num contexto de maior incerteza a nível interno e externo (Caixa "Impacto de medidas de incerteza na economia portuguesa"), conjugado com a manutenção de um nível de utilização da capacidade produtiva ainda abaixo da média histórica. Adicionalmente, a menor distribuição de fundos comunitários na primeira metade do ano, possivelmente refletindo a transição para um novo Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN), poderá também ter condicionado a evolução desta variável. Por fim, a FBCF em material de transporte terá desacelerado, refletindo uma evolução menos positiva das vendas de veículos comerciais pesados, bem como um efeito base relativo à importação de aviões no trimestre homólogo.

Aceleração das exportações

No terceiro trimestre de 2016, as exportações em volume deverão ter apresentado um crescimento em termos homólogos bastante dinâmico, superior ao do trimestre anterior, e acima da estimativa para a procura externa. A aceleração foi extensível às componentes de bens e de serviços, destacando-se o forte aumento das exportações de bens excluindo energéticos e a recuperação das exportações de serviços excluindo turismo. As exportações de turismo terão mantido um dinamismo elevado, próximo do registado nos trimestres anteriores, num contexto de crescimentos especialmente robustos nos últimos anos. Note-se que a evolução das exportações de bens no terceiro trimestre está parcialmente afetada pela entrega de material militar adquirido a Portugal pela Roménia. No entanto, esta operação tem um impacto praticamente neutro no PIB, dado que o efeito positivo nas exportações é compensado por um efeito de sinal contrário no investimento público em máquinas e equipamento.

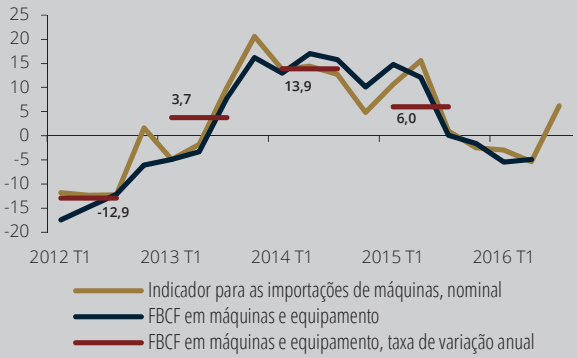
Considerando os valores nominais do comércio internacional de bens, observa-se no terceiro trimestre uma aceleração, em termos homólogos, das exportações excluindo energéticos. No que diz respeito à evolução por países de destino, constata-se a resiliência das exportações para países da União Europeia, cujo contributo para o aumento das exportações se tem

Gráfico 2.3 • Produto interno bruto | Taxa de variação real, em percentagem



Fonte: INE.

Gráfico 2.4 • FBCF em máquinas e equipamento, em termos reais | Taxas de variação homóloga, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal

mantido elevado. Em particular, no terceiro trimestre, é de destacar o dinamismo das vendas para Espanha. Por seu turno, o contributo das exportações para países extracomunitários foi bastante menos negativo neste período, refletindo uma menor queda das exportações para Angola e uma recuperação das exportações para o Brasil e para a China (Gráfico 2.5).

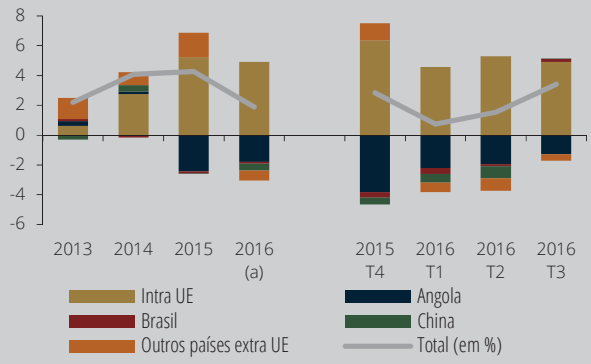
No que diz respeito à recuperação das exportações de serviços excluindo turismo, a informação nominal para o terceiro trimestre da Balança de Serviços permite identificar uma menor queda, em termos homólogos, na rubrica de serviços de transporte aéreo de passageiros (-1,8 por cento, após -10,4 por cento no primeiro semestre) (Gráfico 2.6). Adicionalmente, após o fraco comportamento no segundo trimestre, registaram-se melhorias nas exportações de serviços de telecomunicações e informáticos e nas exportações de outros serviços relacionados com publicidade e estudos de mercado e com comércio.

Por fim, as importações em volume deverão ter acelerado em termos homólogos no terceiro trimestre. Esta evolução terá subjacente uma aceleração das importações de bens (refletindo a evolução dos agregados da despesa com elevado conteúdo importado, nomeadamente da FBCF em máquinas e equipamentos) e de turismo, e uma recuperação das importações de outros serviços. O aumento das importações neste período deverá ter sido superior ao da procura global ponderada por conteúdos importados, implicando uma variação homóloga da penetração das importações mais expressiva do que no trimestre anterior.

No quarto trimestre, o PIB deverá manter o ritmo de crescimento em termos homólogos. Esta evolução deverá traduzir uma aceleração do consumo privado e uma menor queda da FBCF, compensada por uma desaceleração das exportações, não obstante o impacto sobre as exportações de turismo de um importante evento internacional em Lisboa.

No que diz respeito à evolução em cadeia, tendo em conta que o crescimento no terceiro trimestre terá refletido parcialmente fatores com uma natureza temporária – com destaque para o dinamismo das exportações de bens para alguns destinos geográficos[2], bem como a concretização de decisões de investimento adiadas em trimestres anteriores – projeta-se uma atenuação do ritmo de crescimento no último trimestre de 2016, para níveis próximos dos observados na primeira metade do ano.

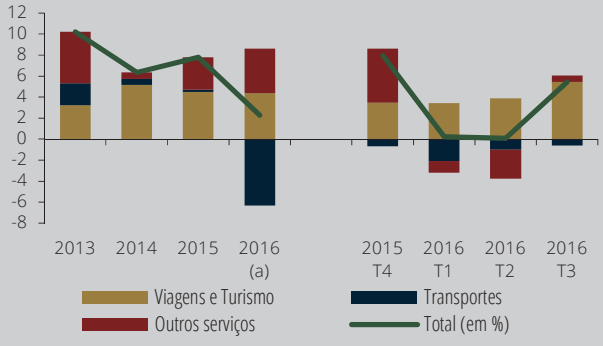
Gráfico 2.5 • Exportações nominais de bens excluindo combustíveis por país de destino | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais



Fonte: INE (Estatísticas do Comércio Internacional).

Nota: (a) Dados até setembro.

Gráfico 2.6 • Exportações nominais de serviços | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Dados até setembro.

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

As projeções apresentadas neste Boletim assentam num conjunto de hipóteses relativas ao enquadramento externo da economia portuguesa consistente com a informação implícita no exercício de projeção do Eurosistema, divulgado no dia 8 de dezembro. As principais hipóteses técnicas encontram-se no Quadro 1 e têm como base a informação disponível até 24 de novembro.

No que diz respeito ao enquadramento internacional, as atuais hipóteses apontam para uma aceleração gradual da atividade e do comércio mundial ao longo do horizonte de projeção. Apesar desta evolução positiva, no horizonte de projeção o crescimento económico mundial deverá manter níveis inferiores aos verificados em média no período anterior à crise financeira. Neste contexto, espera-se que a procura externa dirigida à economia portuguesa apresente um maior crescimento em 2017 (3,4 por cento, após 2,0 por cento em 2016) – mas abaixo do crescimento médio de 7 por cento observado no período de 1995 a 2007 – mantendo-se relativamente estável em torno de 4 por cento em 2018 e 2019. A aceleração registada face a 2016, comum aos mercados intra e extra área do euro, é mais acentuada no último caso, onde a deterioração tinha sido mais forte. Ainda assim, a procura proveniente da área do euro deverá continuar a exibir crescimentos mais robustos do que os das restantes economias. Face às hipóteses assumidas nos exercícios de projeção anteriores, a procura externa dirigida à economia portuguesa foi revista em baixa ao longo do período de projeção.

Considerando a informação implícita no mercado de futuros à data de fecho da informação, estima-se que, em termos médios anuais, o preço do petróleo (em dólares e em euros) volte a diminuir em 2016 face ao ano anterior, prolongando uma tendência observada desde 2013. Esta tendência de queda deverá ser interrompida em 2017, antecipando-se um aumento médio do preço do petróleo de aproximadamente 15 por cento. Nos anos seguintes, o ritmo de crescimento deverá abrandar. Comparando com o *Boletim Económico* de outubro, verifica-se uma revisão em alta do nível estimado para 2016. Em 2017 e 2018, as hipóteses para o preço do petróleo em dólares são ligeiramente superiores às assumidas no *Boletim Económico* de junho. A magnitude destas revisões é mais acentuada nos preços em euros dada a revisão em baixa da hipótese técnica para a respetiva taxa de câmbio.

A evolução da taxa EURIBOR a três meses tem por base as expetativas implícitas nos contratos de futuros. De acordo com esta informação, o nível da taxa de juro de curto prazo deverá manter-se ligeiramente negativo no período 2016-2018, refletindo em parte o conjunto alargado de medidas de política monetária adotadas pelo BCE. No final do horizonte de projeção deverá registar-se um aumento, antecipando-se uma taxa de juro nula em 2019. Por seu turno, a taxa de juro de longo prazo da dívida pública portuguesa, cuja metodologia de cálculo assenta numa estimativa da taxa implícita assumindo uma hipótese para a taxa de juro das novas emissões, deverá situar-se em torno de 3,4 por cento no período 2016-2018, diminuindo ligeiramente em 2019. Os níveis para as taxas de juro de curto e longo prazo da dívida pública mantêm-se virtualmente inalterados face aos assumidos nos exercícios anteriores.

A hipótese técnica para as taxas de câmbio pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. Assim, após uma depreciação significativa do euro em 2015, projeta-se, em termos médios anuais, uma apreciação em 2016 e 2017 da taxa de câmbio efetiva, ligeiramente mais expressiva do que a antecipada no *Boletim Económico* de outubro.

A projeção das variáveis orçamentais incorpora as medidas de política já aprovadas (ou com elevada probabilidade de aprovação) e especificadas com detalhe suficiente, em linha com o procedimento adotado no âmbito dos exercícios do Eurosistema.

No que respeita ao Orçamento do Estado para 2017, as principais medidas consideradas incluem o efeito remanescente da eliminação gradual da sobretaxa de IRS ao longo de 2017, as alterações anunciadas no sentido do aumento da tributação indireta e a atualização das pensões.

A atual estimativa para 2016 aponta para uma variação em 1,0 por cento do consumo público em termos reais, em larga medida decorrente do crescimento da despesa em consumo intermédio, que se encontra influenciado pelo aumento dos encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário. Adicionalmente, considerou-se um crescimento muito ligeiro do emprego público e uma estimativa preliminar, rodeada de incerteza, do impacto da redução do horário normal de trabalho na função pública no segundo semestre de 2016.

De 2017 em diante, prevê-se um crescimento moderado do volume do consumo público, refletindo uma hipótese de redução dos encargos com parcerias público-privadas (em linha com o Relatório do Orçamento do Estado para 2017) e de quase estabilização do número de funcionários públicos em média anual. No que se refere ao deflator do consumo público, projeta-se uma variação positiva ao longo do horizonte. Em 2016 e 2017 esta evolução reflete, em particular, a reversão gradual da redução remuneratória na administração pública e, em 2018 e 2019, tem subjacente uma hipótese de atualização salarial em linha com a inflação.

Em 2016, o investimento público deverá registar uma queda pronunciada, apenas parcialmente explicada pelas entregas de material militar vendido e pela reversão do efeito associado à aquisição de bens imobiliários pela Oitante em 2015. Para 2017, prevê-se uma recuperação do investimento público, tal como antecipado no Relatório do Orçamento do Estado para 2017, e nos anos seguintes projeta-se uma evolução aproximadamente em linha com o PIB nominal.

Quadro 1 • Hipóteses do exercício de projeção

			BE dezembro 2016				BE outubro 2016	BE junho 2016		
		2015	2016	2017	2018	2019	2016	2016	2017	2018
Enquadramento internacional										
PIB mundial	tva	3,1	2,9	3,3	3,4	3,5	2,9	2,9	3,4	3,5
Comércio mundial	tva	1,9	1,5	3,2	3,9	4,0	1,8	2,5	4,0	4,3
Procura externa	tva	3,8	2,0	3,4	4,0	4,1	2,8	3,7	4,5	4,7
Preço do petróleo em dólares	vma	52,4	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	43,4	49,1	51,3
Preço do petróleo em euros	vma	47,2	38,8	45,3	48,3	50,1	38,4	38,3	42,9	44,9
Condições monetárias e financeiras										
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,6	3,4	3,4	3,4	3,3	3,5	3,5	3,5	3,4
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	-9,3	2,8	0,4	0,0	0,0	2,5	2,9	0,3	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,11	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,13	1,14	1,14

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. 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.

3. Oferta, procura e contas externas

Recuperação da atividade e emprego, num contexto de baixo crescimento da produtividade

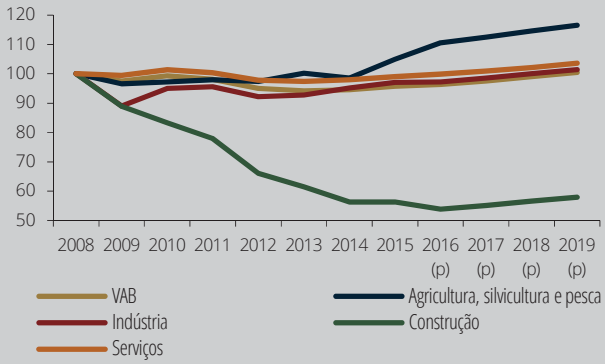
Após um crescimento de 1,6 por cento em 2015, o PIB deverá apresentar uma variação anual de 1,2 por cento em 2016, acelerando para 1,4 por cento em 2017 e mantendo uma relativa estabilidade na taxa de crescimento em 2018-2019 (1,5 por cento). Esta evolução implicará que o nível do PIB no final do horizonte de projeção se situe em valores próximos dos observados em 2008, ano de início da crise financeira internacional.

Em termos setoriais, projeta-se uma menor taxa de variação anual da maioria dos principais setores de atividade em 2016, com destaque para a construção e para a indústria, que registaram uma redução do seu valor acrescentado na primeira metade deste ano (Gráfico 3.1). Ao longo do horizonte de projeção, a atividade deverá recuperar nestes setores. A atividade no setor dos serviços – que tem um peso de cerca de 74 por cento no Valor Acrescentado Bruto (VAB) – deverá apresentar um perfil de aceleração moderada em 2017-2019, após uma ligeira desaceleração em 2016. Este setor continuará a beneficiar do dinamismo das exportações, em particular de turismo, mas também dos serviços associados às exportações de bens, em linha com uma maior afetação de recursos produtivos para os setores mais expostos à concorrência internacional.

A projeção tem subjacente uma evolução favorável do mercado de trabalho no horizonte de projeção. Assim, após um crescimento forte em 2016 – superior ao do PIB e próximo do registado em 2015 (1,5 por cento) – o emprego deverá apresentar um ritmo de crescimento em 2017-2019 de cerca de 1 por cento, mais em linha com a relação histórica do emprego com a atividade (Gráfico 3.2). O crescimento do emprego ocorrerá no setor privado, já que o emprego público deverá permanecer relativamente estável. Esta evolução do emprego, a par da hipótese de virtual estabilização da população ativa, implica a manutenção de um perfil descendente da taxa de desemprego ao longo do horizonte de projeção, de 11 por cento em 2016 para 8,5 por cento em 2019 (Gráfico 3.3).

A evolução da atividade e do emprego tem-se traduzido numa dinâmica muito fraca da produtividade do trabalho no recente período de recuperação. Após uma ligeira redução em 2016, projeta-se um crescimento anual da produtividade

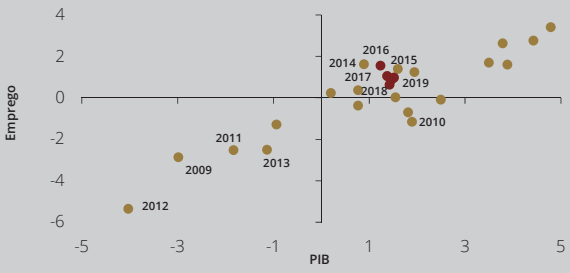
Gráfico 3.1 • VAB total e setorial
| Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. As projeções por setor de atividade são baseadas em modelos simples que têm em conta a evolução das componentes da despesa mais relevantes para cada ramo de atividade.

Gráfico 3.2 • PIB e emprego
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

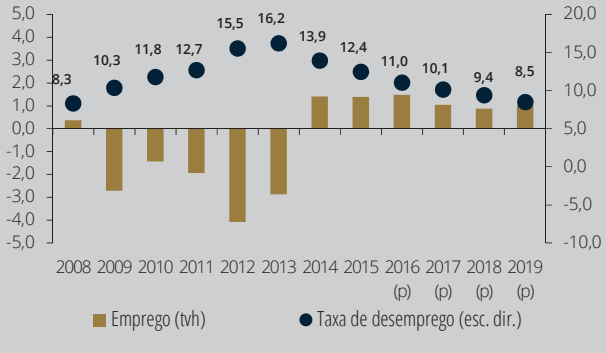
Nota: Os valores relativos ao período 2016-2019 referem-se a projeções.

do trabalho em torno de 0,5 por cento ao longo do horizonte de projeção. Esta evolução da produtividade na recuperação económica em curso fica bastante aquém da observada em ciclos anteriores, o que é comum a muitas economias avançadas, incluindo da área do euro (Gráfico 3.4). Refira-se, no entanto, que o período de recessão que antecedeu a atual recuperação também apresentou uma evolução atípica da produtividade, refletindo quebras do emprego que excederam as registadas pela atividade.

A forte quebra do investimento no decurso dos episódios recessivos do período 2008-2012, e em particular 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. A afetação do capital na economia exibe distorções que condicionam o crescimento da atividade, embora não exista evidência disponível para o período mais recente[3]. Adicionalmente, a afetação do fator trabalho é também ineficiente, no sentido em que o maior peso do emprego está concentrado em setores menos produtivos do que a média. No entanto, a evidência disponível aponta para que se tenha continuado a observar uma realocação do emprego para setores de atividade mais produtivos ou com maior crescimento da produtividade, em linha com o observado desde o início do período de ajustamento[4].

O perfil projetado para o PIB *per capita* é idêntico ao da atividade, dada a hipótese considerada de estabilidade da população. Os resultados de um exercício de decomposição do crescimento apontam para que a evolução do PIB *per capita* continue a ser explicada em larga medida pelo contributo do fator trabalho (0,7 p.p. em média no horizonte de projeção), dado o perfil projetado para o emprego (Gráfico 3.5). O contributo do fator capital deverá continuar a ser aproximadamente nulo ao longo do horizonte de projeção, já que, não obstante a recuperação do investimento, este deverá ainda manter-se em níveis que apenas permitem compensar a depreciação do capital. Este é um aspeto limitativo do crescimento do PIB potencial, já que é através do capital que é feita a incorporação de novas tecnologias no processo produtivo. O capital humano, avaliado considerando o número médio de anos de escolaridade como indicador, deverá apresentar também um

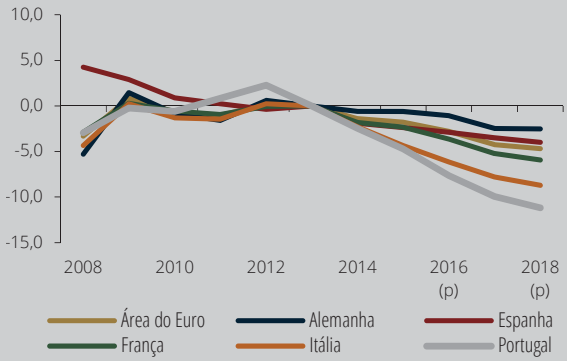
Gráfico 3.3 • Emprego e taxa de desemprego | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 3.4 • Produtividade do trabalho: comparação entre países da respetiva evoluçãoface a anteriores fases de recuperação do PIB | Desvio acumulado por país face à média de ciclos anteriores



Fontes: Comissão Europeia (AMECO), INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. As recuperações consideradas foram determinadas em função do ciclo económico português e tiveram início em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração. Para cada país a evolução apresentada corresponde à variação acumulada com referência ao ano de 2013 subtraída da variação acumulada média com referência aos anos de 1984, 1993 e 2003.

contributo importante para o crescimento do PIB *per capita* em termos médios no período de projeção (0,5 p.p.). Finalmente, o crescimento do PIB *per capita* deverá beneficiar de um contributo favorável da produtividade total dos fatores (cerca de 0,2 p.p. em média no horizonte de projeção), para a qual concorrem as melhorias da afetação de recursos na economia.

Manutenção de crescimento estável da procura interna, com recomposição favorável ao investimento

Considerando as componentes da despesa deduzidas dos respetivos conteúdos importados, o abrandamento em 2016 traduz um menor contributo da procura interna, nomeadamente do investimento (Gráfico 3.6). Este deverá registar uma redução em componentes com reduzido conteúdo importado, como é o caso da construção. No caso das exportações, a desaceleração em 2016 está associada a componentes com um elevado conteúdo importado, pelo que apesar de se verificar uma redução do seu contributo em termos brutos para o PIB, o mesmo não acontece quando são deduzidos os respetivos conteúdos importados. Para 2017-2019, projeta-se uma relativa estabilização do contributo das exportações líquidas de conteúdos importados. Esta continuará a ser a componente com maior contributo para o crescimento do PIB. Não obstante, a aceleração moderada da atividade em 2017 e 2018 deverá ser determinada pelo aumento do contributo da procura interna, associado a uma recomposição da mesma, que traduz uma recuperação do investimento e um menor crescimento do consumo por comparação com o projetado para 2016. Em 2019 esta composição deverá permanecer virtualmente inalterada.

Ao longo do horizonte de projeção, o consumo privado deverá apresentar um crescimento ligeiramente inferior ao da atividade. A evolução projetada implica que o nível do consumo privado se situe marginalmente acima do registado em 2008 no final do horizonte de projeção (Gráfico 3.7).

A evolução relativamente dinâmica do consumo privado observada nos anos mais recentes e projetada para 2016 reflete um contributo significativo do consumo de bens duradouros (Gráfico 3.8). Este perfil é habitual em fases de

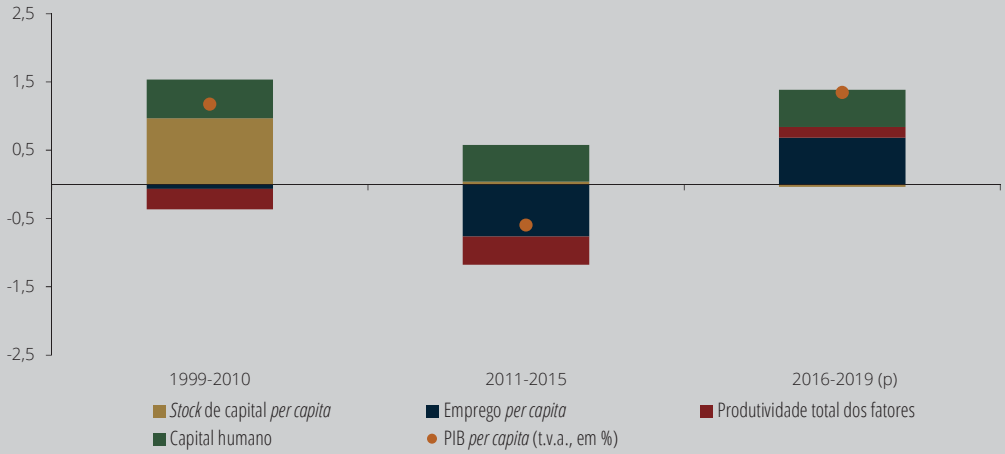


Gráfico 3.5 • Decomposição da variação real do PIB *per capita* | Contributos em pontos percentuais

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

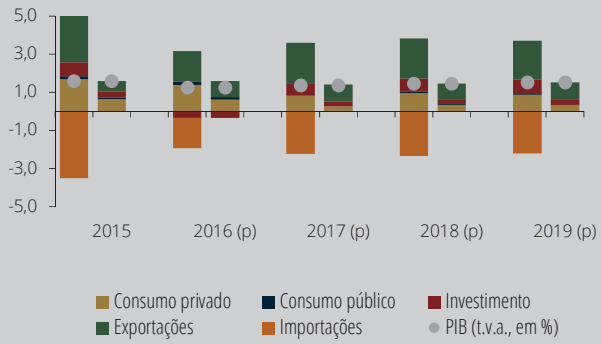
Notas: (p) – projetado. O exercício de contabilidade do crescimento do PIB *per capita* tem por base uma função de produção Cobb-Douglas. As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro, R. J. e Lee, J. W. (2013), "A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010", *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).

recuperação do ciclo e está relacionado com o adiamento da aquisição de bens duradouros em períodos de crise, o que cria uma procura latente acumulada[5]. Esta traduz-se em crescimentos muito significativos quando a recuperação tem lugar, mas que apenas implicam o regresso ao *stock* ótimo desejado de bens duradouros. Na fase de recuperação mais recente, este efeito foi mais acentuado do que no passado, possivelmente porque a severidade e duração da recessão que a antecedeu foi também superior, sendo também influenciado por condições de financiamento mais favoráveis (Gráfico 3.9). Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se a dissipação deste efeito, o que se deverá traduzir numa estabilização do peso do consumo de bens duradouros no PIB. O consumo de bens não duradouros deverá manter um crescimento em torno de 1,5 por cento em 2017-2019, acima da evolução projetada para o rendimento disponível real. O rendimento disponível real deverá apresentar um crescimento relativamente estável no horizonte de projeção, refletindo um quadro de crescimento contido da massa salarial – embora superior ao observado desde 2008 – e o impacto de medidas orçamentais com um efeito positivo no rendimento disponível nominal incluídas nos Orçamentos do Estado de 2016 e 2017, bem como o efeito da aceleração do deflator do consumo privado. Esta evolução dos preços no consumidor reflete parcialmente a dissipação da pressão descendente sobre os preços originada pela redução do preço do petróleo nos anos mais recentes (Secção 4. Preços e salários).

A evolução projetada para o consumo privado e para o rendimento disponível traduz-se numa redução da taxa de poupança em 2016, prolongando a tendência descendente observada nos dois anos anteriores. Para 2017-2019, a projeção admite que a taxa de poupança das famílias se situe em média em 3,6 por cento.

Após um crescimento de 4,5 por cento em 2015, a FBCF deverá apresentar uma queda de 1,7 por cento em 2016, recuperando em 2017-2019 para taxas de variação próximas da registada em 2015. A redução estimada para 2016 resulta do comportamento da FBCF pública e da FBCF residencial. O investimento público deverá diminuir de forma acentuada em 2016, apresentando um crescimento médio relativamente moderado nos anos seguintes (Caixa "Hipóteses do exercício de projeção"). A evolução desta componente no ano de 2016 reveste-se de particular incerteza, dada a entrada em vigor tardia do orçamento para este ano e tendo em conta o perfil da despesa associada a projetos de investimento cofinanciados por fundos comunitários. Note-se

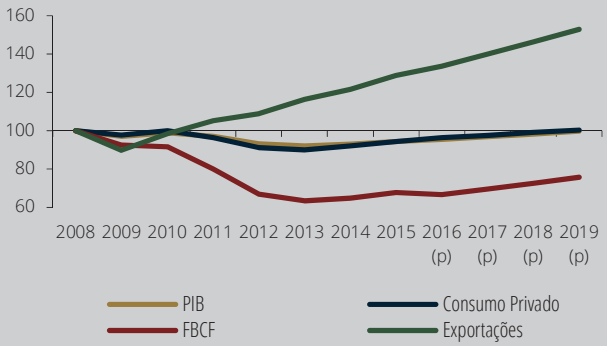
Gráfico 3.6 • Contributos brutos e líquidos para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais



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 correspondentes contributos líquidos de importações.

Gráfico 3.7 • Evolução da composição do PIB | Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

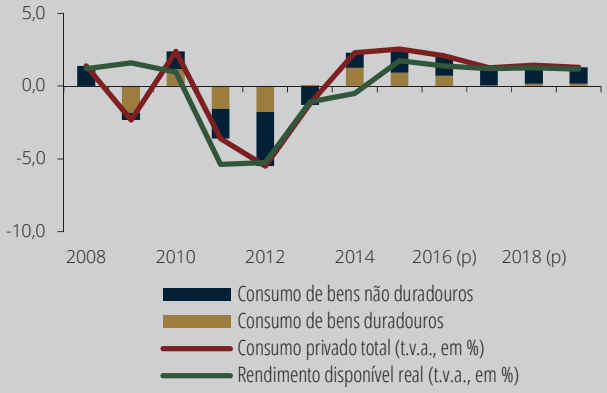
Nota: (p) – projetado.

que a distribuição de fundos comunitários aos destinatários finais na primeira metade do ano foi inferior à habitual, num contexto de transição para o QREN 2014-2020. Este facto também terá afetado a FBCF no setor privado no mesmo período. A FBCF em habitação deverá apresentar uma queda de 3,4 por cento em 2016, a que se deverão seguir crescimentos moderados, em torno de 2 por cento, ao longo do restante horizonte de projeção. A evolução neste setor tem sido negativa de forma quase ininterrupta desde 2000, refletindo a reestruturação do setor em resposta a condicionantes estruturais. Em 2017-2019 a projeção contempla o regresso a variações positivas, embora moderadas, em resultado da progressiva melhoria das condições no mercado de trabalho e a manutenção de condições de financiamento favoráveis. A evolução desta variável deverá permanecer condicionada pela evolução da população residente, que tem apresentado uma tendência de redução, e pelo elevado nível de endividamento das famílias.

A projeção contempla uma trajetória de aceleração para a FBCF empresarial, de 1,9 por cento em 2016 para 5,6 por cento em 2019, em consonância com a melhoria das expetativas de procura quer interna quer externa, num quadro de manutenção de condições financiamento favoráveis, que deverão continuar a beneficiar do impacto das medidas de política monetária não convencional do BCE (Tema em Destaque "Viver abaixo de zero: a transmissão da política monetária com taxas de juro negativas"). No horizonte de projeção, deverá observar-se um aumento do peso desta componente no PIB, implicando o regresso ao valor médio registado em 1999-2005. No entanto, em 2019, o nível da FBCF empresarial deverá ainda manter-se abaixo do observado em 2008, embora o desvio seja menor do que para as restantes componentes da FBCF por setor institucional (Gráfico 3.10).

A partir de 2016 o perfil de recuperação da FBCF total é relativamente fraco face a períodos de recuperação anteriores, estando essencialmente em linha com a recuperação que se seguiu à crise de 2003 (Gráfico 3.11), não obstante o facto de a crise atual ter sido bastante mais acentuada do que as anteriores. É de referir que esta evolução comparativamente mais fraca da FBCF é uma caraterística extensível a outros países da área do euro, com particular destaque para Espanha e Itália (Gráfico 3.12). Existem fatores contributivos para esta fraqueza relativa que, embora também presentes a nível europeu, poderão estar ampliados no caso português. Neste contexto, é de referir que as perspetivas para a FBCF privada

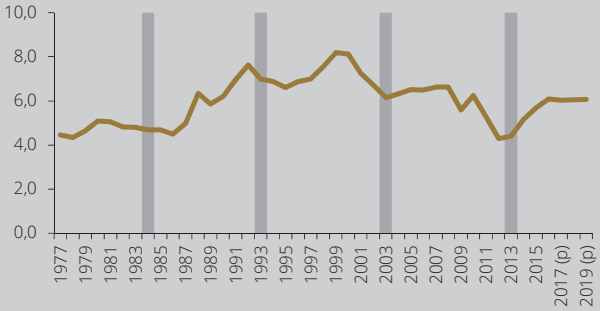
Gráfico 3.8 • Consumo privado e rendimento disponível | Taxa de variação em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 3.9 • Peso do consumo de bens duradouros no PIB | Em percentagem do PIB

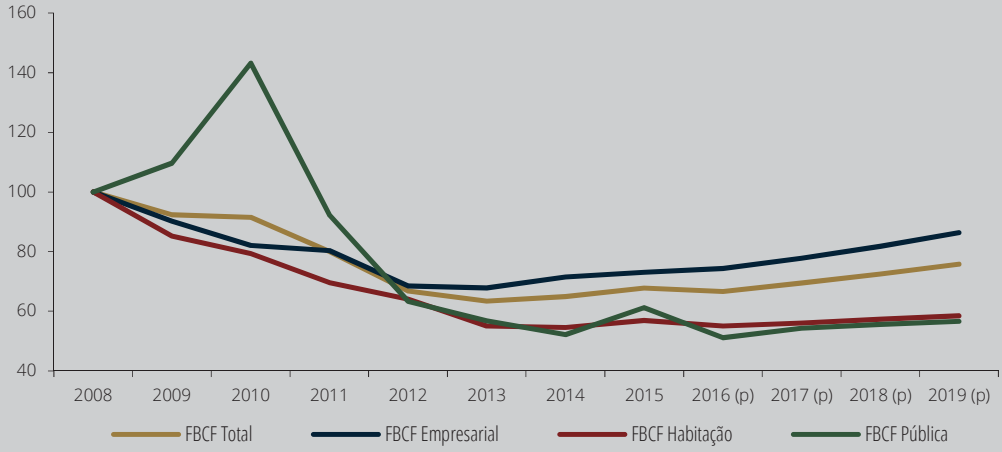


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. O sombreado denota o início de períodos de recuperação do ciclo económico português, que tiveram lugar em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração.

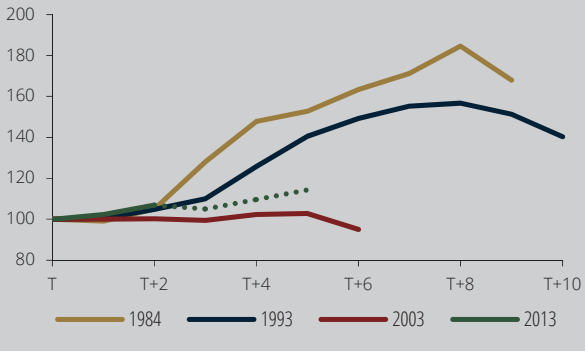
ao longo do horizonte de projeção se encontram condicionadas pela necessidade de desalavancagem do setor privado, já que, apesar da redução do nível de endividamento ocorrida desde o início da crise financeira, o endividamento dos particulares e das sociedades não financeiras permanece ainda elevado por comparação com outros países da União Europeia (Gráfico 3.13). Esta tendência de redução do endividamento deverá prosseguir ao longo do horizonte de projeção, quer no caso dos particulares quer no caso das sociedades não financeiras, mas de forma mais acentuada no primeiro caso (Gráfico 3.14). A evolução da FBCF privada poderá estar condicionada pela revisão em baixa das expetativas do crescimento da economia no médio prazo, fator também associado ao baixo ritmo de recuperação do investimento privado em vários países da área do euro. O perfil projetado para o investimento público também se destaca do observado em anteriores fases de recuperação, refletindo a necessidade atual de consolidação orçamental.

Gráfico 3.10 • FBCF por setor institucional | Índice 2008=100



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

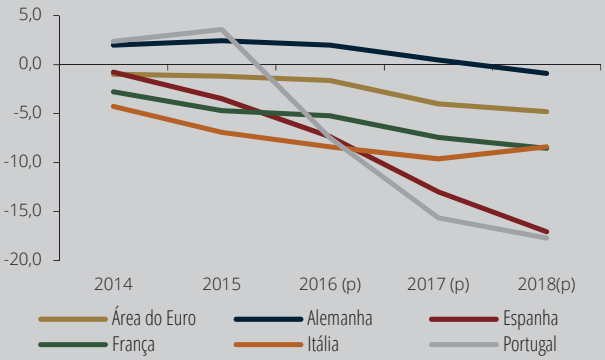
Gráfico 3.11 • Evolução da FBCF em fases de recuperação do ciclo | Índice T=100



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 3.12 • Comparação entre países da evolução da FBCF em fases de recuperação do ciclo | Desvio acumulado por país face à média de ciclos anteriores



Fontes: Comissão Europeia (AMECO), INE e Banco de Portugal.

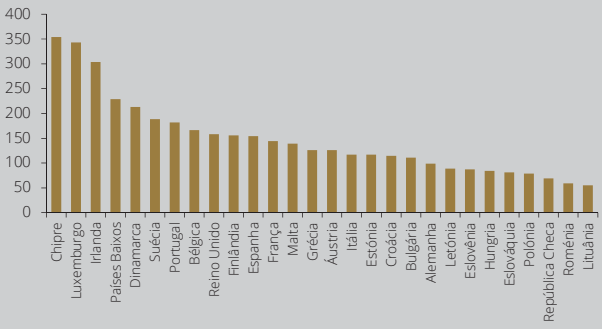
Notas: (p) – projetado. As recuperações consideradas foram determinadas em função do ciclo económico português e tiveram início em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração. Para cada país a evolução apresentada corresponde à variação acumulada com referência ao ano de 2013 subtraída da variação acumulada média com referência aos anos de 1984, 1993 e 2003.

Crescimento muito robusto das exportações, implicando continuação de ganhos de quota de mercado

Após um crescimento muito dinâmico em 2015 (6,1 por cento), as exportações de bens e serviços deverão desacelerar em 2016 (3,7 por cento), recuperando para um ritmo de crescimento de 4,8 por cento em 2017 e de 4,6 e 4,4 por cento, respetivamente em 2018 e 2019. O abrandamento em 2016, que não deverá impossibilitar um novo ganho de quotas de mercado, reflete quer a desaceleração da procura externa (Caixa "Hipóteses do exercício de projeção"), quer alguns fatores de natureza temporária, como a redução na produção em unidades industriais dos setores automóvel e energético. Adicionalmente, em 2016, as exportações continuaram a refletir o comportamento desfavorável das vendas para alguns mercados extracomunitários, com destaque para Angola (não obstante uma menor queda na segunda metade do ano). Em 2017, a dissipação destes fatores, bem como a aceleração assumida para a procura externa, deverão contribuir para o retorno das exportações a um crescimento mais dinâmico. As exportações de bens deverão ainda beneficiar em 2017 e 2018 do aumento da capacidade produtiva de uma unidade de produção do setor automóvel, o que contribuirá para a manutenção de um crescimento desta componente acima da procura externa.

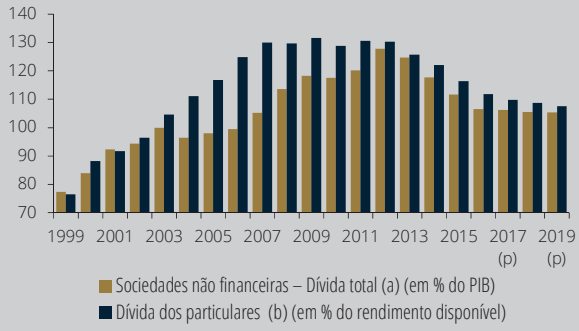
As exportações de serviços também deverão apresentar um crescimento superior ao da procura externa ao longo do horizonte de projeção. Embora se projete um menor crescimento das exportações de turismo, espera-se que estas mantenham um elevado dinamismo.Em resultado desta evolução, a economia portuguesa deverá continuar a apresentar ganhos de quota de mercado ao longo do horizonte de projeção, ainda que progressivamente mais moderados, o que determina a ligeira desaceleração das exportações projetada para 2018 e 2019 (Gráfico 3.15). Estes ganhos de quota são mais acentuados em 2016 (tal como em 2015) se as hipóteses para a procura externa forem refinadas de forma a ter em conta a especificidade da evolução da economia angolana neste período. O dinamismo das exportações ao longo do horizonte de projeção traduz-se na continuação do aumento do seu peso no PIB, mesmo quando excluídos os respetivos conteúdos importados. Assim, em 2019, o peso das exportações no PIB deverá

Gráfico 3.13 • Endividamento total do setor privado não financeiro na União Europeia em 2015 | Posições em fim de período em percentagem do PIB



Fonte: *Eurostat*.

Gráfico 3.14 • Endividamento total do setor privado não financeiro em Portugal | Posições em fim de período em percentagem do PIB e do rendimento disponível



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. Valores consolidados. (a) Inclui empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por outros setores institucionais; papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros setores e créditos comerciais recebidos de outros setores. (b) A dívida dos particulares corresponde à soma de empréstimos obtidos, títulos de dívida emitidos pelo setor e créditos comerciais e adiantamentos.

situar-se em 48 por cento, que compara com 32 por cento em 2008 (considerando os níveis líquidos de conteúdos importados, este peso deverá aumentar de cerca de 20 para cerca de 27 por cento no mesmo período).

A atual projeção aponta para uma desaceleração das importações de bens e serviços em 2016, para 3,5 por cento, após o crescimento muito significativo registado em 2015 (8,2 por cento). Em 2017-2018, as importações deverão acelerar novamente para valores em torno de 5 por cento, desacelerando em 2019 para 4,5 por cento. Este perfil reflete uma evolução das importações aproximadamente em linha com a sua elasticidade histórica face à procura global ponderada por conteúdos importados, o que implica a continuação do aumento da penetração de importações ao longo do horizonte de projeção, embora de forma mais moderada do que a observada nos anos mais recentes (Gráfico 3.16).

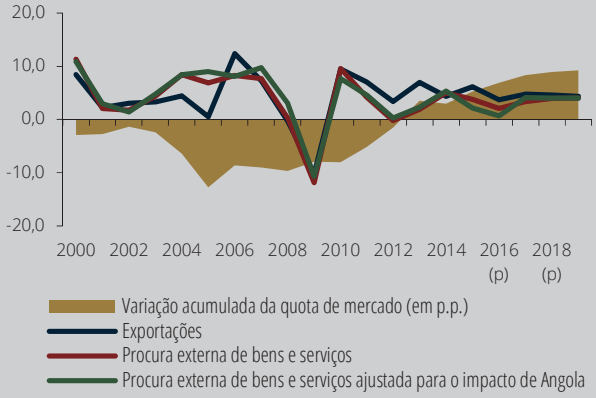
Uma análise da imputação das importações às componentes da despesa em função do respetivo conteúdo importado, ou seja, o contraponto do Gráfico 3.6, mostra que ao longo do período de recuperação iniciado em 2013 as rubricas da despesa com maior contributo para o crescimento das importações foram as exportações, com a variabilidade anual a ser explicada em larga medida pelo comportamento da componente energética, e o consumo privado (Gráfico 3.17). A importância deste último reflete o efeito da aquisição de bens duradouros, dado o elevado conteúdo importado desta componente. Ao longo do horizonte de projeção, com a dissipação deste efeito, as exportações deverão manter-se como a componente mais determinante para o crescimento das importações.

A evolução muito dinâmica projetada para as exportações e importações deverá implicar a continuação da tendência, acentuada a partir 2010, de aumento do grau de abertura da economia portuguesa (medido pelo peso médio dos dois fluxos comerciais no PIB, em termos nominais), após uma ligeira redução em 2016 (Gráfico 3.18). No entanto, esta redução temporária não se verifica quando o indicador é calculado em termos reais.

Redução da capacidade de financiamento face a anos anteriores

A atual projeção aponta para a manutenção de uma capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital, embora em níveis

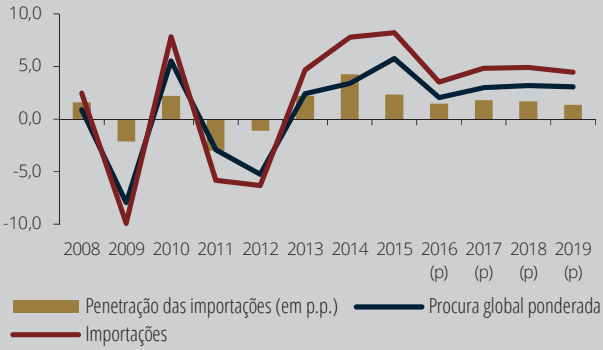
Gráfico 3.15 • Exportações de bens e serviços e procura externa | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE, FMI, BCE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. A variação da quota de mercado foi calculada com a procura externa de bens e serviços não ajustada para o impacto de Angola.

Gráfico 3.16 • Importações e procura global ponderada | Taxa de variação anual, em percentagem



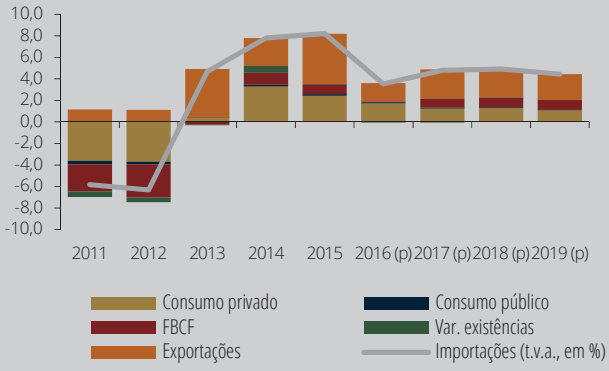
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

inferiores aos observados nos anos mais recentes. Assim, após ter atingido 1,7 por cento do PIB em 2015, o saldo da balança corrente e de capital deverá reduzir-se para 1,1 por cento do PIB em 2016, mantendo-se próximo deste valor até ao final do horizonte de projeção. A redução do saldo em percentagem do PIB em 2016 é extensível a todas as principais componentes da balança, com exceção da balança de bens e serviços. Em particular, a balança de rendimento secundário tem vindo a ser afetada por menores níveis de remessas de emigrantes – em particular oriundas da Suíça (o segundo país emissor mais importante para Portugal, com um peso de cerca de 26 por cento em 2015) – e de outras transferências privadas. Este impacto é considerado como sendo de natureza permanente ao longo do horizonte de projeção. No caso da balança de capital, tem-se registado uma distribuição dos fundos comunitários aos destinatários finais inferior à do ano anterior, que poderá estar associada à transição entre QREN. A atual projeção admite alguma recuperação destes fluxos na segunda metade de 2016 e uma estabilização do saldo desta balança em percentagem do PIB ao longo do restante horizonte de projeção, num nível próximo do observado em 2015. O défice da balança de rendimento primário em percentagem do PIB deverá aumentar em 2016 apresentando depois uma trajetória de ligeira redução até ao final do horizonte de projeção, beneficiando da hipótese técnica considerada para a taxa de juro implícita na dívida pública. O excedente da balança de bens e serviços em percentagem do PIB deverá aumentar ligeiramente em 2016 e reduzir-se em 2017 para um valor próximo do observado em 2015, estabilizando no restante horizonte de projeção. Esta variabilidade no saldo reflete a evolução dos termos de troca, compensada parcialmente por efeitos de volume e preço (Gráfico 3.19). Os ganhos de termos de troca observados desde 2012, que só em parte resultam da evolução do preço do petróleo, proporcionaram um contributo muito importante para o ajustamento externo da economia portuguesa. Entre 2012 e 2015, verificou-se um ganho acumulado de 2,5 p.p. do PIB nos termos de troca, enquanto no caso da balança de bens e serviços excluindo energéticos este ganho foi de 1,4 p.p. do PIB.

A redução da capacidade de financiamento em 2016 traduz uma redução da poupança agregada da economia e, em menor grau, das transferências de capital em percentagem do PIB, apenas parcialmente compensada por uma menor taxa de investimento. Para 2017-2019 antecipa-se

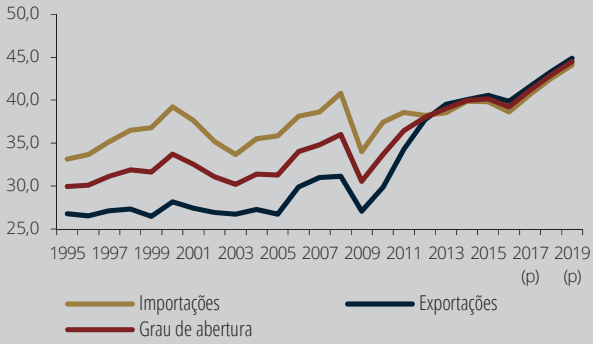
Gráfico 3.17 • Imputação das importações às componentes da despesa | Contributos para a variação anual em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 3.18 • Exportações, importações e grau de abertura | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. O grau de abertura foi calculado como o rácio da média das exportações e importações no PIB, em termos nominais.

uma trajetória de aumento das taxas quer de poupança quer de investimento face aos níveis projetados para 2016, embora ainda aquém das observadas em 2015. A capacidade de financiamento do setor privado em percentagem do PIB deverá manter-se relativamente estável no período 2017-2019, embora em níveis inferiores aos de 2016, quer no caso dos particulares quer das empresas.

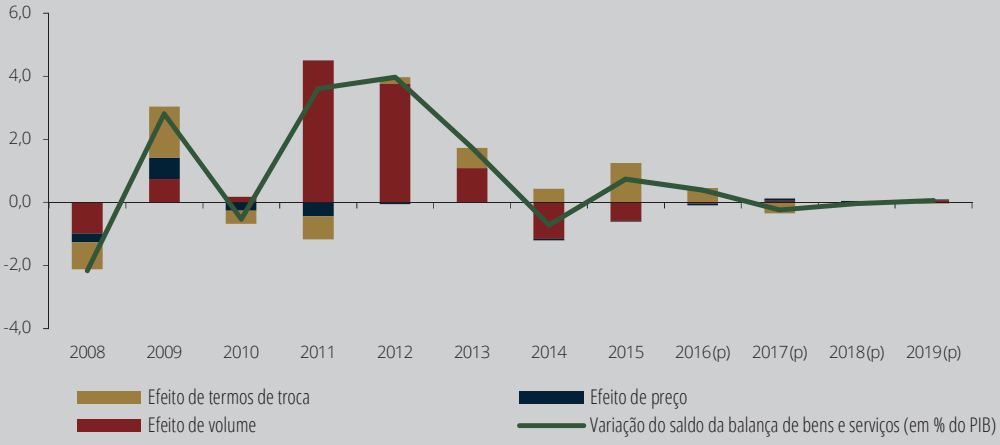
Revisão em baixa do crescimento do PIB face às projeções de junho e ligeira revisão em alta face às de outubro

As atuais projeções apontam para um crescimento do PIB em 2016 ligeiramente superior ao subjacente ao *Boletim Económico* de outubro. Esta revisão em alta resultou da incorporação de informação relativa ao terceiro trimestre, em particular das exportações líquidas de conteúdos importados, que traduziu um crescimento no trimestre superior ao então antecipado. Face ao *Boletim Económico* de junho de 2016, as projeções para o crescimento do PIB em 2016 e 2017 foram revistas em baixa (0,1 p.p. em 2016 e 0,2 p.p. em 2017), devido a perspetivas de uma evolução mais moderada da procura interna. Para 2016, esta revisão da procura interna resultou essencialmente da FBCF, refletindo a incorporação dos valores das contas nacionais trimestrais para o segundo trimestre de 2016 e das contas anuais para 2015. Para 2017, a revisão da procura interna reflete em larga medida a expetativa de uma evolução mais moderada do consumo privado. Em contraste, as exportações foram revistas em alta para 2016 e 2017, não obstante a revisão em baixa da procura externa dirigida à economia portuguesa, refletindo a incorporação da informação mais recente. Para 2018, a projeção para o crescimento do PIB, bem como a sua composição, mantêm-se relativamente inalteradas face ao do *Boletim Económico* de junho. As projeções para o saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB foram revistas em baixa face ao *Boletim Económico* de junho e, no caso de 2016, também face ao *Boletim Económico* de outubro. Estas revisões refletem a incorporação da informação mais recente relativa à balança de pagamentos.

4. Preços e salários

A inflação, medida pela taxa de variação do IHPC, deverá situar-se em 0,8 por cento em 2016, que compara com 0,5 por cento em 2015. Ao longo do horizonte de projeção, a inflação deverá aumentar progressivamente (1,4 por cento em 2017 e 1,5 por cento em 2018 e 2019), em resultado de contributos positivos crescentes da componente não energética, a par de um contributo da componente energética menos negativo em 2016 e

Gráfico 3.19 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens e serviços | Em pontos percentuais do PIB



Fonte: 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 de 2012.

positivo nos anos seguintes (Gráfico 4.1). Face ao publicado nos *Boletins Económicos* de junho e de outubro, os níveis da inflação para o período 2016-2019 permanecem essencialmente inalterados.

Comparando com as projeções para a área do euro, divulgadas pelo BCE no dia 8 de dezembro, a inflação deverá manter-se 0,6 p.p. acima da média da área do euro em 2016, refletindo principalmente a menor queda do preço dos bens energéticos em Portugal, num contexto de aumento da tributação associada a estes bens. Para os anos seguintes, projeta-se que o diferencial face à área do euro diminua, tornando-se ligeiramente negativo no final do horizonte de projeção (Gráfico 4.2).

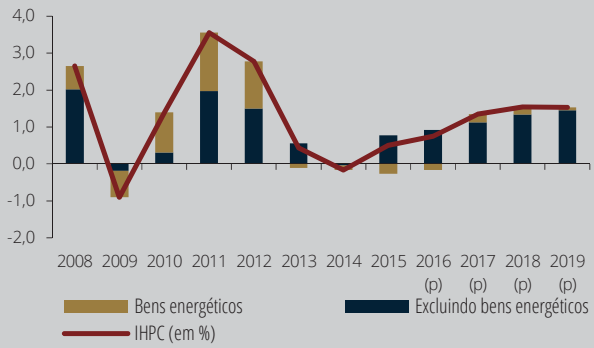
A taxa de inflação deverá registar um aumento moderado em 2016, para 0,8 por cento. Este aumento refletirá uma menor queda dos preços dos bens industriais energéticos e não energéticos e uma ligeira aceleração dos preços dos serviços. Em particular, esta evolução nos serviços é bastante evidente em segmentos relacionados com setores mais dinâmicos como o do turismo. Por outro lado, os preços dos bens alimentares deverão desacelerar, destacando-se o abrandamento projetado para os preços dos bens transformados.

No que diz respeito ao impacto sobre os preços no consumidor das medidas de tributação aplicadas em 2016, o efeito estimado é relativamente pequeno, uma vez que o efeito positivo resultante do aumento dos impostos sobre vários produtos (nomeadamente, sobre os produtos petrolíferos, veículos e tabaco) foi parcialmente compensado pela diminuição do IVA na restauração, que entrou em vigor em julho deste ano.

Em 2017, os preços no consumidor deverão acelerar significativamente, para 1,4 por cento. Esta evolução decorrerá, em larga medida, da recuperação esperada dos preços dos bens energéticos (crescimento em torno de 3 por cento, após -2,1 por cento em 2016), em linha com a evolução assumida para o preço do petróleo. Nos anos seguintes, deverá assistir-se a uma diluição deste efeito de base positivo, projetando-se crescimentos progressivamente menores para os preços dos bens energéticos. Neste sentido, o ligeiro aumento da inflação em 2018 é essencialmente explicado pela aceleração da componente não energética. Para 2019, projeta-se que a inflação estabilize em 1,5 por cento.

A trajetória ascendente esperada para a inflação excluindo energéticos no período 2017-2019 tem subjacente um aumento das pressões inflacionistas internas e externas, motivado pelo contexto de crescimento da economia nacional e global, pelo impacto positivo das medidas de política monetária adotadas pelo BCE, bem como pela incorporação das hipóteses técnicas de aumento de preços das

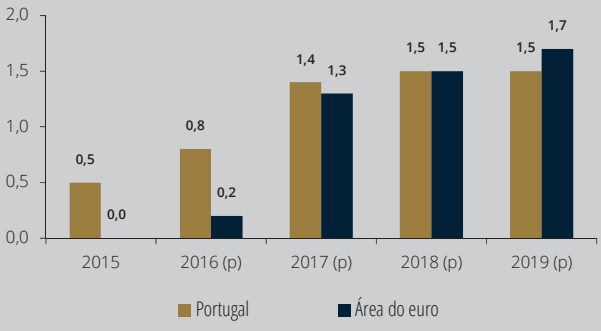
Gráfico 4.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual, em pontos percentuais



Fontes: *Eurostat* e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 4.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual



Fontes: BCE, *Eurostat* e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

matérias-primas em euros. Ainda que generalizado, o perfil crescente é particularmente evidente nos preços dos bens industriais não energéticos, que registavam taxas de variação negativas desde 2012. Neste cenário, projeta-se um crescimento para o preço dos bens importados excluindo energéticos em torno de 2 por cento em 2017-2019, que compara com uma redução em 2016.

Crescimento moderado dos salários e ligeira aceleração do deflator do PIB do setor privado

A evolução projetada para a inflação tem subjacente um perfil de aceleração gradual dos salários por trabalhador, num cenário de aumento da produtividade e melhoria gradual da situação no mercado de trabalho. Os custos unitários do trabalho deverão manter um crescimento relativamente estável no período 2017-2019, quer no total da economia quer no setor privado. Neste contexto, projeta-se uma trajetória de crescimento ligeiramente crescente para o deflator do PIB do setor privado[6], traduzindo a ausência de pressões inflacionistas adicionais (contributos dos custos unitários do trabalho e do excedente bruto de exploração por unidade produzida em média relativamente semelhantes) (Gráfico 4.3). Relembre-se que a evolução do deflator do PIB do setor privado em 2015 e 2016 refletiu, por um lado, o aumento marcado do excedente bruto de exploração unitário em 2015 – influenciado pela melhoria dos termos de troca – e, por outro, o impacto do aumento de 5 por cento do salário mínimo em 2016.

Aumento das expetativas de inflação

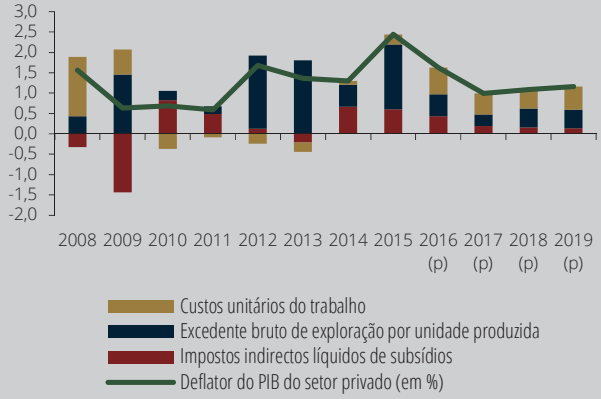
As expetativas de inflação para os próximos 12 meses (calculadas com base na informação disponibilizada pela *Consensus Economics)* apresentam uma trajetória crescente quer para Portugal, quer para a área do euro. No entanto, os níveis esperados encontram-se bastante abaixo do objetivo de estabilidade de preços do BCE, que preconiza uma taxa de variação do IHPC próxima, mas abaixo, de 2 por cento no médio prazo (Gráfico 4.4).

5. Incerteza e riscos

Riscos descendentes para a atividade económica em 2017-2018 e para a inflação em 2018

Esta secção apresenta uma análise quantificada dos riscos e incertezas em torno da atual

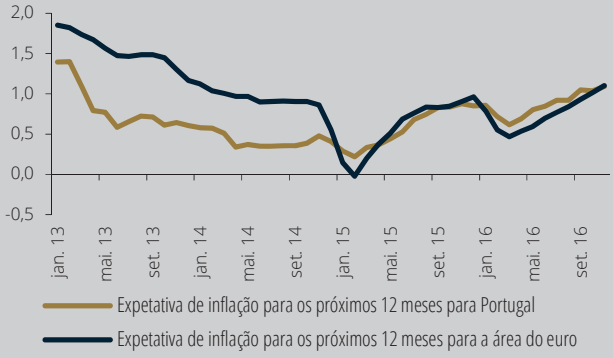
Gráfico 4.3 • Decomposição do deflator do PIB do setor privado | Contributo para a taxa de variação anual em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 4.4 • Expetativas de inflação a um horizonte de 12 meses | Taxa de variação média anual, em percentagem



Fontes: *Consensus Economics* e cálculos do Banco de Portugal.

projeção, que corresponde ao cenário mais provável, dado o conjunto de hipóteses assumidas. No entanto, a não materialização destas hipóteses, bem como a possibilidade de ocorrência de fatores que pelas suas caraterísticas não foram considerados na atual projeção dão origem a riscos e podem alterar os níveis de incerteza relevantes em torno do cenário central.

É de referir que embora as fases de recuperação do ciclo económico estejam sempre associadas a um maior grau de incerteza, a natureza sem precedentes de grandes choques adversos que afetaram a economia portuguesa nos últimos anos faz com que as perspetivas se tornem mais incertas no horizonte de projeção. Assim, ao condicionar as expetativas dos agentes económicos relativamente às perspetivas económicas futuras, a incerteza pode constituir um importante fator limitativo do crescimento económico (Caixa: "Impacto de medidas de incerteza na economia portuguesa").

Neste contexto, o quadro de incerteza em torno das orientações de política económica nos Estados Unidos, bem como a evolução das relações do Reino Unido com a União Europeia e uma eventual recuperação mais fraca das economias de mercado emergentes origina riscos de uma possível evolução menos dinâmica da atividade e dos fluxos comerciais a nível global ao longo do horizonte de projeção. Estes fatores de risco poderão traduzir-se num menor crescimento da procura externa dirigida a Portugal e numa apreciação adicional do euro em 2017-2018, originando também níveis mais elevados de incerteza.

Ao nível dos mercados financeiros, não é de excluir a possibilidade de recrudescimento de tensões, sendo ainda de referir a existência de alguma incerteza quanto à configuração da política monetária não convencional do BCE no horizonte de projeção. Além disso, a situação vulnerável do sistema bancário ou a posição orçamental em alguns países da área do euro pode levar a um aumento das taxas de juro da dívida soberana. Estes aspetos assumem particular relevância a nível interno, num contexto em que persistem riscos sobre a estabilidade financeira em Portugal[7]. Estes fatores podem originar um aumento nos custos de financiamento da economia, com impacto no consumo privado e investimento. Adicionalmente, há a considerar a possível necessidade de medidas de consolidação orçamental adicionais tendo em vista o cumprimento dos objetivos orçamentais assumidos no médio prazo, com impacto negativo na evolução da procura interna.

No caso da inflação, consideram-se riscos em baixa para 2017-2019, já que a pressão descendente sobre os preços decorrente de uma evolução mais fraca da atividade é reforçada pelo risco de que as expetativas de inflação na área do euro se mantenham abaixo do objetivo de política monetária do BCE, o que poderá originar um impacto negativo nos preços. Adicionalmente, é considerado também um risco descendente para os preços em 2017-2018 decorrente da manutenção de excesso de capacidade produtiva a nível mundial, que poderá criar pressões competitivas com impacto na inflação. Finalmente, foi também tida em conta a possibilidade de um aumento adicional do salário mínimo em 2017.

Em resultado desta avaliação de riscos e incerteza, considerou-se uma probabilidade de 55 por cento de uma evolução da procura externa mais desfavorável e de uma apreciação do euro mais acentuada do que a considerada no cenário central em 2017-2018 (Quadro 5.1). A evolução das componentes da procura interna foi também avaliada como potencialmente mais fraca do que na projeção, com uma probabilidade de 53 por cento no caso do consumo privado e público e 55 por cento no caso do investimento. Adicionalmente, foi considerada a possibilidade de um crescimento mais acentuado dos salários em 2017 (com probabilidade de 60 por cento) e de uma evolução mais moderada da inflação em 2017-2018 (com uma probabilidade de 55 por cento).

Esta análise implica riscos descendentes para a atividade em 2017-2018. Para a inflação, os riscos consideram-se equilibrados em 2016-2017 e descendentes em 2018 (Quadro 5.2 e Gráficos 5.1 e 5.2)[8].

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

	2016	2017	2018
Variáveis de enquadramento			
Procura externa	50	55	55
Taxa de câmbio	50	45	45
Consumo público	50	53	53
Variáveis endógenas			
Consumo privado	50	53	53
FBCF	50	55	55
Salários	50	40	50
IHPC	50	55	55

Fonte: Banco de Portugal.

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

	Pesos	2016	2017	2018
Produto interno bruto	100	50	55	58
Consumo privado	66	49	53	55
FBCF	15	50	56	58
Exportações	41	49	54	56
Importações	40	50	55	58
IHPC		49	49	57

Fonte: Banco de Portugal.

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

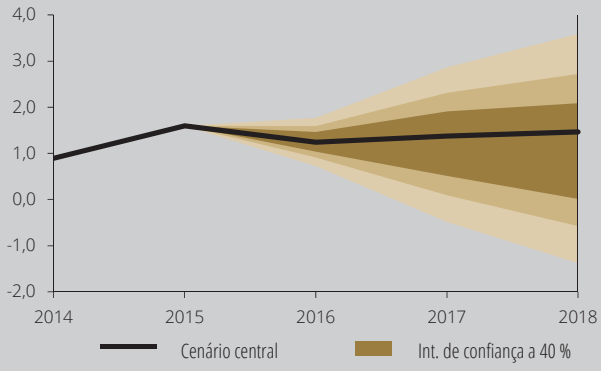
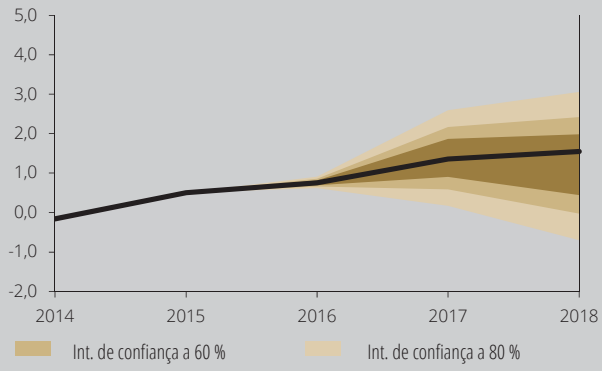


Gráfico 5.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Taxa de variação, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

6. Conclusões

A economia portuguesa tem mantido uma dinâmica de recuperação moderada desde 2013, em particular tendo como ponto de comparação o verificado em anteriores períodos de recuperação económica. As projeções neste Boletim apontam para que o crescimento da atividade em Portugal registe um nível próximo do projetado para a área do euro no período 2017-2019. Num enquadramento externo progressivamente mais favorável, a recuperação económica deverá permanecer sustentada no dinamismo das exportações. Ao nível da procura interna, projeta-se uma recomposição caraterizada por uma moderação do consumo privado – com um crescimento ligeiramente inferior ao do PIB – e um comportamento dinâmico da FBCF. Estes traços são consistentes com a continuação da reorientação de recursos produtivos para setores mais expostos à concorrência internacional e mais produtivos, com a criação líquida adicional de emprego e a continuação da redução do desemprego, com a manutenção de um excedente nas contas externas e com o prosseguimento do processo de redução do endividamento do setor privado não financeiro. Assim, o padrão de crescimento económico projetado apresenta um conjunto de características que traduzem uma recuperação mais sustentada da economia portuguesa.

Persistem, no entanto, vários constrangimentos estruturais ao crescimento da economia portuguesa, incluindo o elevado nível de endividamento dos vários setores da economia – famílias, empresas não financeiras e setor público –, uma evolução demográfica desfavorável, um elevado nível de desemprego de longa duração e um ritmo de recuperação do investimento aquém do observado em recuperações anteriores. O impacto destes fatores tende a ser exacerbado no atual quadro de incerteza, a nível interno e externo.

Neste contexto, é importante continuar a aprofundar o processo de reformas estruturais, 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, num quadro de prevalência de níveis relativamente elevados de incerteza, a manutenção de um enquadramento institucional e fiscal previsível contribuirá para preservar a confiança dos investidores e assegurar um ambiente favorável ao investimento. As ações em curso de redução de vulnerabilidades específicas do setor bancário e financeiro tenderão igualmente a contribuir para este resultado. O esforço de redução do nível de dívida dos agentes económicos privados deverá prosseguir de forma a reforçar a resistência a choques que afetem a sua capacidade de servir a dívida. Finalmente, a prossecução de um esforço adicional de consolidação orçamental é crucial para que o nível de endividamento público apresente uma trajetória descendente sustentada e robusta a choques adversos. A natureza temporária do atual conjunto alargado de medidas não convencionais de política monetária na área do euro reforça a importância e urgência de progressos estruturais nestas várias dimensões.