



I Projeções para a economia portuguesa: 2018-2021

Caixa 1 Fatores de crescimento

Caixa 2 As empresas de capital
estrangeiro estão melhor
posicionadas para investir?

1 Introdução

No horizonte 2018-21, de acordo com as projeções publicadas neste Boletim, a economia portuguesa deverá prosseguir uma trajetória de crescimento da atividade, embora em desaceleração (Quadro I.1.1). O perfil projetado corresponde a uma fase de maturação do ciclo económico, em que o hiato do produto, após um valor aproximadamente nulo em 2017, será positivo nos anos seguintes, e o crescimento deverá convergir gradualmente para o potencial (Caixa 1). As projeções para o crescimento do PIB em Portugal encontram-se globalmente alinhadas com as publicadas para o conjunto da área do euro pelo Banco Central Europeu (BCE), no âmbito do exercício de projeção do Eurosistema de dezembro de 2018. Neste quadro, o grau de sincronização cíclica na área do euro mantém-se em níveis elevados (Gráfico I.1.1).

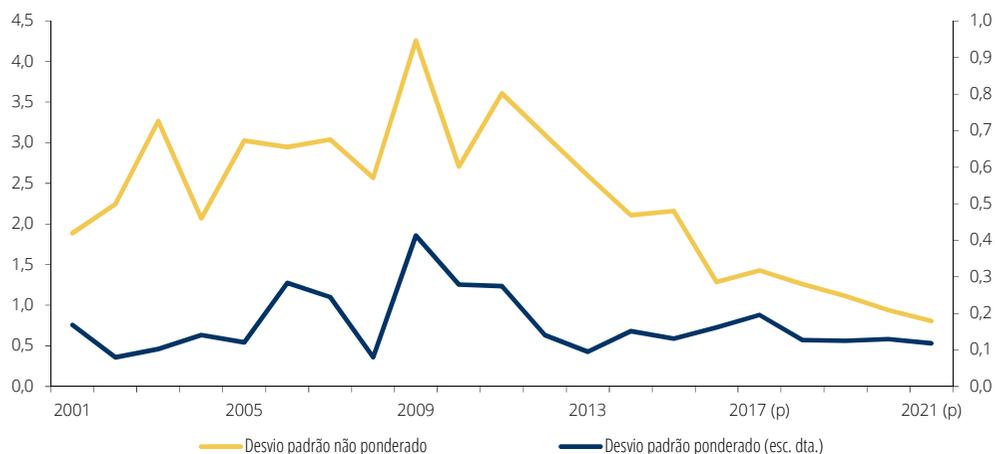
Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2018-2021 | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2017	BE dezembro 2018					BE outubro 2018	BE junho 2018		
		2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2018 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
Produto Interno Bruto	100	2,8	2,1	1,8	1,7	1,6	2,3	2,3	1,9	1,7
Consumo privado	65	2,3	2,3	2,0	1,8	1,6	2,4	2,2	1,9	1,7
Consumo público	18	0,2	0,7	0,1	0,0	0,2	0,7	0,8	0,1	0,2
Formação bruta de capital fixo	17	9,2	3,9	6,6	5,9	4,9	3,9	5,8	5,5	5,4
Procura interna	99	3,0	2,4	2,4	2,2	2,0	2,4	2,5	2,2	2,1
Exportações	43	7,8	3,6	3,7	4,0	3,6	5,0	5,5	4,6	4,3
Importações	42	8,1	4,1	4,7	4,9	4,2	5,1	5,7	5,0	5,0
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em pp) ^(a)										
Procura interna		1,3	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	1,1	1,0	0,9
Exportações		1,5	0,9	0,7	0,7	0,6	1,1	1,2	0,9	0,8
Emprego ^(b)		3,3	2,2	1,2	0,9	0,4	2,3	2,6	1,2	0,9
Taxa de desemprego		8,9	7,0	6,2	5,5	5,3	7,0	7,2	6,2	5,6
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,4	1,3	1,3	1,3	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,8	1,5	1,1	0,9	0,7	1,3	0,9	1,0	0,9
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,6	1,4	1,4	1,5	1,6	1,4	1,4	1,5	1,4

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado, pp – pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2013. Para mais informações, ver a Caixa “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, *Boletim Económico* de dezembro 2017. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

Após um crescimento significativamente superior ao da atividade em 2017 e 2018, o comércio internacional deverá apresentar no horizonte de projeção uma evolução mais próxima da do PIB mundial, implicando uma relativa estabilidade do crescimento da procura externa dirigida a Portugal em 2019-21. As restantes principais variáveis de enquadramento externo também deverão apresentar uma evolução relativamente favorável em 2018-21, não obstante o expectável início do processo de normalização da política monetária na área do euro, que manterá, no entanto, um cariz acomodatório no horizonte de projeção (Capítulo 2). No entanto, apesar deste cenário central benigno, o enquadramento externo está na origem dos principais riscos que rodeiam a atual projeção (Capítulo 6).

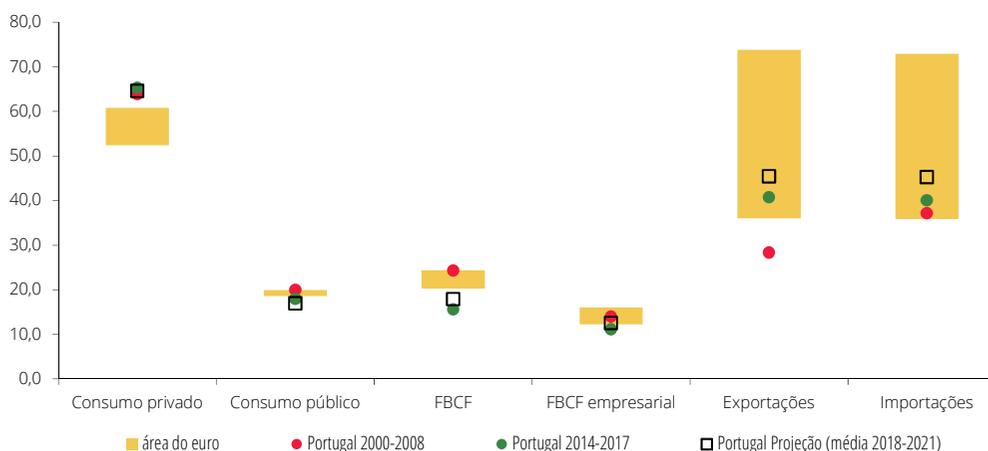
Gráfico I.1.1 • Dispersão do crescimento do PIB nos países da área do euro



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal. | Notas: (p) – projetado. O gráfico refere-se aos 19 países da área do euro, com exclusão da Irlanda, cujo crescimento do PIB de 25% em 2015 constitui um *outlier*.

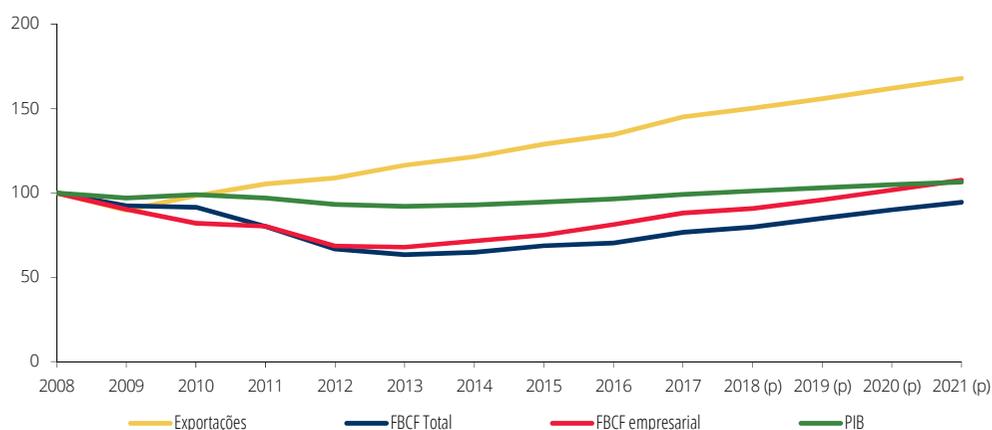
O período de recuperação que se seguiu a 2013 caracterizou-se pela continuação do aumento do peso das exportações no PIB (Gráfico I.1.2), uma tendência extensível a todas as componentes, com destaque para o turismo, que apresentou o maior crescimento acumulado. A FBCF empresarial acelerou significativamente neste período, devendo atingir no final do horizonte de projeção um nível 8% superior ao observado em 2008 (Gráfico I.1.3). Em contraste, o investimento público e o investimento em habitação permanecem abaixo da média observada antes da crise financeira internacional. O peso do consumo privado no PIB manteve-se relativamente inalterado neste período. As atuais projeções têm subjacente a continuação destas tendências, consistentes com um perfil de crescimento sustentável da economia portuguesa.

Gráfico I.1.2 • Peso das componentes da despesa no PIB em Portugal e na área do euro | Em percentagem do PIB nominal



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal. | Nota: a barra define o intervalo entre o percentil 75 e 25 da média 2000-2017 dos países da área do euro.

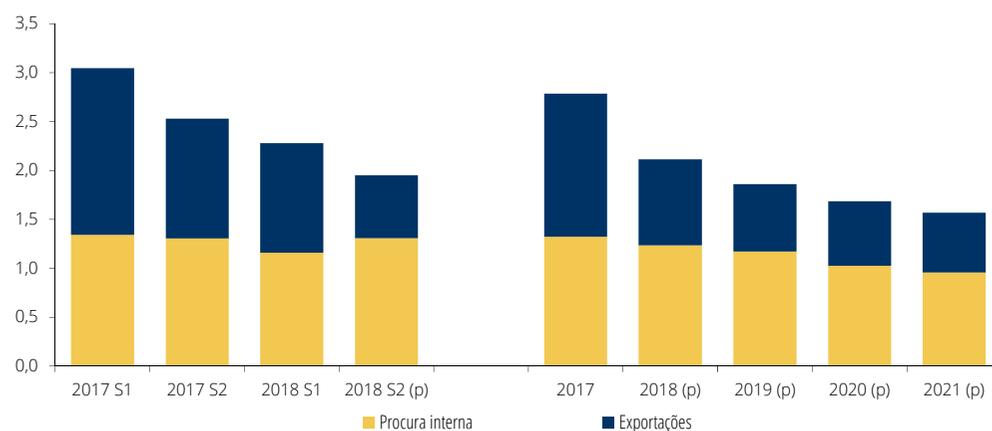
Gráfico I.1.3 • Evolução do PIB, FBCF e exportações | Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Em termos líquidos de conteúdos importados, o perfil projetado para o PIB reflete um contributo progressivamente menor das exportações em 2018-21 (Gráfico I.1.4). O contributo da procura interna líquida de conteúdos importados para o crescimento do PIB também se deverá reduzir ligeiramente ao longo do horizonte de projeção.

Gráfico I.1.4 • Contributos líquidos de conteúdos importados para a taxa de variação hómologa do PIB | Em pontos percentuais



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

Ao longo do horizonte de projeção a economia portuguesa deverá manter, à semelhança do observado desde 2012, uma situação de capacidade líquida de financiamento face ao exterior. O saldo conjunto das balanças corrente e de capital deverá situar-se em média em 1,3% do PIB em 2018-20, relativamente inalterado face ao nível de 2017, aumentando para 1,6% no final do horizonte de projeção. No entanto, antecipa-se uma alteração de composição, já que a redução do saldo da balança de bens e serviços será compensada pela evolução das balanças de rendimento primário e de capital. A redução do défice da balança de rendimento primário reflete o perfil projetado para os juros da

dívida pública, enquanto o aumento do saldo da balança de capital em 2018-20 traduz em larga medida a evolução esperada dos recebimentos de fundos comunitários, no quadro do Programa Portugal 2020, e em 2021, um recebimento pontual do Fundo Europeu de Estabilização Financeira.

Após um crescimento muito dinâmico em 2017, o emprego deverá retomar em média no horizonte de projeção uma evolução mais em linha com a sua relação histórica com a atividade, o que permitirá a continuação de uma trajetória descendente da taxa de desemprego, embora mais moderada do que nos anos recentes. A evolução da população total e ativa constitui um fator estrutural de estrangimento da oferta da economia.

Apesar da trajetória de desaceleração projetada para o emprego, este deverá permanecer o principal fator contributivo para o crescimento do PIB *per capita* em média no horizonte de projeção. O capital físico e a produtividade total dos fatores deverão apresentar igualmente contributos positivos para o crescimento da atividade, o que contrasta com o período de 2014-2017. Neste quadro, destaca-se o contributo do capital humano, que deverá permanecer um fator potenciador do crescimento no longo prazo.

A inflação, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá manter-se em níveis relativamente contidos e inferiores aos projetados para a área do euro. A inflação excluindo bens energéticos apresentará uma trajetória ligeiramente ascendente, num quadro de pressões crescentes originadas pelos custos salariais. Esta evolução deverá ser parcialmente contrariada por um crescimento reduzido do preço dos bens energéticos em 2019-21, em linha com as hipóteses técnicas relativas ao preço do petróleo em euros.

As atuais projeções implicam um crescimento ligeiramente inferior do PIB em 2018 e 2019 face às divulgadas nas duas anteriores edições do *Boletim Económico*, essencialmente devido a uma revisão em baixa do crescimento das exportações. Esta reflete a revisão das hipóteses relativas à evolução da procura externa e a incorporação da informação mais recente. As projeções para a inflação mantêm-se relativamente inalteradas relativamente às anteriormente publicadas.

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções

Em termos gerais, o enquadramento externo da economia portuguesa permaneceu favorável em 2018. A economia mundial continuou a expandir-se a um ritmo sólido, num quadro de manutenção de condições favoráveis nos mercados financeiros e de trabalho e de níveis relativamente elevados da confiança dos agentes económicos das principais economias avançadas. Ao longo do ano, assistiu-se contudo à materialização de alguns riscos negativos anteriormente elencados, nomeadamente um aumento do protecionismo comercial e focos de turbulência financeira em certas economias emergentes mais vulneráveis, num quadro de normalização da política monetária nos EUA e de um menor apetite ao risco pelos investidores internacionais. Neste contexto, o crescimento do PIB mundial em 2018 denotou uma menor sincronização entre países.

No horizonte de projeção, a expansão da economia mundial deverá continuar a um ritmo mais moderado, num contexto de maturação do ciclo económico e de diminuição gradual dos estímulos de política monetária e de política orçamental nas principais economias avançadas, em particular nos EUA, bem como de desaceleração gradual da economia chinesa. Por seu turno, espera-se a recuperação da atividade nas economias emergentes mais afetadas pelos recentes episódios de turbulência financeira. De acordo com o exercício de projeção do Eurosistema,

o PIB mundial deverá manter um crescimento de 3,6% em 2018 e desacelerar para cerca de 3,3% entre 2019 e 2021 (Quadro I.2.1).¹ Na área do euro, a atividade deverá registar um abrandamento mais acentuado em 2018 (de 2,5% para 1,9%), refletindo a evolução nas quatro maiores economias da área. Posteriormente, é projetada uma redução mais gradual, para 1,5% em 2021, destacando-se o contributo significativo da economia espanhola para este abrandamento.

Quadro I.2.1 • Hipóteses do exercício de projeção: 2018-2021

		BE dezembro 2018					Revisões face a BE junho 2018			
		2017	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)	2017	2018	2019	2020
Enquadramento internacional										
PIB mundial	tva	3,6	3,6	3,3	3,4	3,3	0,0	-0,2	-0,3	0,0
PIB na área do euro	tva	2,5	1,9	1,7	1,7	1,5	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Comércio mundial	tva	5,2	4,7	3,7	3,7	3,9	0,1	-0,4	-0,8	-0,3
Procura externa	tva	4,6	3,4	3,6	3,8	3,4	0,1	-0,9	-0,8	-0,1
Preço do petróleo em dólares	vma	54,4	71,8	67,5	66,8	65,9	0,0	-2,7	-6,0	-1,9
Preço do petróleo em euros	vma	48,2	60,9	59,5	58,8	58,1	0,0	-1,3	-2,6	0,9
Condições monetárias e financeiras										
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,1	2,9	2,8	2,8	2,7	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	2,3	2,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,13	1,18	1,14	1,14	1,14	0,0	0,0	0,0	0,0

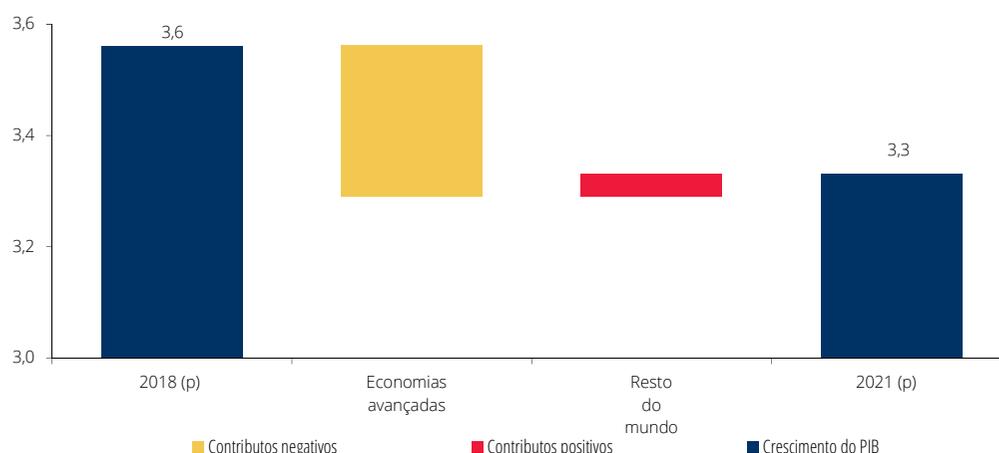
Fonte: Eurosystema (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (p) – projetado. vma – valor médio anual. % – em percentagem. tva – taxa de variação anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação do euro. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo 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.

O comércio mundial desacelerou de forma mais pronunciada do que a atividade económica, devendo manter ainda assim um ritmo de crescimento relativamente forte em 2018. Esta evolução é consistente com a posição do ciclo económico nas economias avançadas, que se traduz numa moderação da atividade económica e, em particular, do investimento e das exportações. O aumento das tarifas sobre as importações dos EUA, em particular sobre as oriundas da China, e respetivas medidas de retaliação, estarão a afetar negativamente os fluxos de comércio entre estes dois países. Note-se que as medidas entretanto aplicadas apenas cobrem uma parte pouco significativa do comércio mundial e que os efeitos na confiança dos agentes económicos foram contidos. Não obstante, a incerteza quanto ao enquadramento futuro do comércio internacional, associada a um potencial aumento

1. As projeções para a atividade e comércio mundiais, assim como para o PIB da área do euro, referidas neste Boletim resultam do exercício de projeção do Eurosystema divulgado a 13 de dezembro pelo BCE (ver "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosystema", dezembro de 2018, disponível em https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201812_eurosystemstaff.en.pdf?41e4003141ddb316da9155918404c4cf). O enquadramento externo da área do euro e as hipóteses técnicas relativas ao preço do petróleo, taxas de juro e taxas de câmbio incorporam a informação disponível até 21 de novembro.

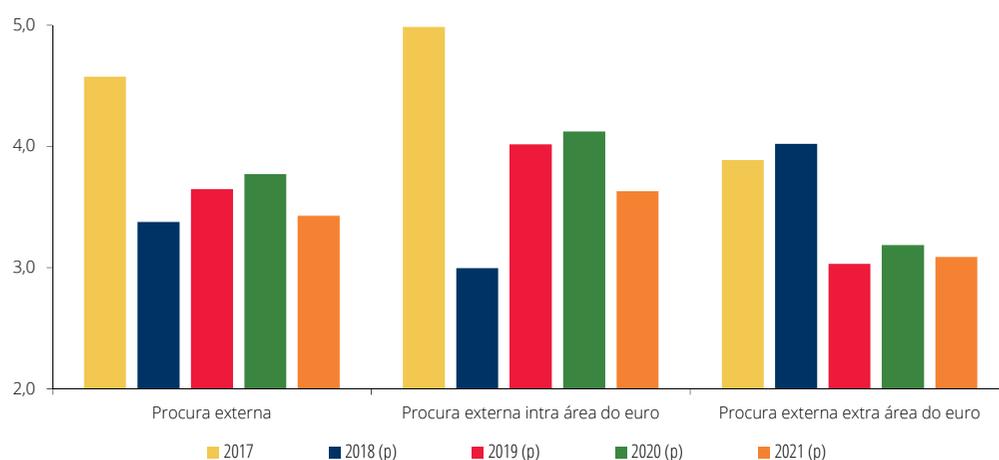
do protecionismo e também à saída do Reino Unido da UE, poderá traduzir-se num adiamento de decisões de investimento com implicações adicionais no comércio dada a relação próxima entre estes dois fluxos². Neste contexto, as perspetivas para o comércio mundial apontam para uma redução do crescimento do comércio para um ritmo mais próximo do projetado para a expansão da atividade (Gráfico 1.2.1). Assim, a procura externa dirigida à economia portuguesa deverá desacelerar de forma pronunciada em 2018 (de 4,6% para 3,4%), refletindo o forte abrandamento das importações intra-área do euro, mas recuperar posteriormente para um ritmo próximo do previsto para o comércio mundial (Gráfico 1.2.2).

Gráfico I.2.1 • Crescimento do PIB mundial e contributos | Taxa de variação anual em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fonte: Eurosistema.

Gráfico I.2.2 • Procura externa dirigida à economia portuguesa | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Eurosistema. | Nota: (p) – projetado.

2. Para mais pormenores sobre o potencial impacto destes fatores, veja-se a Caixa “Impacto macroeconómico do aumento das tensões protecionistas globais” do *Boletim Económico* de junho de 2018.

O preço do petróleo apresentou alguma volatilidade ao longo de 2018. Nos primeiros nove meses do ano o preço do Brent apresentou uma tendência ascendente, tendo atingido cerca de 86 USD/barril no início de outubro (Gráfico I.2.3). Esta evolução ocorreu num contexto de crescimento continuado da procura e de algumas restrições do lado da oferta, tais como o colapso da produção na Venezuela e as expectativas de redução das exportações do Irão associadas à reintrodução de sanções sobre este país. Mais recentemente, o crescimento continuado e muito significativo da produção nos EUA, o maior nível de existências e a revisão em baixa das perspectivas de crescimento da economia mundial, traduziram-se numa queda do preço do petróleo de mais de 20% durante outubro, para um nível próximo do observado no início do ano (cerca de 67 USD/barril). As expectativas implícitas nos mercados de futuros apontam para uma estabilização do preço do petróleo ao longo do horizonte de projeção. Em termos médios anuais, o preço do petróleo deve diminuir de forma muito gradual posteriormente, para cerca de 66 USD/barril no final do horizonte de projeção, após um aumento muito significativo em 2018.

Gráfico I.2.3 • Preço do *brent* | USD/barril



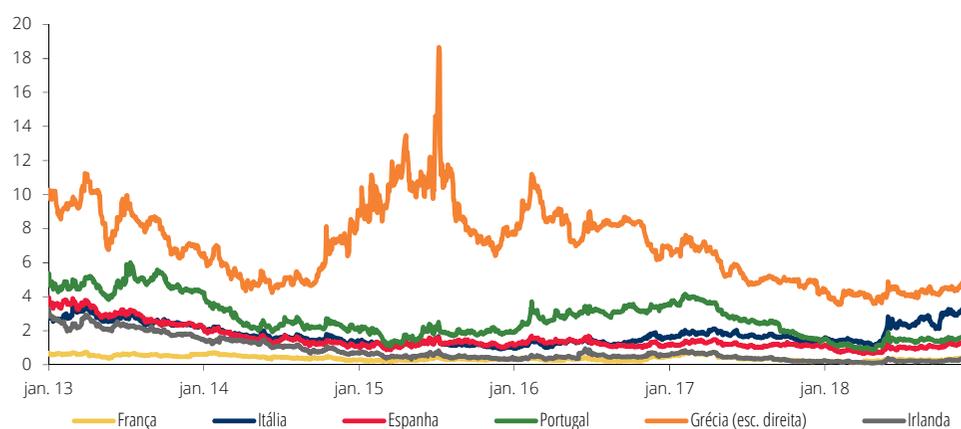
Fonte: Thomson Reuters.

As condições monetárias e financeiras na área do euro mantiveram-se acomodáticas, apesar de um ligeiro aperto ao longo do ano. A nível global, nos mercados financeiros registaram-se diversos picos de volatilidade, associados ao anúncio e aplicação de medidas protecionistas pelos EUA, à revisão das perspectivas para o crescimento global e ao ciclo de normalização da política monetária nos EUA. No mercado obrigacionista, observou-se um aumento das taxas de rentabilidade da dívida pública nos EUA e no Reino Unido, associada a expectativas de subida das taxas de juro de política monetária num futuro próximo. Na área do euro, as taxas de juro de dívida pública apresentaram períodos de volatilidade essencialmente associados à incerteza política em Itália. O diferencial de rentabilidade da dívida pública de Itália face à dívida alemã aumentou significativamente, tendo contribuído também para um alargamento noutras países da área do euro, embora de forma limitada (Gráfico I.2.4). No que diz respeito aos empréstimos bancários, as condições de financiamento das empresas não financeiras e das famílias mantiveram-se favoráveis ao longo de 2018.

O BCE reiterou a sua intenção de terminar as compras líquidas do programa alargado de compra de ativos no final de 2018 e reinvestir o capital dos títulos vencidos do programa durante um

período prolongado. Adicionalmente, as taxas de juro diretoras da política monetária deverão manter-se nos níveis atuais, pelo menos, até ao verão de 2019 e, em qualquer caso, enquanto isso for necessário para assegurar que a evolução da inflação permanece alinhada com as atuais expectativas de um ajustamento sustentado para o objetivo de estabilidade de preços. Tendo como base as expectativas de mercado, a taxa de juro de curto prazo deverá manter-se em níveis historicamente baixos ao longo do horizonte (aumentando de forma muito gradual, de -0,3% em 2018 para 0,3% em 2021). Por seu turno, a taxa de juro implícita da dívida pública portuguesa permanece ligeiramente abaixo de 3%. Estas hipóteses foram revistas marginalmente em baixa para 2019-20, face ao exercício de junho.

Gráfico I.2.4 • Diferencial de rendibilidade da dívida pública a 10 anos face à Alemanha
| Em pontos percentuais



Fonte: Thomson Reuters.

A evolução das taxas de câmbio do euro em 2018 pautou-se essencialmente por uma tendência de apreciação das moedas das economias avançadas, especialmente do dólar norte-americano, e de depreciação das moedas das economias de mercado emergentes, com exceção da moeda chinesa. A hipótese de manutenção de níveis constantes ao longo do horizonte de projeção traduz-se numa apreciação do euro em termos nominais efetivos de 2,4% em 2018 e numa depreciação de 0,7% em 2019. Note-se que, por construção, a variação da taxa de câmbio efetiva converge para zero ao longo do horizonte de projeção.

3 Despesa e contas externas

De acordo com as atuais projeções, o PIB deverá abrandar gradualmente ao longo do horizonte de projeção, de 2,1% em 2018 para 1,8% em 2019, 1,7% em 2020 e 1,6% em 2021, aproximando-se da média das estimativas disponíveis para o crescimento do produto potencial (Caixa 1).

Em termos intra-anuais, após um abrandamento em termos homólogos no primeiro semestre de 2018 devido ao comportamento da FBCF e das exportações, o PIB deverá manter o perfil de desaceleração na segunda metade deste ano, em larga medida devido a uma nova desaceleração das exportações (Gráfico I.1.4). Em particular, no terceiro trimestre de 2018, de acordo com a estimativa

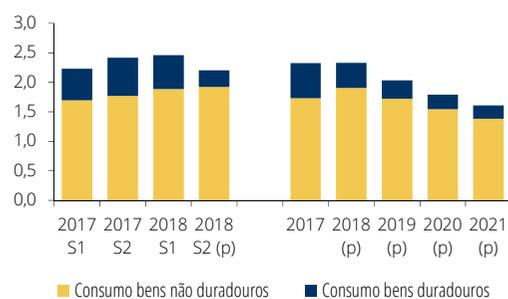
rápida divulgada pelo INE³, o PIB registou uma variação de 2,1% em termos homólogos, o que representa uma desaceleração da atividade face ao trimestre anterior e ao conjunto do primeiro semestre deste ano. No último trimestre do ano dever-se-á ter mantido este padrão de evolução homóloga. Em termos de variação em cadeia, o PIB registou também uma desaceleração no terceiro trimestre de 2018, para 0,3%, parcialmente reflexo de fatores temporários que condicionaram a evolução das exportações. A dissipação destes fatores terá implicado alguma recuperação da taxa de variação em cadeia da atividade no último trimestre do ano.

Abrandamento moderado do consumo privado e manutenção de crescimento dinâmico da FBCF ao longo do horizonte de projeção

De acordo com a informação qualitativa contida no destaque sobre a estimativa rápida das Contas Nacionais divulgada pelo INE, a evolução do consumo privado contribuiu para o abrandamento em termos homólogos no terceiro trimestre de 2018, após um crescimento relativamente estável na primeira metade do ano. Esta informação é corroborada por um conjunto alargado de indicadores conjunturais relativos ao consumo corrente no território⁴ e também pela informação qualitativa relativa à confiança dos consumidores. Para o quarto trimestre estima-se uma ligeira moderação do crescimento do consumo privado em termos homólogos.

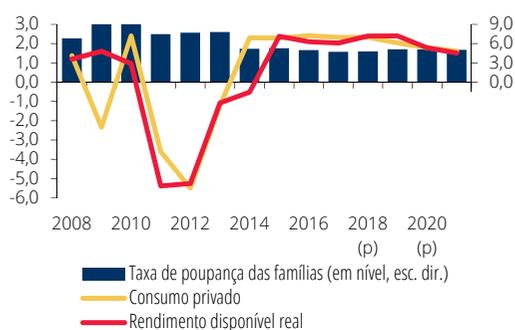
No conjunto do ano de 2018, o consumo privado terá crescido 2,3%, projetando-se uma desaceleração ao longo do horizonte até 1,6% em 2021 (Gráfico I.3.1). Este perfil de abrandamento é extensível às componentes duradoura e não duradoura do consumo. No caso do consumo de bens duradouros, a trajetória de abrandamento é mais marcada, refletindo também a dissipação da procura latente acumulada durante o período recessivo. No entanto, esta componente deverá manter taxas de crescimento superiores às do total do consumo e da atividade, num contexto de continuação de condições de financiamento favoráveis.

Gráfico I.3.1 • Contributos para a taxa de variação hómologa do consumo privado
| Em pontos percentuais



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

Gráfico I.3.2 • Evolução do consumo privado, rendimento disponível e taxa de poupança
| Taxa de variação anual em percentagem e nível



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

- A data de fecho de dados do presente Boletim é 28 de Novembro, pelo que as projeções relativas ao segundo semestre de 2018 refletem a informação de conjuntura disponível até essa data e a estimativa rápida do PIB para o terceiro trimestre de 2018, bem como a informação qualitativa sobre a composição da despesa divulgada no respetivo destaque do INE.
- Note-se que o conceito relevante de contas nacionais referente ao consumo privado tem como referência as despesas feitas por residentes em Portugal. No entanto, a generalidade dos indicadores conjunturais respeitantes ao consumo privado (índices de volume de negócios nos serviços e no comércio a retalho, valores movimentados em Caixas Automáticas e Terminais de Pagamento Automático) referem-se a despesas no território nacional, estando por isso afetados pelas despesas de turistas, as quais em contas nacionais estão contabilizadas nas exportações.

Após uma ligeira aceleração em 2018, a componente não duradoura do consumo deverá abrandar ao longo do horizonte de projeção, em linha com a evolução do rendimento disponível real (Gráfico I.3.2). A evolução deste último será em larga medida determinada pela aceleração dos salários, para o que também contribuiu o aumento do salário mínimo em 2018, e pelo crescimento dinâmico do emprego. Em 2019-21, o progressivo abrandamento do emprego deverá ser em larga medida compensado por uma aceleração das remunerações por trabalhador, resultando numa desaceleração muito ligeira da massa salarial. As hipóteses de finanças públicas consideradas⁵ têm um impacto favorável no rendimento disponível em 2018-19. Para além de medidas aprovadas em anos anteriores (como o descongelamento gradual das progressões salariais na administração pública ou a alteração de escalões em sede de IRS), foram incorporadas medidas anunciadas no Orçamento do Estado para 2019. Pela sua expressão, é de destacar o aumento da despesa pública de carácter social, em particular o alargamento da Prestação Social para a Inclusão. O desvanecer do impacto destas medidas, bem como algum aumento da inflação no final do horizonte de projeção, reforçam a trajetória de abrandamento do rendimento disponível real em 2020-21. Neste quadro, após um ligeiro aumento em 2018-19, a taxa de poupança deverá manter-se relativamente estável ao longo do restante horizonte de projeção, em níveis historicamente reduzidos (Gráfico I.3.2).

No que diz respeito ao crescimento real do consumo público em 2018, a estimativa atual situa-se em 0,7%. Esta evolução tem subjacente uma hipótese de crescimento do número de funcionários públicos em linha com o registado na primeira metade do ano. Adicionalmente, reflete também o impacto pontual no consumo intermédio de despesas relacionadas com os incêndios do ano anterior. A reversão deste impacto em 2019, em conjunto com uma hipótese de menor crescimento do emprego público, resulta numa desaceleração do consumo público em termos reais. No remanescente do horizonte da projeção, prevê-se que o consumo público real permaneça relativamente estável, num contexto de gradual estabilização do emprego público.

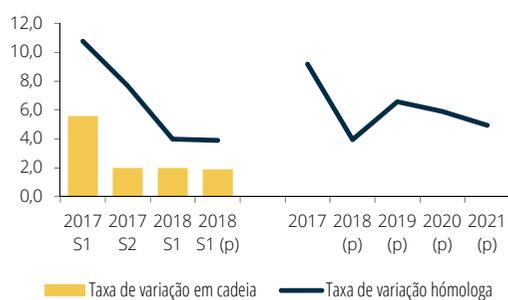
Após um crescimento muito significativo em 2017 (9,2%), a FBCF deverá abrandar para 3,9% em 2018 (Gráfico I.3.3). No primeiro semestre de 2018, embora generalizado por setor institucional e por tipo de produto, este abrandamento resultou sobretudo do segmento da construção, refletindo *inter alia* um efeito de base resultante de um crescimento muito forte do investimento em obras públicas em 2017. Adicionalmente, a atual situação de incerteza quanto à evolução do comércio internacional num quadro de tensões protecionistas poderá condicionar as decisões de investimento das empresas. A informação disponível para o terceiro e quarto trimestres de 2018 relativa às vendas de cimento no mercado nacional e a um indicador de importações de máquinas em termos nominais aponta para um abrandamento da FBCF em termos homólogos. No entanto, esta informação é compensada por uma recuperação do indicador relativo à FBCF em material de transporte no terceiro trimestre de 2018, sugerindo uma relativa estabilização do crescimento da FBCF em termos homólogos na segunda metade do ano. No restante horizonte

5. Em linha com as regras adotadas no Eurosistema, são incluídas na projeção apenas medidas de política orçamental já aprovadas (ou com elevada probabilidade de aprovação) e com um suficiente grau de especificação.

de projeção, a FBCF deverá manter uma elasticidade face ao PIB superior à média histórica, desacelerando de 6,6% em 2019 para 4,9% em 2021.

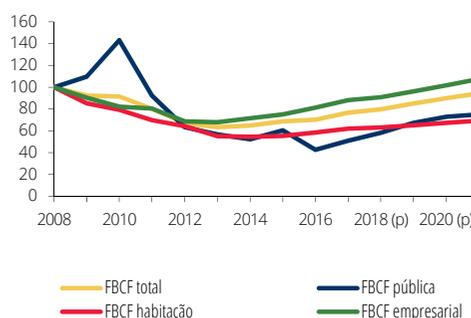
Este crescimento muito dinâmico reflete em larga medida o perfil projetado para o investimento empresarial que, ao contrário dos restantes setores institucionais, deverá ultrapassar no final do horizonte de projeção o nível registado no início da crise financeira de 2008 (Gráfico I.3.4). Este dinamismo implicará um peso historicamente elevado desta componente no PIB em 2021 (14,3%). Este segmento deverá beneficiar da realização de alguns projetos de infraestruturas de grande dimensão e, numa perspetiva mais abrangente, da continuação de perspetivas favoráveis em relação à procura, bem como da manutenção de condições de financiamento favoráveis. As restrições ao investimento causadas pelas condições financeiras têm vindo a reduzir-se, embora se mantenham superiores em Portugal face à média europeia, sendo aferidas pelas empresas como tendo uma importância menor face às restrições criadas pelo enquadramento regulatório e pela incerteza em geral (Caixa 2).

Gráfico I.3.3 • Evolução da FBCF | Taxa de variação, em percentagem



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

Gráfico I.3.4 • Evolução da FBCF por setor institucional | Índice 2008=100



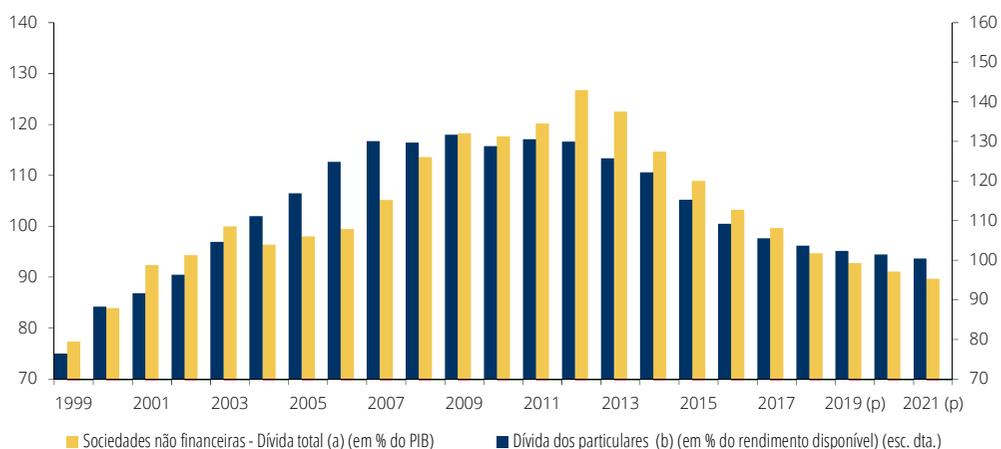
Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

As condições de financiamento deverão continuar a favorecer o investimento em habitação, embora de forma progressivamente mais mitigada ao longo do horizonte de projeção. A recuperação do mercado de trabalho e os incentivos criados pelo crescimento acentuado dos preços, condicionados, entre outros fatores, por efeitos indiretos decorrentes do dinamismo da atividade turística, contribuem também para a manutenção de uma trajetória de expansão neste setor. O investimento em habitação deverá manter no entanto um crescimento inferior ao dos restantes setores institucionais ao longo do horizonte de projeção.

A evolução projetada para os agregados de crédito é compatível com a manutenção da tendência de redução dos níveis de endividamento das famílias e das sociedades não financeiras ao longo do horizonte de projeção em rácio, respetivamente, do rendimento disponível e PIB, embora a um ritmo progressivamente menor (Gráfico I.3.5).

Quanto ao investimento público, assume-se para 2018 e 2019 uma evolução semelhante ao perspectivado no Orçamento do Estado para 2019. Nos restantes anos do horizonte de previsão, projeta-se uma gradual desaceleração deste agregado. Esta evolução configura um aumento médio no horizonte de projeção do peso do investimento público no total da FBCF, mas para níveis significativamente inferiores aos registados antes da crise da dívida soberana em 2011 (12,8% em média entre 2018 e 2021, face a 18,9% em média entre 1996 e 2010).

Gráfico I.3.5 • Endividamento total do setor privado não financeiro | 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.

Relativa estabilidade do crescimento das exportações, embora num nível inferior ao de 2017

As exportações de bens e serviços foram a componente da procura global que mais contribuiu para a recuperação da economia portuguesa iniciada em 2013. Este traço irá manter-se em 2018-21, sendo que no final do horizonte de projeção as exportações em termos reais deverão atingir um crescimento de cerca de 70% face ao nível observado antes da crise financeira internacional. O peso deste agregado no PIB deverá ser próximo de 50% em 2021. Nos próximos anos, as exportações deverão apresentar um crescimento médio anual num intervalo entre 3,5% e 4%, o que traduz uma desaceleração face ao ritmo de crescimento muito acentuado registado em 2017 (7,8%) (Gráfico I.3.6).

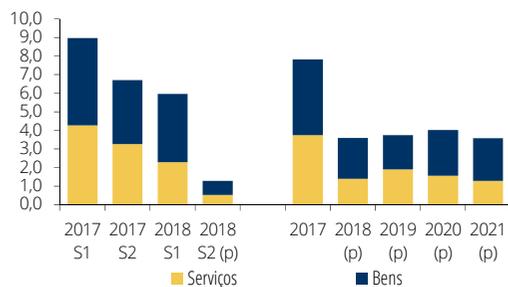
A desaceleração das exportações no primeiro semestre de 2018 foi comum à área do euro, num contexto de desaceleração da atividade global e de tensões comerciais associadas ao anúncio de políticas protecionistas. No entanto, enquanto na área do euro este abrandamento foi extensível aos bens e serviços, em Portugal ficou concentrada nos serviços, em larga medida devido ao impacto positivo do aumento da capacidade produtiva de uma unidade de produção do setor automóvel sobre as exportações de bens. Este setor e o de bens energéticos estão na origem de alguns efeitos temporários com impacto negativo nas exportações em termos homólogos no segundo semestre de 2018 (Gráfico I.3.6) ⁶. As exportações de serviços deverão ter voltado a desacelerar na segunda metade deste ano, sendo a componente com maior contributo para

6. Em particular, uma importante unidade de produção automóvel esteve encerrada em agosto de 2018, o que não aconteceu no ano anterior, originando um efeito-base negativo nas exportações de bens. Adicionalmente, em setembro de 2018, as exportações de automóveis terão sofrido algumas perturbações associadas à entrada em vigor do novo sistema de certificação de consumos e emissões dos veículos novos (WLTP). As exportações de bens energéticos foram afetadas ao longo do ano por várias paragens programadas em refinarias.

o abrandamento das exportações totais em 2018, embora mantendo uma taxa de crescimento elevada. Esta evolução reflete, por um lado, o menor crescimento do turismo ao longo do ano, uma evolução que é comum a outros países do Sul da Europa, como Espanha e Itália, que poderá estar a refletir parcialmente a recuperação de alguns destinos concorrentes (Tema em destaque “Exportações de turismo em Portugal: desenvolvimentos recentes e perspetivas futuras”), bem como, por outro lado, alguns fatores temporários. É de referir que a evolução do turismo também contribui indiretamente para um abrandamento das exportações dos restantes serviços, através por exemplo da componente de transportes.

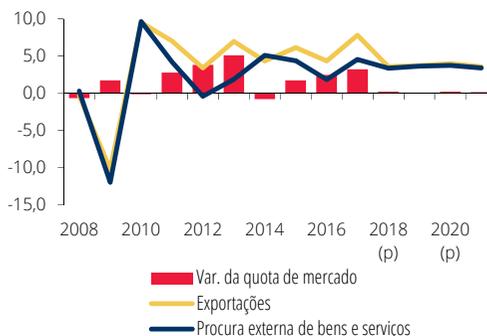
Para 2019-21 projeta-se uma evolução das exportações em linha com as hipóteses para a procura externa dirigida à economia portuguesa, que deverá apresentar um crescimento relativamente estável (Capítulo 2). Assim, no horizonte de projeção a quota de mercado deverá apresentar apenas ganhos marginais (Gráfico I.3.7). Estes ganhos estão associados às exportações de turismo, um segmento em que se antecipa a manutenção de um crescimento superior ao da procura externa – em linha com o dinamismo recente deste setor e o seu potencial de crescimento (Tema em destaque do presente Boletim) – embora com um perfil de desaceleração. É de referir que é o crescimento progressivamente menor do turismo que explica em grande medida o menor contributo das exportações líquidas para o PIB ao longo do horizonte de projeção, uma vez que assumem um peso superior neste agregado do que nas exportações em termos brutos.

Gráfico I.3.6 • Contributos para a taxa de variação hómologa das exportações
| Em pontos percentuais



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

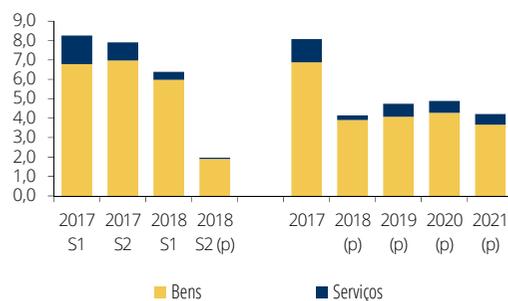
Gráfico I.3.7 • Exportações e procura externa
| Taxa de variação anual, em percentagem



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

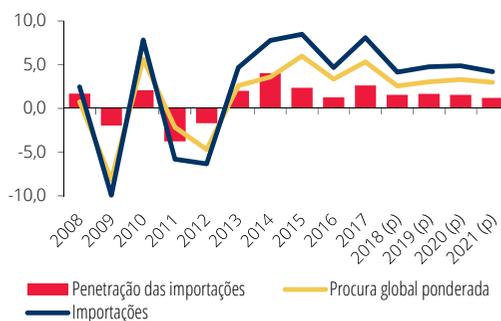
Após um abrandamento marcado em 2018 para 4,1%, as importações deverão apresentar uma trajetória de aceleração progressiva para uma variação próxima de 5% em 2020, regressando no final do horizonte de projeção ao ritmo de crescimento projetado para o ano corrente (Gráfico I.3.8). Esta evolução encontra-se globalmente em linha com a elasticidade média histórica face à procura global ponderada por conteúdos importados. Esta elasticidade é mais do que unitária no curto prazo, o que implica aumentos adicionais da penetração de importações (Gráfico I.3.9). Ao contrário do PIB, a procura global ponderada por conteúdos importados não apresenta um perfil de abrandamento em 2019-20, reduzindo o seu crescimento apenas no final do horizonte de projeção, o que reflete a recuperação neste período das exportações de bens energéticos, uma rubrica de elevado conteúdo importado.

Gráfico I.3.8 • Contributos para a taxa de variação hómologa das importações
| Em pontos percentuais



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

Gráfico I.3.9 • Importações e procura global ponderada
| Taxa de variação anual, em percentagem

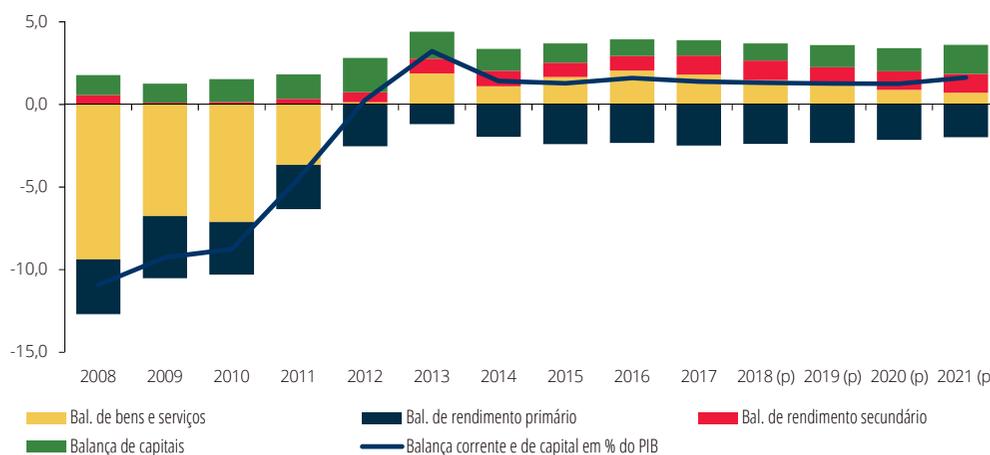


Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

Manutenção de capacidade de financiamento da economia portuguesa

As atuais projeções apontam para que a economia portuguesa mantenha ao longo do horizonte de projeção uma capacidade de financiamento positiva face ao exterior, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital. Este saldo deverá situar-se em valores próximos de 1,3% do PIB no período 2018-20 e aumentar para 1,6% em 2021 (Gráfico I.3.10). Face a 2017, a projeção tem implícita uma recomposição da balança corrente e de capital, com uma redução do excedente da balança de bens e serviços a ser compensada, em larga medida, por um aumento do saldo da balança de capitais e por uma redução do défice de rendimentos primários.

Gráfico I.3.10 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



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

No que se refere à balança de bens e serviços, o excedente deverá reduzir-se progressivamente ao longo do horizonte de projeção. Este perfil reflete o comportamento projetado para a balança de bens, uma vez que o excedente da balança de serviços deverá continuar a aumentar. Em 2018,

o aumento do défice da balança de bens resultou em larga medida da componente energética, estando associado em particular ao impacto do forte crescimento dos preços dos produtos petrolíferos. Nos anos seguintes, a evolução deste saldo refletirá essencialmente um crescimento real das importações acima do das exportações.

O défice da balança de rendimento primário em percentagem do PIB deverá diminuir progressivamente ao longo do período de projeção, beneficiando da trajetória esperada para os juros da dívida pública. Em 2019-20, o saldo da balança de capital em percentagem do PIB deverá aumentar, principalmente por via do aumento das transferências da União Europeia no âmbito do atual programa de financiamento europeu. Em 2021, prevê-se um aumento significativo das receitas de capital e consequentemente do saldo desta balança, refletindo a devolução pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira de montantes pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira.

4 Mercado de trabalho

∴ Continuação da melhoria no mercado de trabalho

Ao longo do horizonte de projeção, projeta-se que o emprego continue a crescer, embora a um ritmo progressivamente menor face aos anos anteriores. Após um aumento do emprego estimado em 2,2% para 2018, projeta-se para esta variável uma desaceleração gradual até 0,4% em 2021, com um crescimento médio anual de 0,8% no período 2019-21. O crescimento do emprego reflete essencialmente a evolução no setor privado, perspetivando-se uma gradual desaceleração do emprego público, que deverá estabilizar em 2020-21. No final do horizonte de projeção, o emprego deverá situar-se num nível próximo mas ligeiramente inferior ao observado no período imediatamente anterior à crise financeira internacional de 2008 (Gráfico I.4.1). A taxa de desemprego irá reduzir-se, mas a um ritmo mais moderado que o observado nos últimos 3 anos, devendo atingir 5,3% em 2021.

Gráfico I.4.1 • Emprego, desemprego e população ativa | Em índice (2008=100) e percentagem

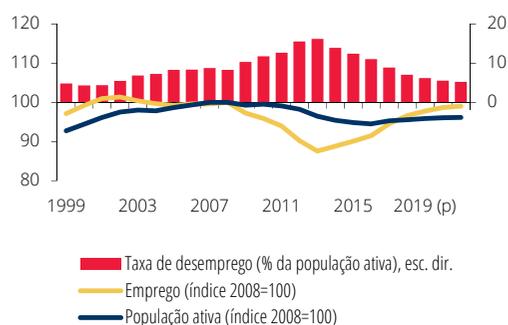
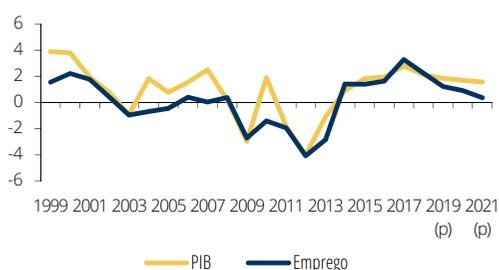


Gráfico I.4.2 • PIB e Emprego | Taxa de variação anual, em percentagem



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

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

Ao longo do horizonte de projeção a população ativa deverá registar um ligeiro aumento, no seguimento de crescimentos observados em 2017 e nos primeiros trimestres de 2018 (0,8% em 2017 e 0,3% no acumulado nos 3 primeiros trimestres de 2018). Este crescimento da população ativa, num contexto demográfico caracterizado pela redução e envelhecimento da população total, reflete o aumento da taxa de participação, para o qual deverão contribuir o regresso ao mercado de trabalho de indivíduos desencorajados, o gradual aumento da idade da reforma e a continuação do aumento da participação feminina no mercado de trabalho.

O aumento da produtividade é o fator crucial para um maior crescimento da economia portuguesa. A evolução projetada do PIB e do emprego deverá traduzir-se em crescimentos moderados da produtividade aparente do trabalho no período 2019-21, após uma variação aproximadamente nula em 2018 e variações negativas no período de 2014-2017 (Gráfico I.4.2). O produto por trabalhador em Portugal continua a situar-se em níveis baixos comparativamente à área do euro, o que está associado *inter alia* aos níveis de escolaridade e níveis de capital por trabalhador relativamente baixos.

5 Preços e salários

••• Evolução moderada da inflação no horizonte de projeção, ••• com gradual aumento da componente não energética

A inflação, medida pela taxa de variação do IHPC, deverá apresentar um perfil ligeiramente ascendente, situando-se em média em cerca de 1,5% ao longo do horizonte de projeção. Os preços da componente energética, após um aumento estimado de cerca de 5% em 2018, deverão apresentar variações marginais no período de projeção, em linha com as perspetivas para os preços do petróleo. Para 2019-21 projeta-se um contributo aproximadamente nulo dos preços dos bens energéticos para a inflação.

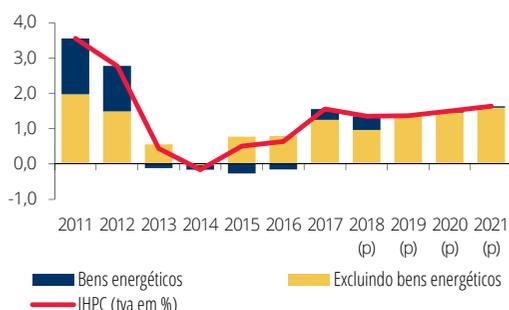
A inflação da componente não energética deverá apresentar um perfil ligeiramente ascendente entre 2019 e 2021 (Gráfico I.5.1). A projeção de uma medida de inflação que exclui as componentes mais voláteis (bens alimentares e energéticos) também indica uma tendência ligeiramente ascendente do crescimento dos preços em Portugal nos próximos 3 anos. Por comparação com as projeções para a área do euro divulgadas pelo BCE a 13 de Dezembro, o perfil da inflação excluindo produtos alimentares e energéticos em Portugal é próximo do projetado para a área do euro. Deverá observar-se um diferencial ligeiramente negativo (-0,2 pontos percentuais) para o IHPC total (Gráfico I.5.2).

O perfil ligeiramente ascendente esperado para a inflação excluindo energéticos ao longo do período 2018-21 reflete essencialmente um aumento das pressões inflacionistas internas, em particular a transmissão para os preços do aumento dos custos salariais e das margens de lucro, num contexto de continuação do crescimento económico e de aumento de expectativas de inflação. Projeta-se uma gradual aceleração dos salários nominais por trabalhador ao longo do período de projeção, extensível ao setor privado e ao setor público (Gráfico I.5.3). No caso do setor privado, têm sido observados sinais de maior dinamismo nos salários no período mais recente. Refira-se que o perfil desta variável para 2018 e 2019 está também influenciado pelo aumento do salário mínimo, de 4,1% em 2018, cujos efeitos se dissipam em 2019.⁷ Para 2020-21 projeta-se a continuação da

7. De acordo com as regras do Eurosistema, a possibilidade de um aumento adicional do salário mínimo em 2019 não está incluída no cenário central da projeção, por não se tratar de uma medida especificada com suficiente detalhe. Esta questão é no entanto abordada no capítulo 6, "Incerteza e Riscos".

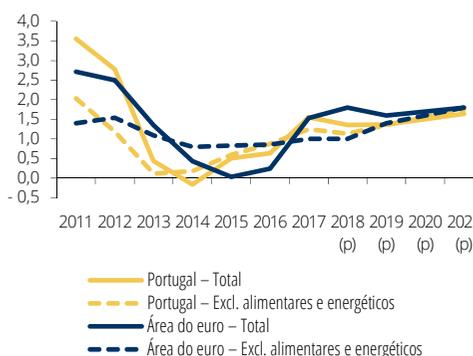
trajetória recente de aceleração nos salários. No caso do setor público, o descongelamento gradual das progressões salariais na administração pública que teve início em 2018 refletir-se-á em aumentos dos salários até 2020. Adicionalmente, em 2020 e 2021 assume-se uma hipótese de atualização salarial na administração pública em linha com as expectativas de evolução de preços. Estas hipóteses implicam uma variação positiva do deflator do consumo público ao longo do horizonte de projeção.

Gráfico I.5.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual, em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal. | Notas: (p) – projetado.

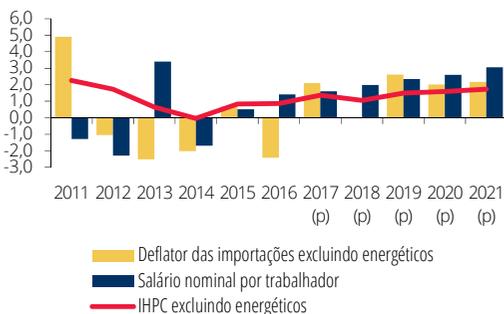
Gráfico I.5.2 • Inflação total e excluindo bens alimentares e energéticos | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: BCE, Eurostat e Banco de Portugal. | Notas: (p) – projetado.

Dado que, em simultâneo com o aumento dos salários, se projeta alguma recuperação da produtividade, o crescimento dos custos unitários do trabalho será relativamente moderado no período de projeção. O excedente bruto de exploração por unidade produzida deverá recuperar no período 2019-21, após as quedas estimadas para 2017 e 2018. Refletindo contributos positivos dos custos unitários de trabalho e das margens de lucro, o deflator do PIB deverá apresentar um perfil ascendente ao longo do horizonte de projeção, com uma aceleração mais pronunciada do que a prevista para o IHPC (Gráfico I.5.4).

Gráfico I.5.3 • Evolução do IHPC excluindo energéticos | Taxa de variação anual, em percentagem



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

Gráfico I.5.4 • 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.

Relativamente às pressões inflacionistas externas, os preços de importação excluindo bens energéticos, após uma variação nula em 2018 – com uma desaceleração explicada em grande medida pela apreciação do euro – deverão acelerar em 2019, atingido em 2020-21 um crescimento próximo de 2%, em linha com as hipóteses relativas à evolução dos preços de exportação dos principais parceiros comerciais de Portugal. Após variações aproximadamente nulas em 2018-19, projetam-se ganhos marginais de termos de troca em 2020-21, em parte refletindo a ligeira queda prevista para o preço do petróleo.

6 Incerteza e riscos

As projeções apresentadas representam o cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses explicitadas no quadro I.2.1. Este cenário central pode ser afetado por um conjunto de riscos e incertezas, quer por via da não materialização dessas hipóteses quer pela possibilidade de ocorrência de acontecimentos que não foram considerados nas projeções. De seguida apresenta-se a análise quantificada dos riscos e da incerteza em torno da projeção apresentada.

⋮ Riscos descendentes para a atividade e ligeiramente ascendentes ⋮ para a inflação

Os principais fatores de risco identificados para a atividade decorrem da possibilidade de um enquadramento internacional menos favorável do que o considerado nas projeções. Esta deterioração do enquadramento internacional, com efeitos negativos no comércio mundial, pode resultar de uma intensificação das políticas protecionistas e de condições financeiras mais restritivas, bem como da possibilidade de agravamento das tensões geopolíticas e da incerteza política a nível global. Ao nível europeu, um ajustamento abrupto nos mercados da dívida soberana na área do euro pode criar tensões nos mercados financeiros, com impacto negativo nas condições de financiamento. Foi ainda considerada a possibilidade de um impacto mais adverso do processo de saída do Reino Unido da União Europeia. A materialização destes riscos origina consequências adversas para as componentes da procura global.

A nível interno, foi identificado um risco ascendente para a inflação decorrente da possibilidade de aumento do salário mínimo em 2019. A inflação também poderá ser condicionada em alta pelo impacto de tarifas comerciais mais elevadas nos preços de importação. Estes riscos em alta podem ser parcialmente compensados pela possibilidade de a posição cíclica da economia ser menos favorável do que o sugerido pelas estimativas disponíveis para o hiato do produto, o que poderá limitar as pressões inflacionistas.

O conjunto de fatores de risco identificados traduz-se na probabilidade de a evolução da procura externa ser mais desfavorável do que a considerada na projeção, principalmente em 2020 (Quadro I.6.1). No que diz respeito à taxa de juro de longo prazo foi identificado risco em alta em 2019. Para o investimento, foram incluídos riscos em baixa em 2019 e 2020, enquanto para o consumo privado se incluiu um ligeiro risco em baixa para 2019, associados a eventuais efeitos negativos nos níveis de confiança e nas condições de financiamento associados aos fatores de risco referidos. Por último, foi incluído um risco em alta para os salários em 2019 com probabilidade de ocorrência de 55%. Para 2021, não está identificado nenhum fator de risco significativo⁸.

8. Para o ano de 2018, dada a proximidade da sua conclusão, não foi considerado nenhum fator de risco específico. No entanto, foi considerada uma margem de incerteza em torno do cenário central, em linha com os valores passados dos erros de projeção.

Quadro I.6.1 • Fatores de risco – probabilidade de uma realização inferior ao considerado na projeção | Em percentagem

	2019	2020	2021
Variáveis de enquadramento			
Procura externa	53	55	51
Taxa de juro de longo prazo	44	46	50
Variáveis endógenas			
Consumo privado	53	50	50
FBCF	57	55	50
IHPC	48	49	50
Salários	45	50	50

Fonte: Banco de Portugal.

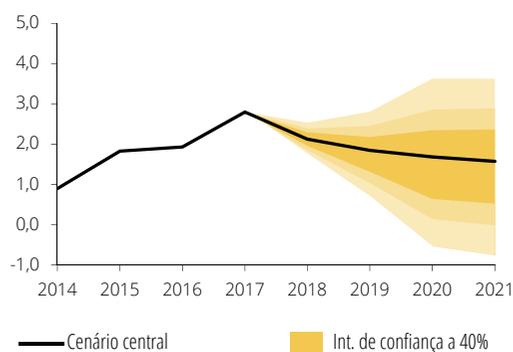
A combinação dos fatores de risco acima referidos implica riscos reduzidos em baixa para o crescimento real do PIB ao longo de todo o horizonte de projeção e ligeiramente em alta para a inflação, em particular em 2019 (Quadro I.6.2, gráficos I.6.1 e I.6.2).

Quadro I.6.2 • Cenário macroeconómico – probabilidade de uma realização inferior à da projeção atual | Em percentagem

	Pesos em 2017	2019	2020	2021
Produto interno bruto				
Consumo privado	65	55	53	51
FBCF	17	60	57	50
Exportações	43	52	56	53
Importações	42	56	58	52
IHPC		44	47	49

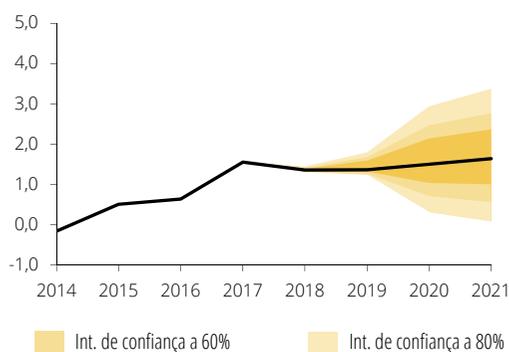
Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico I.6.1 • Produto interno bruto | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Gráfico I.6.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE.

7 Conclusão

Ao longo do horizonte de projeção considerado, a economia portuguesa deverá caracterizar-se por uma progressiva convergência do crescimento para o seu nível potencial.

Durante o período de recuperação iniciado em 2013, a economia portuguesa evidenciou traços que permitem atualmente perspetivar um crescimento mais sustentado da atividade. O investimento privado produtivo cresceu a um ritmo muito superior ao da atividade, mas, simultaneamente potenciou a redução dos níveis de endividamento das empresas não financeiras, desenvolvimentos que se perspetiva se mantenham no horizonte de projeção. O grau de abertura da economia aumentou significativamente, beneficiando do comportamento das exportações, com destaque para o aumento da relevância do turismo (Tema em destaque do presente Boletim). Esta alteração estrutural da economia potenciou a exposição da economia aos desenvolvimentos internacionais, em particular da área do euro. De facto, parte da desaceleração da atividade projetada para Portugal resulta da evolução esperada das exportações, num contexto de maturação do ciclo económico também na área do euro e nas economias avançadas em geral, acompanhada por uma progressiva redução dos estímulos de política monetária. A elevada sincronia cíclica entre Portugal e a área do euro deverá persistir em 2018-21, traduzindo progressos ligeiros do processo de convergência do crescimento *per capita* da economia portuguesa.

Neste quadro, alguns dos principais desafios da economia portuguesa para os próximos anos são também os desafios da área do euro e da União Europeia. O aprofundamento da União Económica e Monetária, em particular de mecanismos que permitam uma coordenação macroeconómica mais eficaz, uma partilha eficiente do risco e maior resiliência a choques desfavoráveis é essencial para garantir a estabilidade macroeconómica e as condições para o crescimento económico no futuro⁹.

A economia portuguesa continua ainda a enfrentar estrangimentos específicos ao crescimento no médio-longo prazo. Apesar dos progressos realizados nos últimos anos ao nível do funcionamento dos mercados e da redução do endividamento dos diversos setores da economia, estes fatores deverão continuar a condicionar a evolução do investimento – e, como tal, do capital enquanto fator de crescimento económico – e da produtividade. O processo de redirecionamento dos recursos para setores mais expostos à concorrência internacional, por natureza mais permeáveis à inovação, deverá prosseguir, potenciando efeitos de composição favoráveis à evolução da produtividade total dos fatores. Finalmente, o envelhecimento da população cria limitações ao contributo do fator trabalho para o crescimento, apesar de a evolução dos fluxos migratórios poder vir a compensar esta dinâmica negativa. Neste quadro, a aposta no capital humano afigura-se essencial para promover o crescimento no longo prazo.

9. Para uma avaliação do processo de integração europeia e dos desafios que ainda persistem, veja-se Amador, J., Valle e Azevedo, J. e Braz, C. "O Aprofundamento da União Económica e Monetária", Banco de Portugal *Occasional Paper 1* | 2018.

Caixa 1 • Fatores de crescimento

O produto potencial de uma economia pode ser definido como o nível de produto correspondente à utilização sustentável dos recursos existentes nessa economia. Não sendo observável, o produto potencial pode ser estimado com base em variáveis observáveis, permitindo avaliar o potencial de crescimento económico e o designado hiato do produto, definido como o diferencial entre o produto observado e o produto potencial.

O gráfico C1.1 apresenta um conjunto de estimativas para o crescimento real do PIB potencial em Portugal. Estas estimativas, embora rodeadas de elevada incerteza, sugerem que as projeções para o crescimento convergem gradualmente para as do PIB potencial ao longo do período de projeção. No período de recuperação recente, o PIB cresceu acima do PIB potencial, permitindo que o hiato do produto se reduzisse para valores próximos de zero, após um período longo em que apresentou valores negativos. Tal sugere um progressivo esgotamento da margem de recursos produtivos não utilizados na economia portuguesa. Ao longo do horizonte de projeção, estima-se que o hiato do produto apresente níveis ligeiramente positivos (Gráfico C1.2).

Gráfico C1.1 • Crescimento do PIB e do produto potencial | Taxa de variação anual, em percentagem

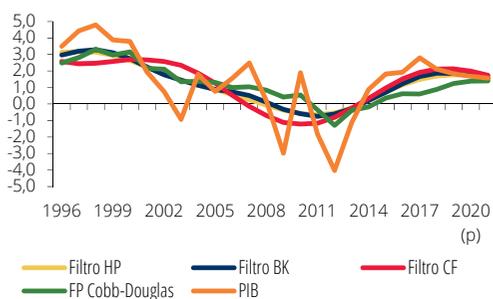
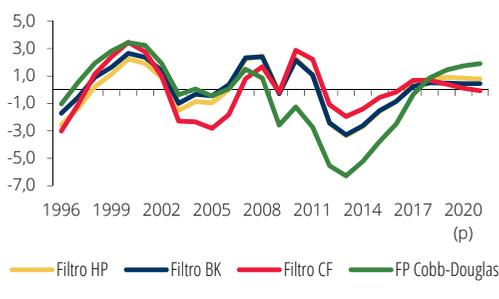


Gráfico C1.2 • Estimativas para o hiato do produto em Portugal | Em percentagem do produto potencial



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: (p) – projetado. O hiato do produto corresponde à diferença entre o PIB e cada uma das quatro estimativas disponíveis para o produto potencial: filtro Hodrick-Prescott (HP), filtro Baxter e King (BK), filtro Christiano e Fitzgerald (CF) e cálculos com base na função de produção Cobb-Douglas (FP CD). Para uma descrição detalhada das medidas do produto potencial ver o Tema em destaque “Produto potencial: desafios e incertezas”, *Boletim Económico*, dezembro de 2017.

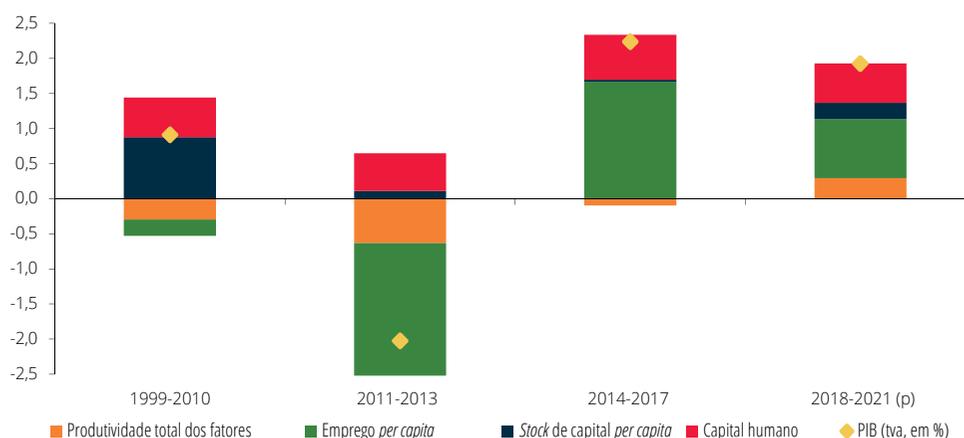
O gráfico C1.3 apresenta uma decomposição do crescimento observado e projetado do PIB *per capita* em Portugal nos contributos dos principais fatores produtivos e da produtividade total dos fatores desde o início da área do euro, baseada num exercício de contabilidade do crescimento que assume uma função de produção agregada de tipo Cobb-Douglas. No período 2018-21, projeta-se a continuação de um contributo positivo do fator trabalho, embora inferior ao observado no período 2014-17, sendo este o principal fator subjacente à desaceleração do PIB. A evolução futura do contributo deste fator está condicionada pela significativa diminuição do grau de subutilização no mercado de trabalho observado nos últimos anos, bem como pelas perspetivas de crescimento muito moderado da população ativa, num contexto de redução e envelhecimento da população total. Ainda assim, as projeções de continuação da redução da taxa de desemprego – embora com um perfil menos acentuado – e de um aumento da taxa de participação nos próximos 3 anos implicam que o fator trabalho continuará a contribuir positivamente para o crescimento do PIB *per capita*. O capital humano deverá também manter um contributo positivo para o crescimento económico,

como vem sendo observado desde o início da área do euro, associado à trajetória crescente das qualificações médias da mão-de-obra (indiretamente medidas pelo gradual aumento dos níveis médios de escolaridade). Ao longo do horizonte de projeção, o contributo médio deste fator para o crescimento deverá ser próximo do observado no período de 2014 a 2017.

No que se refere ao fator capital, antecipa-se um contributo positivo nos próximos anos, mas de magnitude reduzida, após valores aproximadamente nulos no período 2014-17. O contributo positivo do fator capital ao longo do horizonte de projeção resulta da dinâmica recente e projetada para o investimento, em particular para o investimento empresarial, importante fator potenciador do crescimento económico. No passado recente, a evolução e a recomposição do investimento traduziram-se num aumento das taxas de depreciação do *stock* de capital. Deste modo, são atualmente necessários crescimentos mais fortes do investimento para permitir não só a reposição ou substituição do capital depreciado, bem como uma expansão do *stock* de capital.

A produtividade total dos fatores implícita (obtida por resíduo neste exercício face aos contributos estimados dos fatores trabalho e capital) deverá apresentar um contributo positivo relativamente baixo para o crescimento do PIB no horizonte de projeção, após um contributo aproximadamente nulo no período 2014-17. A evolução positiva da produtividade total dos fatores refletirá uma melhoria da afetação dos recursos na economia, associada, nomeadamente à reorientação da produção para atividades mais produtivas e expostas à concorrência internacional, ao processo de desalavancagem financeira em curso e às reformas adotadas ao longo da presente década nos mercados de trabalho e do produto, bem como no sistema judicial.¹⁰

Gráfico C1.3 • Decomposição da variação real do PIB *per capita* | Taxa de variação anual em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fontes: INE, Banco de Portugal e Barro, R.J. e Lee, J.W. (2013). | 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 a 2015) e as projeções disponíveis em <http://www.barrolee.com/>.

10. Para uma discussão sobre a evolução recente da produtividade total dos fatores em Portugal, ver o Tema em destaque "Reafecção de recursos e produtividade total dos fatores em Portugal", *Boletim Económico*, outubro de 2018.

Caixa 2 • As empresas de capital estrangeiro estão melhor posicionadas para investir?

O investimento é um determinante importante do crescimento económico. No curto prazo, o investimento faz parte da procura interna, contribuindo assim para o PIB. No longo prazo, o investimento produtivo (líquido de depreciação) impulsiona o *stock* de capital e contribui para determinar o produto potencial da economia. Atualmente, a economia portuguesa é caracterizada por uma poupança interna relativamente baixa e permanece a necessidade de reduzir os seus níveis de endividamento. Neste contexto, a dinâmica do investimento depende em maior grau do comportamento das empresas de capital estrangeiro. Esta caixa visa analisar o papel das empresas estrangeiras como fonte de investimento na economia portuguesa.

A análise baseia-se em dados do Investment Survey (EIBIS) do Banco Europeu de Investimento (BEI) e compara as decisões de investimento e as restrições de financiamento das empresas portuguesas e das da UE28, desagregadas entre empresas de capital nacional e estrangeiro. O EIBIS é um inquérito anual único à escala da UE28, cobrindo 12 300 empresas e que recolhe dados sobre as suas características e desempenho, investimento passado e planos futuros, fontes e problemas de financiamento, bem como outros desafios enfrentados pelas empresas. O inquérito utiliza uma metodologia de amostragem estratificada, sendo por isso representativo em todos os 28 Estados-Membros, bem como em termos de classes de dimensão empresarial (de micro a grande) e em termos de principais setores (indústria transformadora, construção, serviços e infraestruturas). O inquérito é concebido para permitir a construção de um painel de observações que suporte a análise de séries temporais, e que possa também ser complementado com informação de balanço e de rentabilidade. Para Portugal, o inquérito abrangeu um total de 480, 525 e 535 sociedades não financeiras em 2016, 2017 e 2018, respetivamente. Os resultados apresentados nesta caixa baseiam-se exclusivamente no IEBIS e não coincidem necessariamente com os de outras fontes estatísticas.

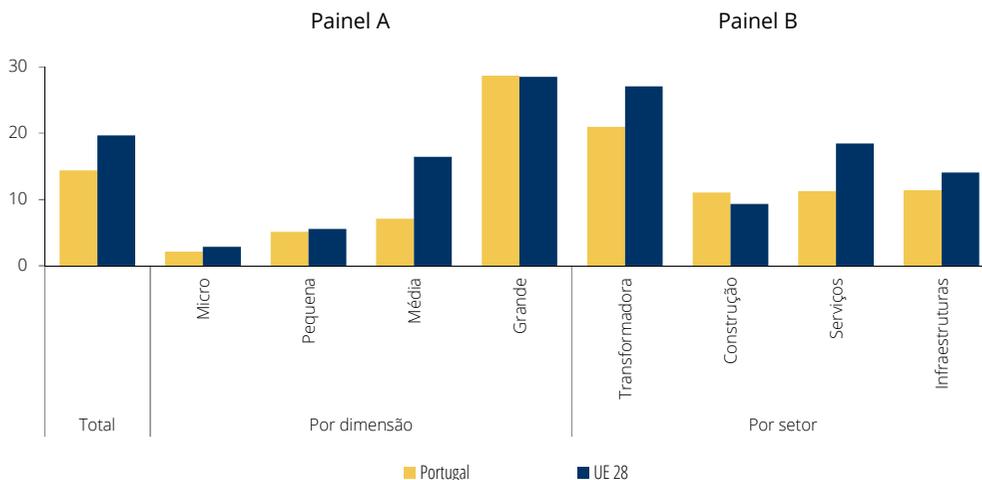
O painel A do gráfico C2.1 apresenta a percentagem de empresas estrangeiras (definidas como aquelas cujo capital estrangeiro representa mais de 50 % do capital próprio) em Portugal e na UE28, decompondo em classes de dimensão e setores. A percentagem de empresas estrangeiras é menor em Portugal do que na média da UE28 (14% e 20%, respetivamente). A comparação em termos de classes de dimensão sinaliza uma menor prevalência de capital estrangeiro nas médias empresas, que constituem uma parcela importante da estrutura produtiva, especialmente em Portugal. No que diz respeito à distribuição entre setores (painel B do gráfico C2.1), a indústria transformadora apresenta a maior percentagem de empresas estrangeiras em Portugal e na UE28 (21% e 27%, respetivamente). Adicionalmente, a prevalência de empresas estrangeiras em Portugal é superior à da UE28 apenas no setor da construção.

Embora as empresas nacionais e estrangeiras difiram em várias dimensões, ambas enfrentam o mesmo ambiente de negócios no país onde operam. Por isso, é relevante comparar a sua avaliação sobre os obstáculos ao investimento. Começamos por comparar a avaliação dos diferentes tipos de obstáculos de longo prazo ao investimento em Portugal e na UE, medida como a percentagem de empresas que sinalizam cada um deles. O gráfico C2.2 sugere que, em Portugal, os obstáculos ao investimento são considerados mais fortes do que na UE28 na maioria dos casos, embora assumam menor relevância em termos de infraestruturas de transportes e digitais, disponibilidade de pessoal qualificado e procura. Não se observam diferenças consideráveis quando a análise é realizada em termos de setores ou dimensão de empresas.

Se nos concentrarmos em Portugal e compararmos os principais obstáculos reportados por empresas nacionais e estrangeiras (Gráfico C2.2, painel B), observam-se diferenças importantes. Na maioria das dimensões, as empresas estrangeiras que operam em Portugal relatam menores obstáculos do que as empresas nacionais. Essa diferença é especialmente relevante em termos de “incerteza sobre

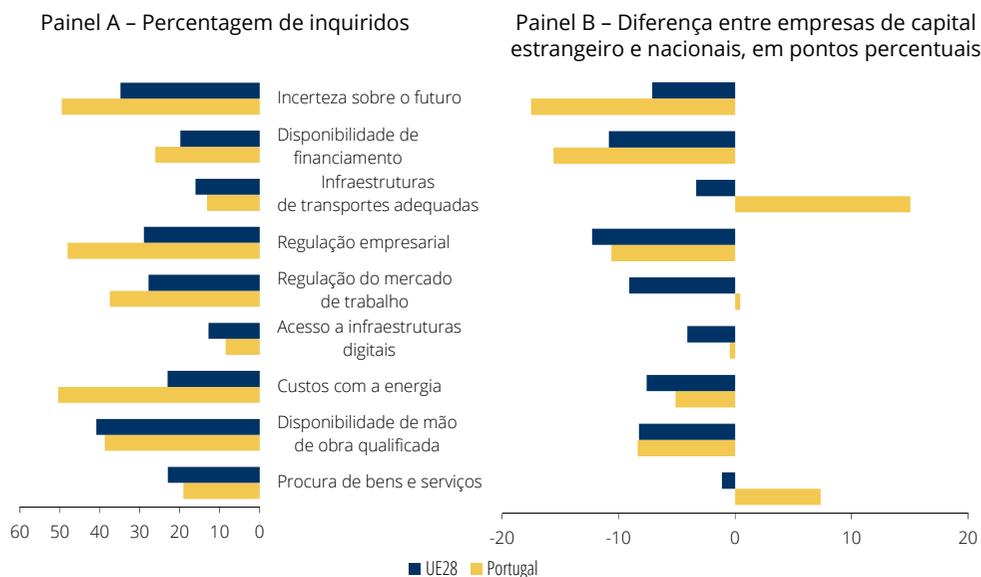
o futuro” e “disponibilidade de financiamento”. Nesta última dimensão, a parcela de empresas estrangeiras que reportam um obstáculo importante é 16 pp menor do que nas empresas nacionais.

Gráfico C2.1 • Empresas estrangeiras em Portugal e na UE: repartição em cada classe de dimensão (painel A, em percentagem) e em cada setor (painel B, em percentagem)



Fontes: EIBIS16, 17 e 18 e ORBIS.

Gráfico C2.2 • Principais obstáculos de longo prazo ao investimento em Portugal e na UE28: nível e diferença entre empresas de capital estrangeiro e nacionais



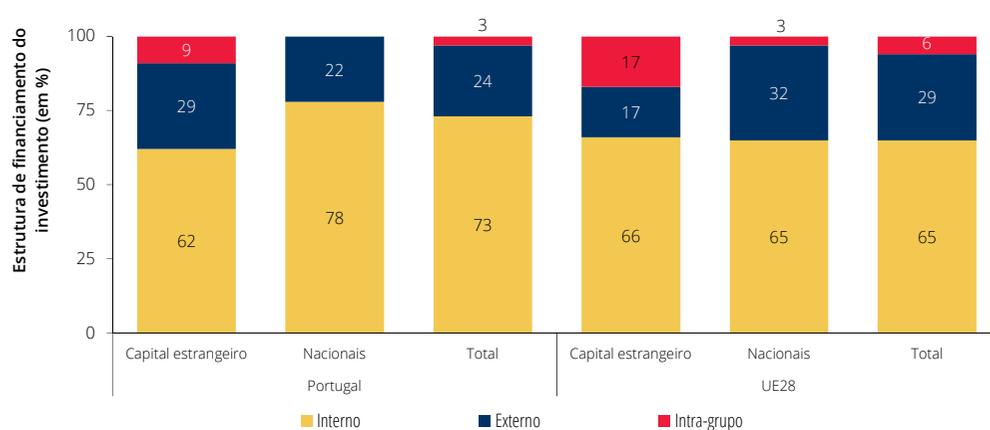
Fontes: EIBIS16, 17 e 18 e ORBIS.

A disponibilidade de financiamento relaciona-se com a estrutura de financiamento das empresas para fins de investimento¹¹. De acordo com os resultados do EIBIS, em Portugal esta estrutura difere substancialmente entre empresas nacionais e estrangeiras. Como esperado, as empresas de capital

11. Para uma análise mais detalhada das empresas integradas em grupos a operar em Portugal, veja-se “Análise das empresas integradas em grupos”, Banco de Portugal, *Estudos da Central de Balanços* n.º 32, Maio de 2018.

estrangeiro apresentam uma maior parcela de financiamento intragrupo do que as empresas nacionais. Em Portugal, o financiamento intragrupo representa 9% do investimento das empresas estrangeiras, enquanto para as empresas nacionais esta opção não é relevante (Gráfico C2.3). As proporções para a UE28 são de 17% e 3%, respetivamente. Além disso, em Portugal, a proporção de financiamento externo nas empresas estrangeiras é maior do que nas empresas nacionais. Este resultado não é explicado pelo menor investimento interno das empresas estrangeiras que operam em Portugal (uma vez que na UE28 a parcela é semelhante), mas principalmente pela grande proporção de financiamento interno nas empresas nacionais. Esta percentagem é de 78%, o que compara com 65% na média da UE28, podendo resultar do esforço desalavancagem em curso nas empresas portuguesas.

Gráfico C2.3 • Estrutura de financiamento do investimento



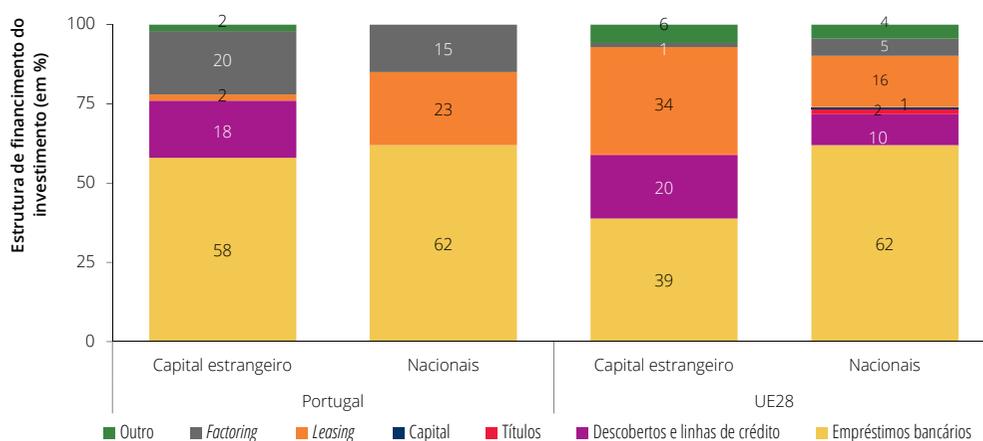
Fontes: EIBIS16, 17 e 18 e ORBIS.

Quando se analisa a estrutura do financiamento externo destinado ao investimento, é interessante notar que, em Portugal, as empresas estrangeiras fazem ligeiramente menor uso de empréstimos bancários do que as empresas nacionais. Essas empresas têm um importante componente de descobertos e linhas de crédito (18%), o que é compensado pela maior componente de *leasing* nas empresas nacionais (Gráfico C2.4). Esta situação aponta para a possibilidade de uma maior diversificação das fontes de financiamento das empresas portuguesas, incluindo em termos de capital próprio, por exemplo através do desenvolvimento de mercados de capitais dirigidos a empresas de menor dimensão. No entanto, no período considerado, o financiamento por capital próprio não foi uma parte relevante do financiamento externo para as empresas de capital estrangeiro em Portugal ou na UE28.

As diferenças na estrutura do financiamento do investimento tendem a estar relacionadas com as diferenças nas restrições de financiamento, tal como percecionadas pelas empresas, para efeitos de decisões de investimento. O gráfico C2.5 mostra que, de acordo com os resultados do EIBIS, em Portugal, em 2016, 2017 e 2018, a proporção de empresas nacionais com restrições de financiamento foi superior à das empresas estrangeiras (respetivamente 13, 12 e 6 pp). No entanto, vale a pena notar que a proporção de empresas com restrições de financiamento tem diminuído significativamente para as empresas domésticas e estrangeiras ao longo do período, e muito fortemente em 2018. Esta redução espelha a melhoria nas condições de financiamento das empresas portuguesas nos últimos três anos. Na verdade, em 2018, a percentagem de empresas com restrições financeiras

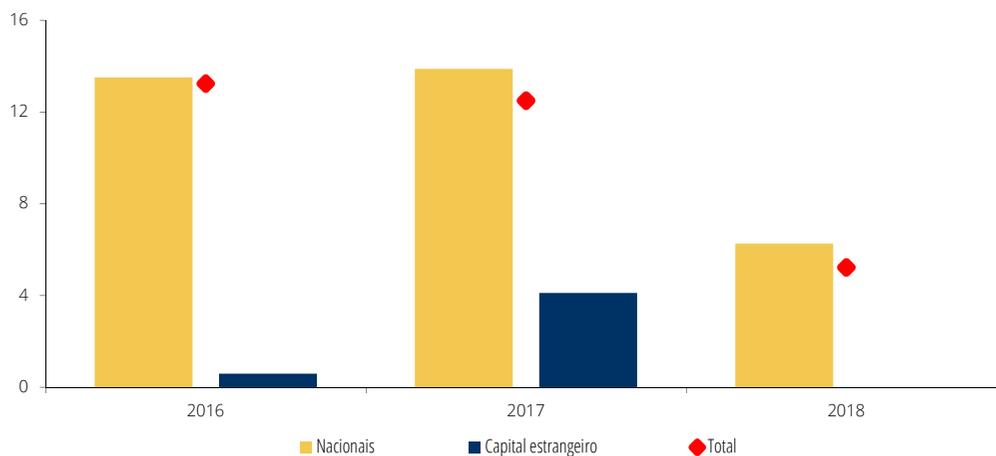
em Portugal é quase idêntica à da UE, situando-se em cerca de 5%. Nos dois anos anteriores, esta diferença foi substancialmente maior, com uma proporção de empresas portuguesas com restrições de financiamento de 13% em 2016 e 2017. No mesmo período, a proporção de empresas com restrições de financiamento na UE28 foi de 6% em 2016 e 7% em 2017.

Gráfico C2.4 • Estrutura de financiamento externo para fins de investimento



Fontes: EIBIS16, 17 e 18 e ORBIS.

Gráfico C2.5 • Percentagem de empresas portuguesas com restrições financeiras



Fontes: EIBIS16, 17 e 18 e ORBIS.

Como inicialmente referido, o investimento é um importante determinante do crescimento económico, tanto numa perspetiva cíclica como a longo prazo, condicionando o produto potencial da economia portuguesa. Os resultados do inquérito EIBIS mostram que as empresas de capital estrangeiro estão melhor posicionadas para investir do que as empresas portuguesas. Por conseguinte, a promoção de condições para atrair o IDE e a diversificação das fontes de financiamento externo para as empresas nacionais contribuiria para melhorar as perspetivas de investimento na economia portuguesa.