

Projeções para a economia portuguesa: 2017-2019

1. Introdução

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

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

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

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

Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

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

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

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

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

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

2. Informação recente

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

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

Forte aceleração da atividade económica no primeiro trimestre de 2017

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

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

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

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

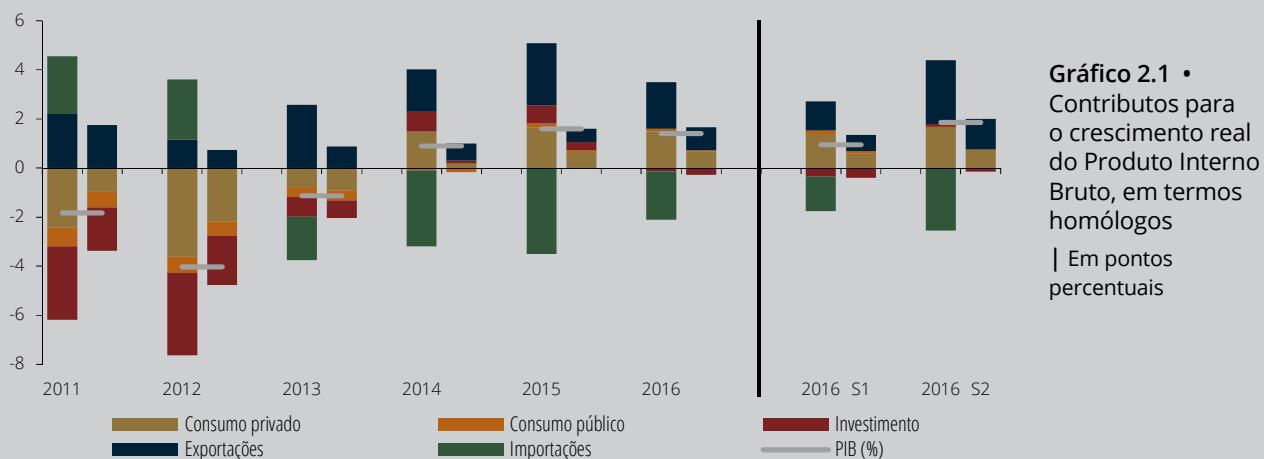


Gráfico 2.2 • Produto interno bruto, em termos reais
| Taxas de variação, em percentagem

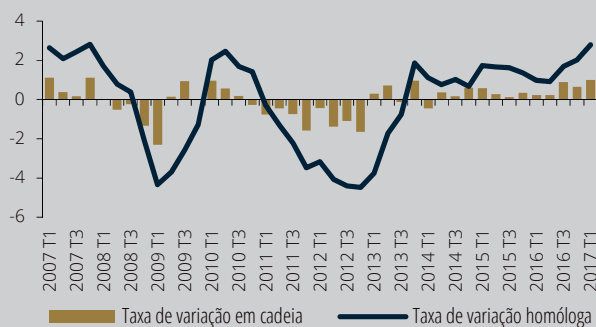
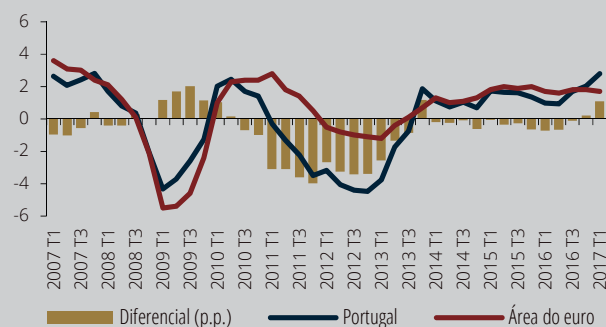


Gráfico 2.3 • Produto interno bruto em Portugal e na área do euro, em termos reais | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Abrandamento do consumo privado e maior dinamismo da FBCF

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

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

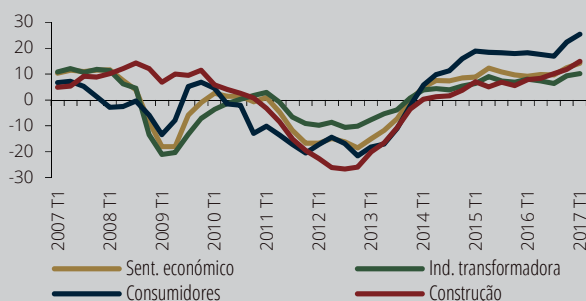
stock de bens de consumo duradouro em Portugal”).

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

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

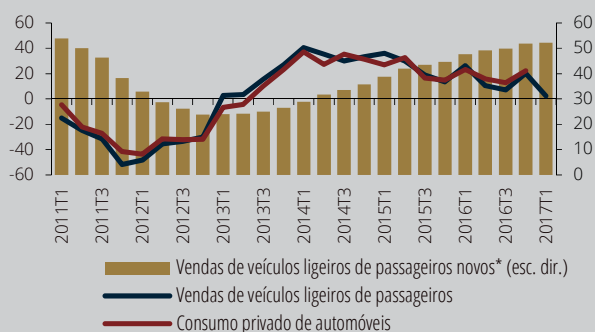
O crescimento da FBCF em construção no primeiro trimestre de 2017 está em linha com o forte aumento das vendas de cimento do mercado nacional, associado em parte ao aumento da atividade de recuperação de edifícios, num contexto de condições meteorológicas mais favoráveis

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



Fonte: Comissão Europeia.

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



Fontes: ACAP, INE e Banco de Portugal.

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

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

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

... Aceleração forte ... das exportações

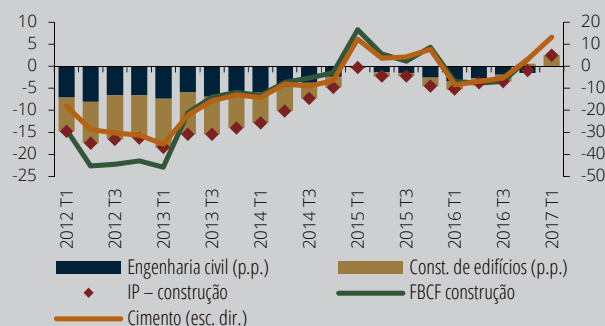
No primeiro trimestre de 2017, as exportações em volume registaram um aumento significativo, em termos homólogos, superior ao do trimestre anterior e ao estimado para a procura

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

A informação dos indicadores de curto prazo para o comércio internacional, disponível apenas em termos nominais, permite uma análise mais desagregada da evolução das exportações. No entanto, é importante ter em consideração que estas séries refletem, em parte, efeitos de calendário, cujo impacto no primeiro trimestre é positivo². Note-se também que o deflator das exportações de bens e serviços no primeiro trimestre deverá ter apresentado um aumento em termos homólogos, em contraste com as quedas observadas desde 2013.

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

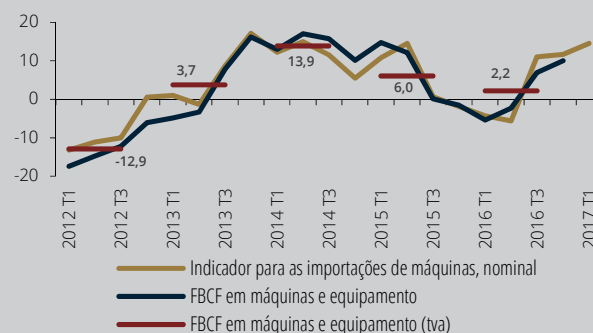
Gráfico 2.6 • FBCF em construção, em termos reais
| Taxas de variação homóloga, em percentagem



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

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

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

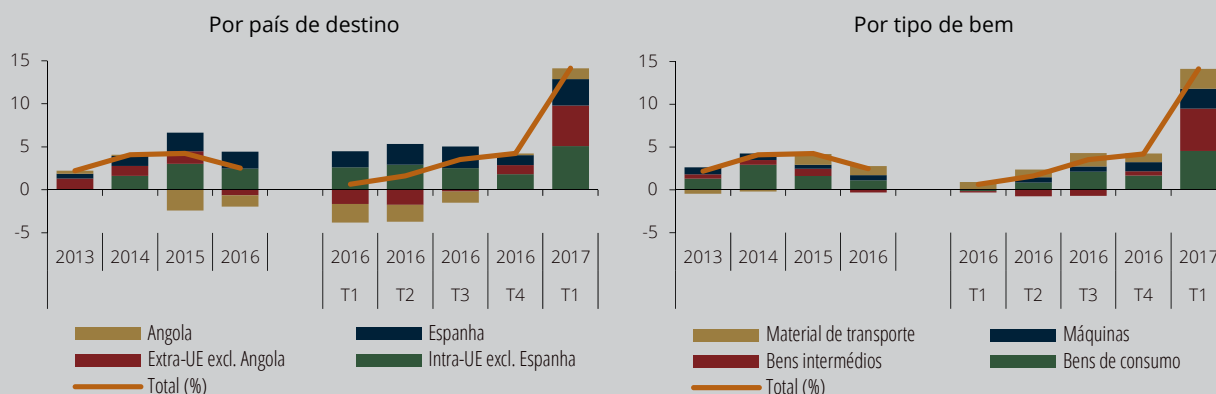
e turismo manteve um elevado dinamismo, registando apenas um ligeiro abrandamento, em termos homólogos, face ao quarto trimestre de 2016 (Gráfico 2.9).

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

Mercado de trabalho mantém evolução favorável

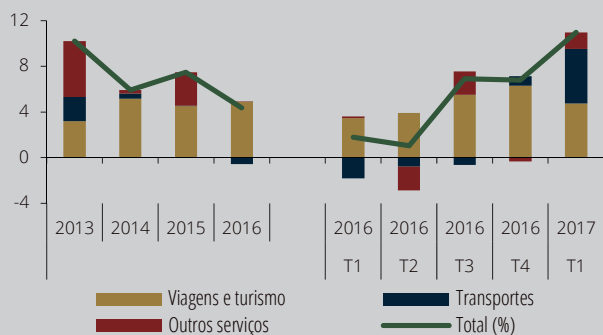
No que diz respeito à evolução do mercado de trabalho, a informação mensal divulgada para o primeiro trimestre de 2017 aponta para um forte aumento do emprego (3,3 por cento em termos homólogos), refletindo evoluções positivas do emprego por conta própria e por conta de outrem, e para uma redução da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

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



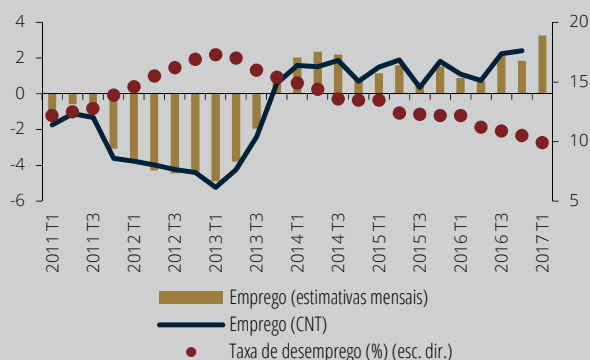
Fonte: INE.

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



Fonte: Banco de Portugal.

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



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

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

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

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

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

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

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

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

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

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

Quadro 1 • Hipóteses do exercício de projeção

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

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

Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação do euro. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. A hipótese técnica para o preço do petróleo assenta nos mercados de futuros. A evolução da taxa EURIBOR a três meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior. A hipótese para a taxa de juro de longo prazo da dívida pública portuguesa baseia-se numa estimativa da taxa implícita, que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões.

3. Procura, oferta e contas externas

Recuperação da atividade económica

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

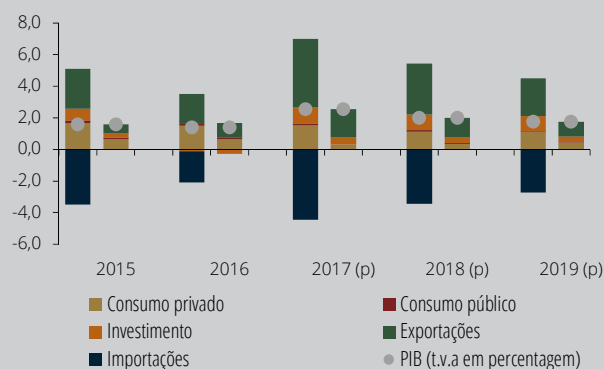
Em termos de contributos líquidos de importações (isto é, deduzindo a cada componente uma estimativa das importações a ela associada), o crescimento da atividade económica ao longo do horizonte de projeção deverá refletir um contributo das exportações superior ao contributo da procura interna (Gráfico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

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

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

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

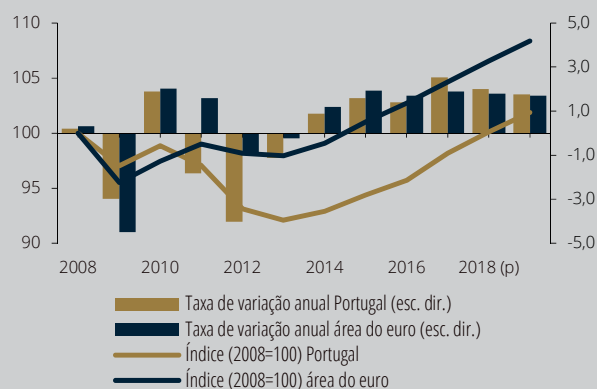
Gráfico 3.1 • Contributos brutos e líquidos para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

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



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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

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

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

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

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

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

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

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

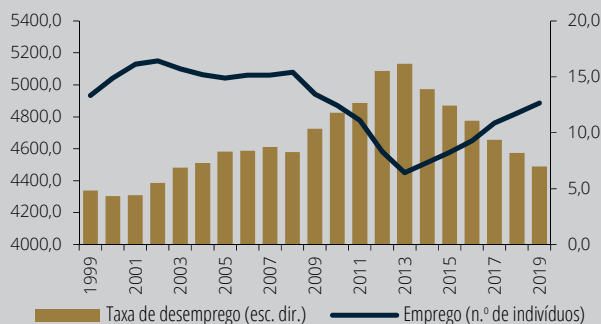
No que se refere à evolução das componentes da procura interna, o consumo privado deverá

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

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

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

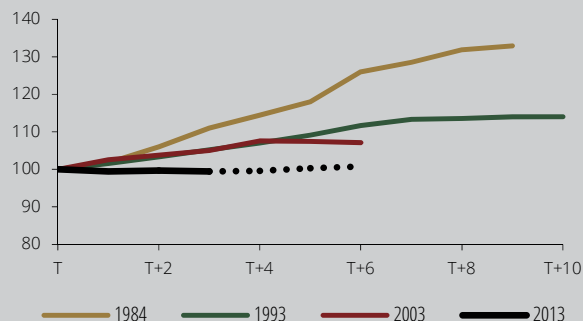
Gráfico 3.3 • Emprego e desemprego | Em milhares de indivíduos e em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

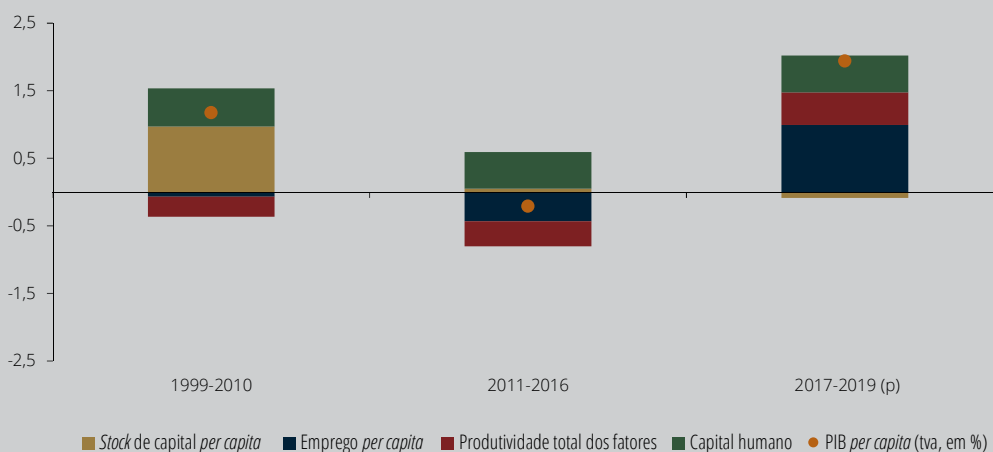


Gráfico 3.5 • Decomposição da variação do PIB per capita | Contributos em pontos percentuais

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

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

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

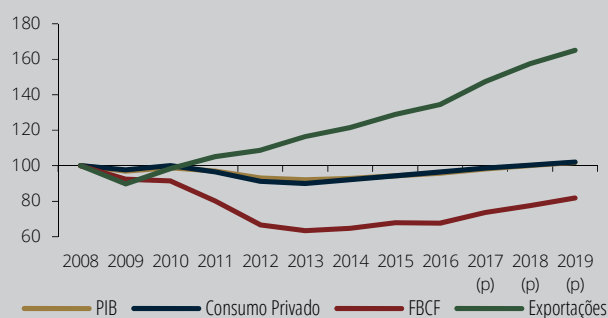
Em 2018 e 2019, o consumo privado deverá desacelerar para 1,7 por cento, refletindo a evolução do rendimento disponível real das famílias, num quadro de crescimento anual do emprego de 1,3 por cento e de aumentos dos salários reais limitados por ganhos reduzidos da produtividade. A desaceleração projetada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

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

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

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

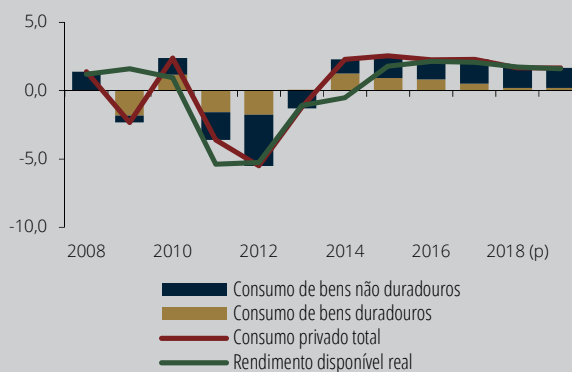
Gráfico 3.6 • Evolução da composição do PIB
| Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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

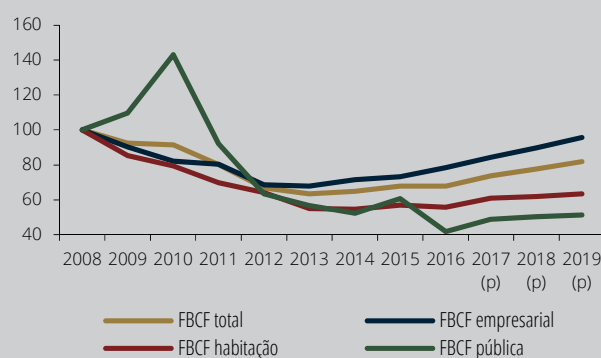
No que diz respeito à FBCF residencial, projeta-se um crescimento de 9,2 por cento em 2017, refletindo, em larga medida, o perfil intra-anual de 2016, caracterizado por uma forte aceleração no último trimestre. A forte recuperação projetada para a FBCF residencial em 2017 está ainda associada a um conjunto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

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

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

Aceleração das exportações,
num quadro de melhoria
do enquadramento internacional

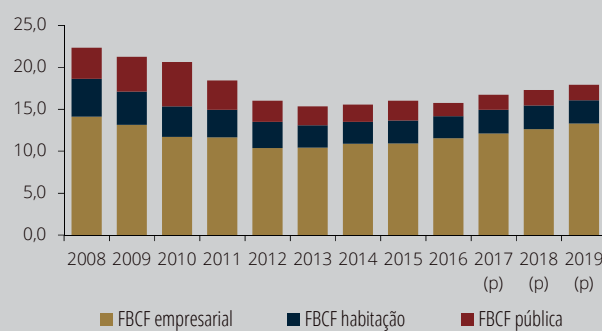
Gráfico 3.8 • FBCF por setor institucional | Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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

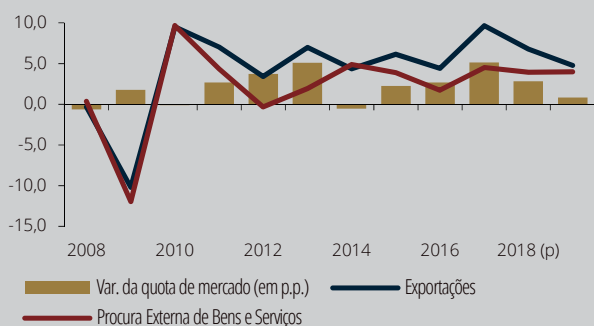
capacidade produtiva de uma unidade industrial do setor automóvel.

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

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

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

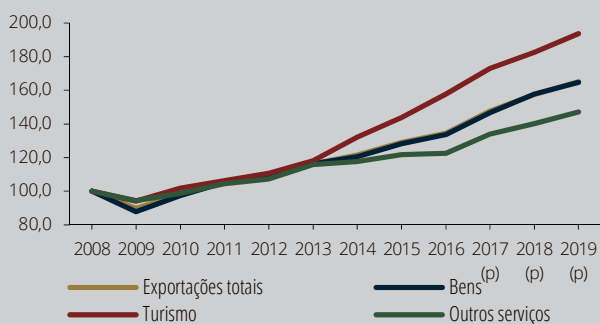
Gráfico 3.10 • Exportação de bens e serviços e procura externa | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

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

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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

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

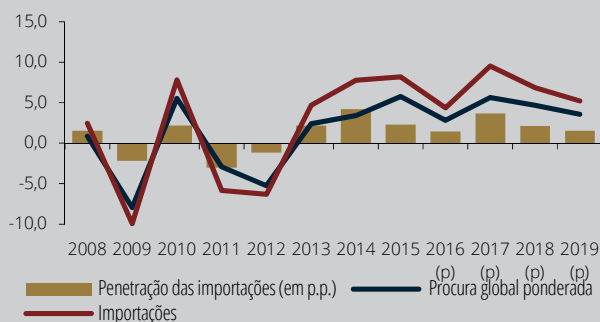
Importa referir que o desempenho positivo das exportações nos anos mais recentes assume uma natureza estrutural, assente numa reestruturação empresarial que se iniciou antes da crise financeira internacional. Este dinamismo das exportações não assentou em ganhos de competitividade por via dos preços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

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

Manutenção de capacidade de financiamento ao longo do horizonte de projeção

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

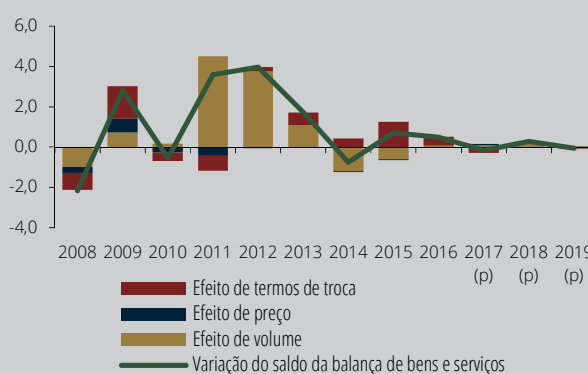
Gráfico 3.12 • Importações e procura global ponderada | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

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

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

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

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

4. Preços e salários

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

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

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

Relativa estabilização da inflação ao longo do horizonte de projeção

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

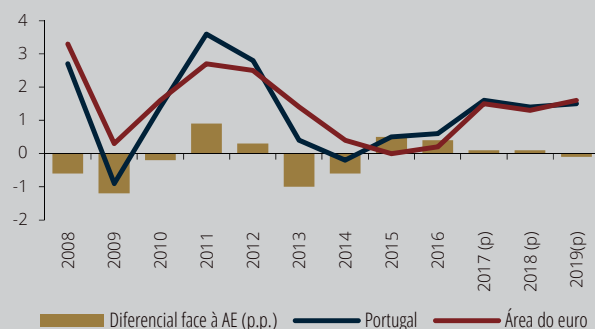
Num contexto de recuperação da atividade económica a nível interno e externo, de aumentos graduais dos salários nominais por trabalhador e de manutenção da política monetária acomodatória por parte do BCE, a inflação excluindo energéticos deverá aumentar em 2017 (1,4 por cento, após 0,9 por cento em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

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

Deflator do PIB com um crescimento relativamente constante

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

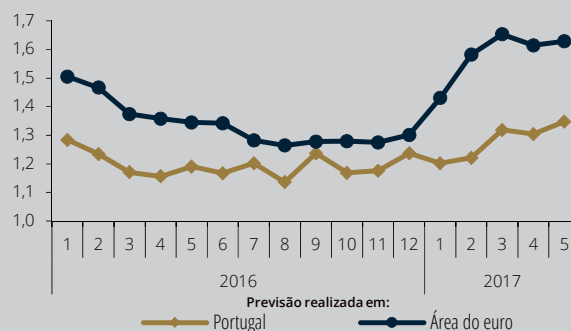
Gráfico 4.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: BCE, Eurostat e Banco de Portugal.

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

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



Fonte: Consensus Economics.

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

5. Incerteza e riscos

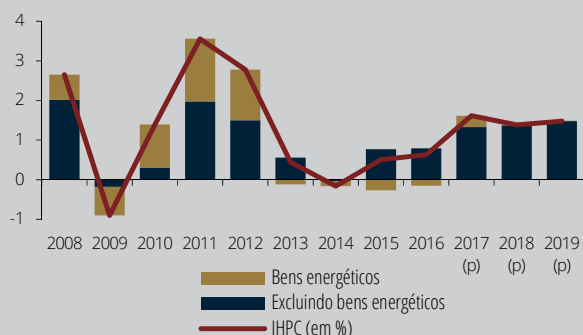
As projeções apresentadas representam o cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses incluídas na “Caixa 1: Hipóteses do exercício de projeção”. A não materialização destas hipóteses, bem como a possibilidade de ocorrência de acontecimentos que, pela sua natureza idiossincrática, não foram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

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

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

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

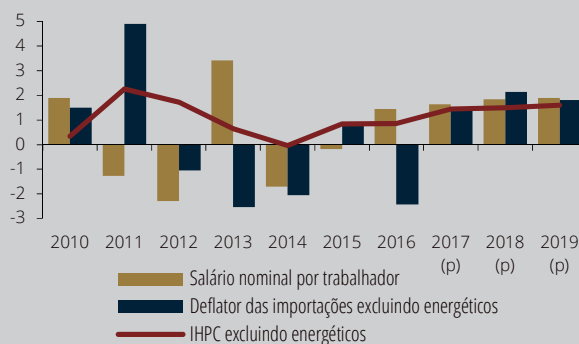
Gráfico 4.3 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual, em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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

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

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

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

Fonte: Banco de Portugal.

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

	Pesos	2017	2018	2019
Produto interno bruto	100	48	56	56
Consumo privado	66	48	51	53
FBCF	15	43	51	54
Exportações	40	49	54	55
Importações	39	46	53	55
IHPC		52	53	53

Fonte: Banco de Portugal.

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

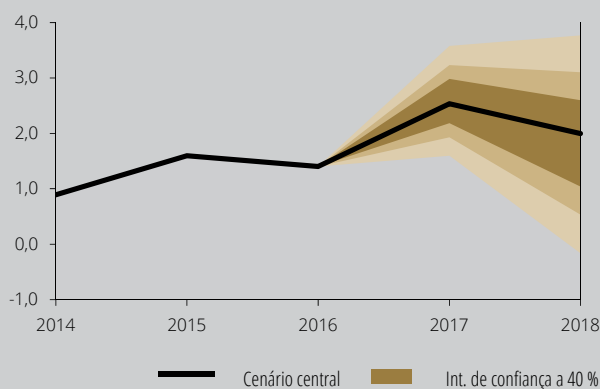
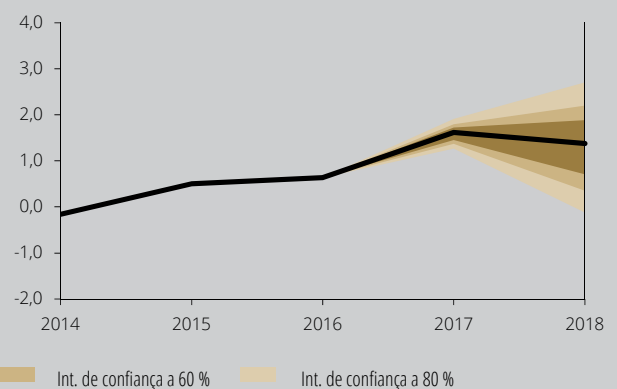


Gráfico 5.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Taxa de variação, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

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

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

6. Conclusões

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

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

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

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

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

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

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

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

onde:

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

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

Nesta análise, utilizou-se o método do inventário permanente³, de acordo com o qual o *stock* de bens duradouros líquido de depreciação pode ser descrito como:

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

onde:

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

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

δ_j é a taxa de depreciação j períodos após a aquisição do bem.

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

Em relação à vida média dos bens duradouros, consideraram-se hipóteses utilizadas por vários organismos internacionais. Em particular, com base na informação do BEA⁴ definiu-se uma vida útil média para os bens duradouros não automóveis de 10 anos, à exceção dos computadores, para os quais se assumiu uma vida útil média de 5 anos⁵. Em resultado destas hipóteses, obteve-se uma vida útil média para os bens não duradouros não automóveis de 7 anos. Para a componente automóvel assumiu-se uma vida útil média de 10 anos⁶, embora exista evidência de algum aumento da idade média dos veículos desde a crise financeira⁷.

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

Os resultados do exercício são apresentados nos gráficos 1 e 2, que incluem o *stock* correspondente à hipótese central de vida útil média, bem como o máximo e mínimo do *stock* calculado com o conjunto de hipóteses alternativas consideradas. Os fluxos de consumo considerados são os subjacentes às Contas Nacionais⁸. No caso dos automóveis, observa-se uma redução do *stock* desde 2002, particularmente marcada entre 2012 e 2015. Em 2016, de acordo com as estimativas deste exercício, o *stock* de automóveis encontra-se cerca de 40 por cento abaixo do nível máximo no período considerado. As atuais projeções implicam uma trajetória de recuperação nos próximos anos, mas para níveis ainda marcadamente abaixo dos do início da década anterior. O mínimo do intervalo gerado pelo conjunto de hipóteses consideradas para a vida útil média coincide com a hipótese central de 10 anos no final do horizonte de projeção. Tal resulta da dinâmica muito acentuada de recuperação das vendas de automóveis no período mais recente. Esta implica que, para *stocks* calculados com base numa vida útil mais reduzida, o impacto dos fluxos mais baixos observados durante a crise desaparece mais rapidamente e os fluxos mais recentes assumem um peso no *stock* relativamente maior que na hipótese central.

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

Gráfico 1 • Stock de automóveis
| Índice 2001=100

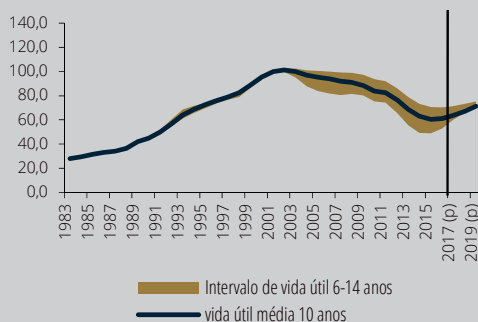
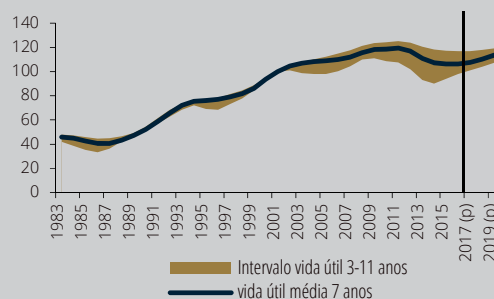


Gráfico 2 • Stock de bens duradouros excluindo automóveis
| Índice 2001=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

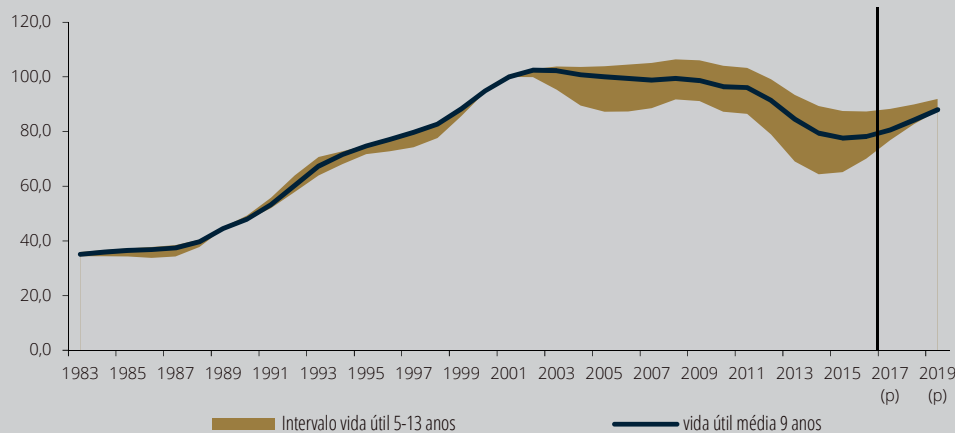
do que a observada nos automóveis. No final do horizonte de projeção, estima-se que o nível do *stock* de automóveis (para a vida útil média de 10 anos) deva situar-se próximo do observado em 2012, mas ainda significativamente abaixo do nível de 2008. No caso dos bens duradouros não automóveis, pelo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

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

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

Neste âmbito, é igualmente importante aferir qual será o nível de equilíbrio para o *stock* de bens duradouros no futuro. Esta é uma questão de difícil resposta – e que não se aborda nesta caixa – dado que este nível de equilíbrio varia no tempo e é condicionado por fatores estruturais, como a necessidade de desalavancagem das famílias, a tendência de redução da população e da natalidade¹⁰ e fatores cíclicos que podem condicionar a evolução do *stock* no curto e médio prazos. De entre estes, refira-se a evolução das expectativas quanto ao rendimento permanente, as condições de financiamento e os preços relativos dos bens duradouros. Esta incerteza reforça a importância de monitorização contínua da evolução do consumo de bens duradouros, numa perspetiva conjunta de fluxos e de *stocks*.

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

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

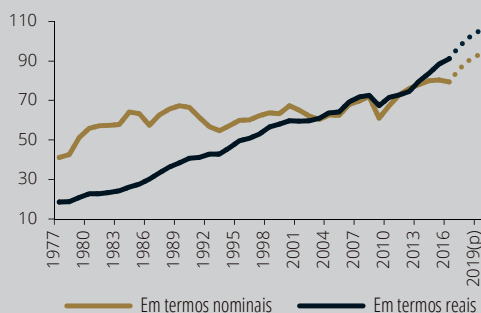
O grau de abertura é um indicador que mede a intensidade das ligações comerciais de um país com o exterior, sendo calculado como a soma das exportações e importações em percentagem do PIB. Desde 2009, o grau de abertura da economia portuguesa tem apresentado um perfil marcadamente ascendente, prevendo-se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

Portugal registou progressos substanciais na sua participação no comércio mundial desde meados dos anos 70, registrando-se um aumento do grau de abertura da economia portuguesa (medido em termos nominais) de cerca de 40 por cento em 1977 para quase 80 por cento em 2016¹¹. A evolução do indicador ao longo deste período reflete as transformações estruturais e a evolução macroeconómica em Portugal, bem como as alterações substanciais no contexto internacional. Em particular, refira-se a liberalização progressiva do comércio internacional português (constituindo a adesão à CEE em 1986 um marco assinalável), a redução dos custos de transporte e comunicação, uma maior variedade de bens e serviços transacionáveis procurados pelos consumidores e um papel crescente da participação nas cadeias de valor globais¹². O gráfico 1 ilustra também o acentuar da tendência de crescimento no período pós-crise financeira internacional.

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

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

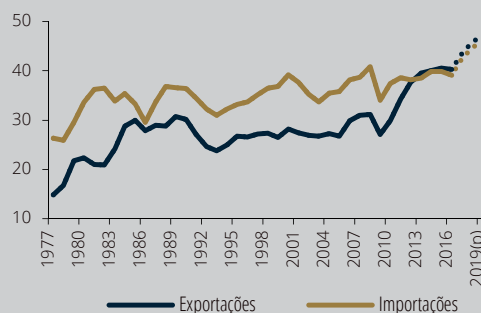
Gráfico 1 • Grau de abertura da economia portuguesa | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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



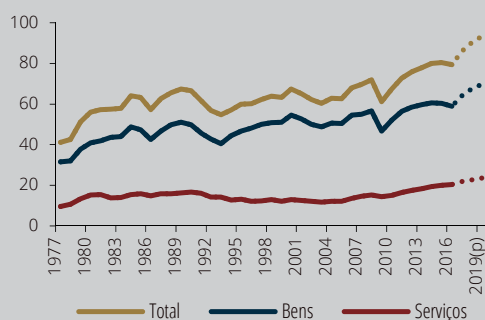
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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

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

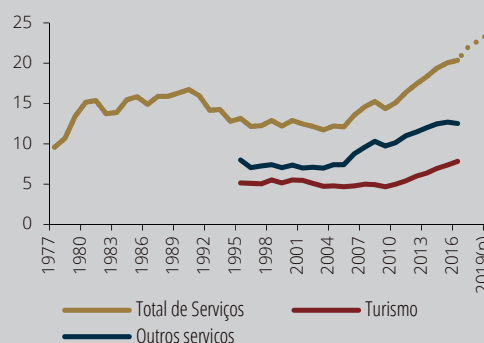
Gráfico 3 • Decomposição do grau de abertura entre bens e serviços, em termos nominais | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

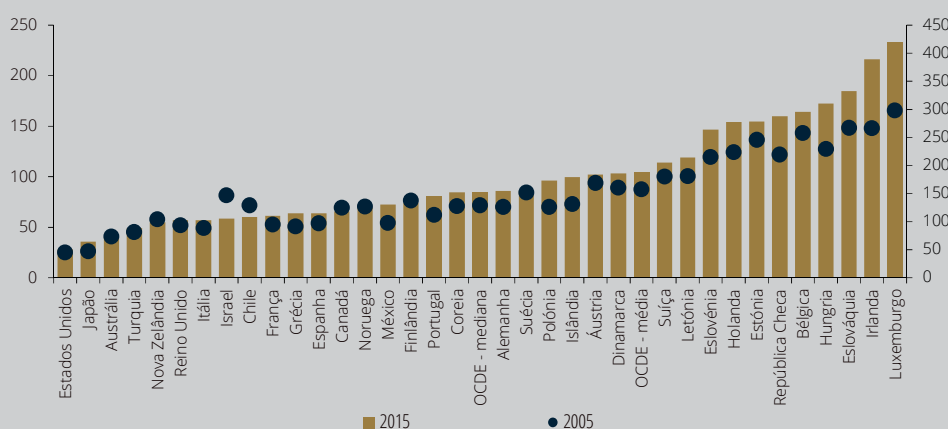
Gráfico 4 • Grau de abertura no comércio de serviços, em termos nominais | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

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



Fontes: OCDE e Banco de Portugal.

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

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

Nesta análise comparativa, é importante ter em conta que existem características e fatores que determinam, *a priori*, uma maior ou menor propensão para a integração comercial dos países. Com efeito, o conjunto de países com maior e menor grau de abertura é relativamente constante ao longo do tempo. A literatura sugere que o grau de abertura de um país é influenciado *inter alia* pelo grau de liberalização da política comercial (determinado pela existência de entraves às trocas comerciais, incluindo tarifas e barreiras legais), pela sua dimensão (medida pela população e/ou área total) e pela sua localização económica (i.e. pelo afastamento geográfico face a economias com peso na economia mundial). Em geral, os países de maior dimensão, geograficamente mais remotos ou com políticas comerciais mais restritivas tendem a ser mais fechados. Vários autores referem ainda uma relação positiva entre o nível de desenvolvimento económico (tipicamente medido pelo PIB *per capita*) e o grau de abertura¹³.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Os resultados das estimações revelam que os fatores considerados explicam uma proporção substancial da variação do grau de abertura entre economias e os respetivos coeficientes estimados apresentam, em geral, o sinal esperado. Com efeito, considerando os resultados para ambas as regressões, os coeficientes associados à área geográfica, população e localização económica são negativos e o coeficiente para o grau de liberalização da política comercial é positivo (Quadro 2). Os coeficientes destas variáveis são também estatisticamente significativos. Relativamente ao PIB *per capita*, o seu coeficiente não é estatisticamente significativo na regressão que usa a amostra dos 120 países, apresentando o sinal contrário ao esperado na regressão com a amostra menor¹⁷. Refira-se que os coeficientes das *dummies* temporais (não apresentados no quadro 2) são estatisticamente significativos para os períodos mais recentes e crescentes ao longo do tempo, o que é consistente com a trajetória de aumento da abertura comercial observada na generalidade das economias. É provável que estas *dummies* possam estar a capturar o impacto de variáveis importantes omitidas, em particular do crescimento das cadeias de valor globais. De acordo com uma análise de decomposição, os indicadores que surgem como mais relevantes para explicar as diferenças no grau de abertura são os relativos à localização económica e à população.

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

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

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

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

Caixa 4 | Perspetivas orçamentais a médio prazo

O Governo apresentou no final de abril a atualização do Programa de Estabilidade para o período de 2017 a 2021 (PE 2017-21), mantendo as linhas principais da estratégia orçamental traçada em documentos anteriores. No que respeita a 2017, este documento reviu ligeiramente em baixa o objetivo oficial para o défice orçamental, de 1,6 para 1,5 por cento do PIB. Note-se que a estratégia orçamental para este ano definida no Orçamento do Estado para 2017 (OE 2017) não foi alterada, podendo a ligeira revisão do objetivo ser explicada pelos efeitos de uma melhor execução orçamental em 2016 em relação ao anteriormente previsto¹⁸.

Tendo em consideração a estimativa mais recente para 2017, o Governo antecipa uma redução do défice orçamental em 0,5 p.p. do PIB, num contexto em que o efeito associado às medidas temporárias de 2016¹⁹ (0,3 p.p.) é compensado pelo impacto positivo da aceleração prevista para a atividade económica (-0,3 p.p.). Excluindo ainda a receita associada à recuperação da garantia concedida pelo Estado e executada aquando da resolução do Banco Privado Português (0,2 por cento do PIB), classificada como medida temporária, a variação do saldo estrutural perspetivada para 2017 no PE 2017-21 é de 0,3 p.p. do PIB (Gráfico 1). Esta variação é semelhante à recalculada pela Comissão com base no OE 2017, mas inferior ao valor de convergência para o objetivo de médio prazo (OMP) previsto no Pacto de Estabilidade e Crescimento para um país no braço preventivo, com um rácio da dívida superior a 60 por cento do PIB e em condições cíclicas normais, que deverá ser superior a 0,5 p.p. do PIB²⁰ (Quadro 1).

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

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

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

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

Em termos de composição, o PE 2017-21 prevê que a redução do défice orçamental em percentagem do PIB em 2017 (0,5 p.p.) decorra de contributos semelhantes da contenção da despesa primária (0,2 p.p.) e do aumento da receita (0,2 p.p.), beneficiando ainda em 0,1 p.p. da redução da despesa com juros²¹.

Relativamente à receita, este aumento decorre da evolução da receita não fiscal e não contributiva, para a qual se perspetiva um aumento de 0,3 p.p. do PIB (0,2 p.p. excluindo medidas temporárias). Por seu turno, o Governo prevê a estabilização da receita total de impostos e contribuições sociais em percentagem do PIB (que corresponde a uma recuperação de 0,2 p.p. excluindo o efeito temporário do PERES). De destacar que o cenário macroeconómico considerado no PE 2017-21 aponta para a manutenção de um crescimento robusto das bases macroeconómicas dos principais impostos em 2017 e que as principais medidas de política com impacto na execução deste ano têm um efeito globalmente neutro na receita²².

No que respeita à despesa primária, as prestações sociais e as despesas com pessoal contribuem para a redução do rácio da despesa no PIB em 0,5 p.p. Esta evolução é projetada, não obstante o efeito remanescente da reposição gradual dos salários ao longo de 2016 e as alterações nas prestações sociais que²³, no seu conjunto, deverão exercer uma pressão para o aumento da despesa em cerca de 0,3 p.p. do PIB. Para além disso, esta estimativa assume uma redução do consumo intermédio e da outra despesa corrente em rácio do PIB (-0,2 p.p.). Pelo contrário, perspetiva-se que o investimento contribua para o aumento da despesa em 0,5 p.p. do PIB, efeito totalmente concentrado em 2017²⁴.

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

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

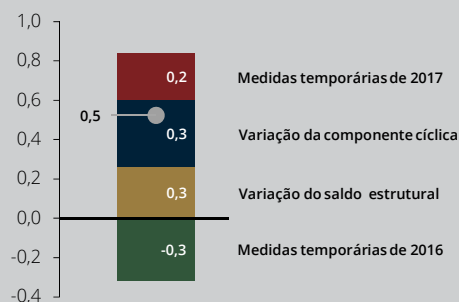
Relativamente às medidas de política orçamental apresentadas para o período após 2017, o PE 2017-21 é muito semelhante ao apresentado na anterior atualização, em abril de 2016. Quanto a medidas de consolidação, merecem destaque, do lado da receita, o aumento dos impostos indiretos previsto para 2018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

orçamental em 0,4 p.p. do PIB, designadamente o apoio a baixos rendimentos em sede de IRS e a política de emprego público, que assume o descongelamento gradual de carreiras só parcialmente compensado pela contenção do emprego. Tendo adicionalmente em consideração que as medidas já aprovadas no OE 2017 e com efeitos na execução de 2018²⁵ penalizam o saldo orçamental (-0,2 p.p. do PIB), o efeito líquido das medidas de carácter permanente previstas para o período de 2018 a 2021 é essencialmente nulo (+0,1 p.p. do PIB)²⁶. Deste modo, tal como em documentos anteriores, as medidas que asseguram a melhoria do saldo orçamental não estão suficientemente especificadas²⁷, o que confere algum grau de incerteza relativamente à condução da política orçamental nos próximos anos.

A evolução prevista para a despesa em juros tem um contributo significativo para a redução do défice orçamental entre 2016 e 2021 (0,6 p.p. do PIB), facilitando o cumprimento dos compromissos definidos para o saldo total estrutural. A decomposição deste contributo aponta para que o efeito associado à evolução prevista para as taxas de juro (efeito preço) seja muito diminuto, decorrendo a redução esperada essencialmente do impacto relacionado com o *stock* da dívida (efeito volume) (Gráfico 3). Tendo em consideração a incerteza associada à evolução dos mercados financeiros, importa referir que a análise de sensibilidade incluída no PE 2017-21 estima que um aumento em 1 p.p.²⁸ das taxas de juro de financiamento no mercado tenha um impacto de 0,5 p.p. do PIB na despesa com juros em 2021. Este choque permitiria, ainda assim, que esta variável contribuísse em 0,1 p.p. para a melhoria do saldo orçamental. De facto, a transmissão de um eventual choque nos mercados para a despesa em juros é bastante gradual (Gráfico 4) dado que a dívida das administrações públicas com maturidade residual até um ano correspondia, no final de 2016, a cerca de 20% da dívida total e que, da restante dívida, apenas aproximadamente 1/5 tinha taxa de juro variável²⁹.

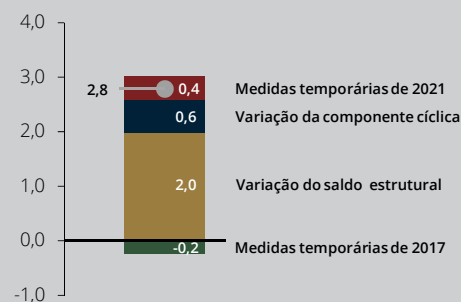
O PE 2017-21 perspetiva uma redução substancial do rácio da dívida pública de 130,3 por cento, no final de 2016, para 109,4 por cento, no final do período considerado. Esta redução é fundamentalmente suportada em excedentes primários crescentes, num contexto em que a diferença entre a taxa de juro da dívida pública e o crescimento do PIB nominal contribui ligeiramente para a diminuição do rácio da dívida pública no horizonte de projeção (Gráfico 5). Note-se que, apesar de se considerarem ajustamentos défice-dívida significativos nos dois últimos anos da projeção³⁰, o efeito acumulado desta componente ao longo do período não é relevante.

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



Fontes: INE e Ministério das Finanças.

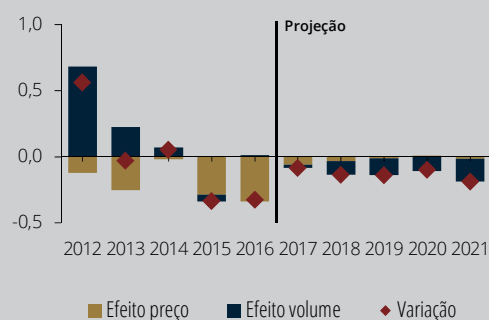
Gráfico 2 • Decomposição da variação do saldo orçamental perspetivada para 2018-2021
| Em p.p. do PIB



Fonte: Ministério das Finanças.

Em suma, o PE 2017-21 define objetivos orçamentais que se coadunam com o cumprimento dos compromissos europeus o que, conjugado com o crescimento económico perspetivado neste documento³¹, permitiria uma redução significativa do rácio da dívida. Importa contudo reiterar que, tal como em documentos anteriores, o PE 2017-21 não especifica com detalhe as medidas de política que permitem alcançar os objetivos definidos. Este facto contribui para uma maior divergência entre as projeções do PE 2017-2021 e da Comissão Europeia para o saldo orçamental em 2018 (0,6 p.p. do PIB), face a 2017 (0,3 p.p. do PIB). Uma explicitação mais detalhada das medidas a implementar nos próximos anos permitiria aumentar a previsibilidade fiscal e reforçar a confiança na capacidade do país prosseguir o esforço de consolidação necessário à redução sustentada do rácio da dívida pública.

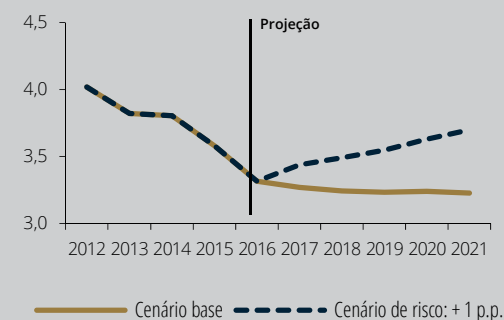
Gráfico 3 • Decomposição da evolução da despesa em juros | Em percentagem do PIB



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

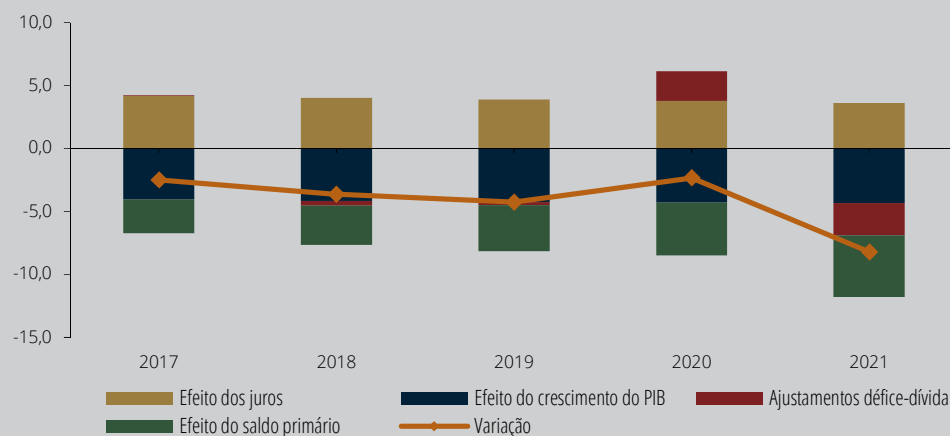
Nota: O efeito preço resulta da diferença entre as taxas de juro implícitas da dívida pública (*stock médio*) no próprio ano e no ano anterior, multiplicada pelo variação do *stock médio* de dívida em percentagem do PIB.

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



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

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



Fonte: Ministério das Finanças.

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

No quadro das regras de supervisão orçamental acordadas a nível europeu, Portugal encontra-se sujeito desde 2009 a um procedimento por défice excessivo (PDE), aplicando-se por conseguinte as regras definidas no âmbito do braço corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)³². No decorrer do ano passado, 2016 foi estipulado como prazo limite para a correção da situação de défice excessivo³³. A 16 de junho de 2017, o Conselho da União Europeia decidiu, por recomendação da Comissão Europeia, o encerramento deste procedimento. Assim, a situação orçamental portuguesa passará a ser analisada de acordo com as regras referentes ao braço preventivo do PEC, que se aplica aos países cuja evolução orçamental é compatível com o respeito dos limites de 3 por cento do PIB, para o défice orçamental, e de 60 por cento, para o rácio da dívida pública. O conjunto de regras orçamentais aplicáveis neste contexto tem sido alvo de alterações substanciais nos últimos anos. Esta caixa resume, de forma sucinta, as principais regras que se encontram atualmente em vigor³⁴.

No que respeita ao saldo orçamental, as regras específicas do braço preventivo encontram-se definidas em termos do saldo orçamental estrutural, ou seja, corrigido dos efeitos do ciclo económico e do impacto de medidas temporárias. Cabe a cada país definir o objetivo de médio prazo (OMP) para o saldo estrutural, devendo garantir anualmente uma convergência adequada para este valor. De referir que este objetivo deve ser pelo menos tão exigente quanto o OMP mínimo proposto pela Comissão Europeia, cuja metodologia de cálculo tem em consideração um conjunto alargado de indicadores que incluem a volatilidade passada e as perspetivas de crescimento do PIB, as projeções para a despesa relacionada com o envelhecimento da população a longo prazo, e o rácio da dívida³⁵. Atualmente, o OMP para Portugal corresponde a um saldo total estrutural de 0,25 por cento do PIB, sendo idêntico ao mínimo proposto pela Comissão. Adicionalmente, a exigência em termos de ritmo de convergência anual para este objetivo depende, tal como apresentado na figura 1, das condições cíclicas da economia (medidas pelo crescimento do PIB real e pelo hiato do produto), do rácio da dívida e da existência de risco elevado de sustentabilidade orçamental a médio prazo³⁶.

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

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

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

Na avaliação do cumprimento desta regra, não se analisa a evolução do conjunto da despesa pública, mas de um agregado de despesa modificado, em que se considera o montante médio de investimento público não financiado por fundos europeus no ano em curso e nos últimos três anos, em substituição do nível previsto para o respetivo ano, e se exclui a despesa em juros, a componente cíclica dos subsídios de desemprego e a despesa financiada pela União Europeia. O crescimento real³⁷ desta despesa modificada, líquido do efeito de medidas discricionárias do lado da receita, deve assim ser inferior ao crescimento médio do PIB potencial³⁸ corrigido para ter em conta o ajustamento requerido para o saldo estrutural na sua trajetória de convergência para o OMP³⁹. De acordo com a recente avaliação do Programa de Estabilidade português divulgada pela Comissão Europeia, a variação da despesa modificada não deveria exceder, em termos reais, -1.4 por cento em 2017⁴⁰.

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

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

Fonte: Comissão Europeia.

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

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

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

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

Notas

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

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