

Projeções para a economia portuguesa: 2016-2018

1. Introdução

As projeções para a economia portuguesa apontam para uma recuperação moderada da atividade económica ao longo do período 2016-2018 (Quadro 1.1). O crescimento médio anual do produto interno bruto (PIB) deverá ser de 1,3 por cento em 2016, acelerando para 1,6 por cento em 2017 e diminuindo para 1,5 por cento em 2018, o que implica um nível do PIB no final do horizonte de projeção próximo, mas ainda abaixo, do observado antes da crise financeira internacional em 2008 (Gráfico 1.1). Esta projeção integra o exercício de projeções do Eurosistema recentemente publicado pelo Banco Central Europeu (BCE) e aponta para crescimentos no período 2016-2018 ligeiramente abaixo dos projetados para a área do euro (Caixa “Hipóteses

do exercício de projeção”). Os preços no consumidor deverão acelerar gradualmente ao longo do horizonte de projeção, em linha com a evolução da inflação atualmente projetada para o conjunto da área do euro.

A recuperação da economia portuguesa iniciada em meados de 2013 tem apresentado um ritmo relativamente moderado, em particular tendo em conta a severidade e a duração da recessão que a antecedeu (Caixa “A recuperação da economia portuguesa em perspetiva”). Neste contexto, importa realçar que a atual recuperação ocorre num enquadramento caracterizado por um elevado nível de endividamento dos vários agentes económicos - quer públicos quer privados - e pela necessidade de prossecução do ajustamento dos seus balanços.

Quadro 1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2016-2018 | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2015	BE junho 2016				Projeção março 2016			
		2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
Produto Interno Bruto	100,0	1,5	1,3	1,6	1,5	1,5	1,5	1,7	1,6
Consumo privado	65,9	2,6	2,1	1,7	1,3	2,6	1,8	1,9	1,3
Consumo público	18,1	0,6	1,1	0,4	0,6	0,8	1,1	0,4	0,6
Formação bruta de capital fixo	15,0	3,9	0,1	4,3	4,6	3,7	0,7	4,5	4,5
Procura interna	99,2	2,5	1,8	1,7	1,7	2,4	1,4	2,0	1,7
Exportações	40,3	5,2	1,6	4,7	4,7	5,1	2,2	5,1	4,8
Importações	39,5	7,4	2,8	4,9	4,8	7,3	2,1	5,6	4,9
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em p.p.) ^(a)									
Procura interna		1,1	1,0	0,7	0,7	1,1	0,9	0,8	0,7
Exportações		0,4	0,3	0,9	0,9	0,4	0,6	0,9	0,9
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,7	1,9	1,6	1,6	1,7	2,9	2,3	2,3
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,7	1,6	1,3	1,2	1,7	2,6	2,1	2,0
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,5	0,7	1,4	1,5	0,5	0,5	1,4	1,6

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 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.

As hipóteses para o enquadramento externo da economia portuguesa continuam a apontar para uma aceleração da atividade económica mundial e dos fluxos de comércio internacional no horizonte de projeção. A procura externa deverá perder algum dinamismo em 2016 mas recuperar para ritmos de crescimento mais robustos em 2017-18. O enquadramento internacional manter-se-á favorável também noutras dimensões, dada a evolução assumida para o preço do petróleo e o impacto positivo da implementação das medidas de política monetária do BCE sobre a integração financeira na área do euro e as condições monetárias e financeiras.

A evolução projetada para a economia portuguesa é marcada por uma recuperação gradual da procura interna, com um crescimento médio anual de 1,7 por cento ao longo do horizonte de projeção. Esta evolução é compatível com a continuação da redução do nível de alavancagem do setor privado, condição indispensável para assegurar um padrão de crescimento sustentável da economia portuguesa nos próximos anos.

O consumo privado deverá registar um crescimento robusto em 2016 e desacelerar progressivamente no restante horizonte de projeção, em linha com a evolução do rendimento disponível real. Em contraste, a projeção aponta para uma variação marginal do investimento em 2016, seguida de crescimentos relativamente robustos em 2017-18. O contexto de maior incerteza, quer interna quer externa, que caracterizou a segunda metade de 2015 e o início de 2016, terá condicionado de forma marcada a evolução da FBCF nos trimestres recentes. Neste âmbito, a projeção assume uma mitigação, no curto prazo, do grau de incerteza ainda prevalecente na economia. A eventual persistência de um quadro de incerteza pode continuar a determinar um adiamento de decisões de investimento, com impacto no ritmo de recuperação da economia. Esta possibilidade, a concretizar-se, reveste-se de particular importância num contexto em que o capital por trabalhador na economia portuguesa se tem mantido em níveis relativamente baixos quando comparados com a média da área do euro.

Relativamente às exportações de bens e serviços, antecipa-se uma desaceleração em 2016, que reflete a evolução das exportações de combustíveis e o menor crescimento da procura externa dirigida aos exportadores portugueses. Em particular, as exportações para algumas economias de mercado emergentes, com destaque para Angola, deverão continuar a ter um contributo negativo e significativo para a variação das exportações totais em 2016. Refletindo a dissipação deste efeito e um enquadramento internacional mais favorável, as exportações deverão acelerar em 2017 e 2018, voltando a ser a componente da despesa com o comportamento mais dinâmico, à semelhança do observado nos últimos anos.

A projeção atual aponta para a continuação da transferência de recursos produtivos para os setores da economia mais expostos à concorrência internacional. O grau de abertura da economia portuguesa deverá continuar a aumentar a partir de 2017 (Gráfico 1.2), traduzindo um aumento similar do peso das exportações e das importações no PIB. Esta evolução contrasta com a observada nos últimos anos, em que o aumento do grau de abertura traduziu um forte dinamismo das exportações. Ao longo do horizonte de projeção, a economia portuguesa deverá manter uma capacidade de financiamento face ao exterior, possibilitando uma 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 18 de maio de 2016 e as hipóteses técnicas compatíveis com o exercício de projeção do Eurosistema, recentemente divulgado pelo BCE (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”).

Em 2015 verificou-se um crescimento do PIB de 1,5 por cento, em termos reais, após um aumento de 0,9 por cento em 2014. Considerando as componentes da despesa líquidas de importações (isto é, deduzindo a cada componente uma estimativa das importações a ela associadas),

esta aceleração foi caracterizada por um crescimento mais acentuado da procura interna, em particular do consumo privado, e por uma ligeira desaceleração das exportações. Em termos intra- anuais, a atividade económica abrandou ao longo do ano, sendo de destacar a desaceleração significativa do investimento e das exportações. A atividade registou um crescimento homólogo de 1,7 por cento no primeiro trimestre de 2015, desacelerando para 1,3 por cento no quarto trimestre.

No primeiro trimestre de 2016, de acordo com a estimativa rápida divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) a 13 de maio, o PIB aumentou 0,1 por cento face ao trimestre anterior, mantendo o perfil de desaceleração homóloga, com um crescimento de 0,8 por cento face ao primeiro trimestre de 2015 (Gráfico 2.1).

A decomposição da variação do PIB pelas principais componentes da despesa só foi divulgada após a data de fecho de dados deste Boletim. Não obstante, com base na informação recente de conjuntura e na informação qualitativa contida na divulgação da estimativa rápida do INE, estima-se que a evolução do PIB no primeiro trimestre de 2016 tenha subjacente um aumento da procura interna e uma diminuição das exportações face ao trimestre anterior, que se traduzem, em termos homólogos, numa

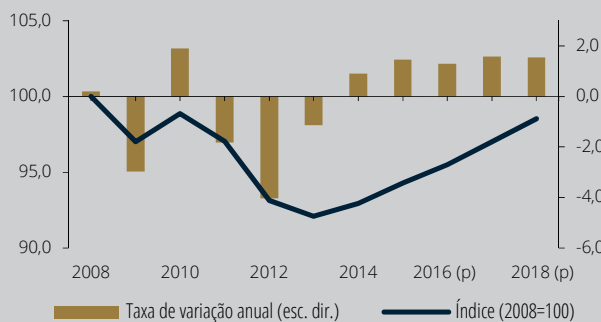
relativa estabilização do crescimento da procura interna e numa desaceleração das exportações face ao quarto trimestre de 2015.

Aumento da procura interna no primeiro trimestre de 2016

O aumento da procura interna reflete essencialmente a dinâmica do consumo privado. Esta evolução ocorre num contexto de aumento do rendimento disponível real, de manutenção da confiança dos consumidores em níveis historicamente elevados e de uma aceleração do crédito ao consumo. O aumento do rendimento disponível foi influenciado pelo crescimento do emprego, pelo aumento do salário mínimo e pelas medidas anunciadas de reposição de rendimento incluídas no Orçamento do Estado de 2016 (OE2016) (Caixa "Perspetivas orçamentais a médio prazo"). A evolução do consumo privado foi comum à componente corrente e de bens duradouros, sendo mais acentuada neste último caso, nomeadamente na aquisição de veículos automóveis, num quadro de alguma antecipação de compras no início do ano, motivada pelas alterações ao enquadramento fiscal incluídas no OE2016.

A formação bruta de capital fixo (FBCF) voltou a diminuir no primeiro trimestre de 2016 face ao

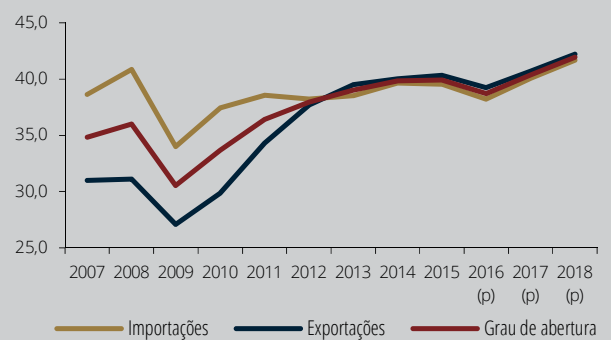
Gráfico 1.1 • PIB | Em percentagem e índice (2008=100)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 1.2 • Exportações, importações e grau de abertura | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado. O grau de abertura mede-se pelo rácio da média das exportações e importações no PIB

trimestre anterior. Esta evolução refletiu, em larga medida, a diminuição da FBCF em construção, para a qual contribuíram as condições meteorológicas adversas observadas no início do ano. Por seu lado, as componentes de material de transporte e de máquinas e equipamentos evidenciaram um aumento trimestral. Não obstante esta recuperação, a diminuição destas componentes ao longo da segunda metade de 2015 condiciona o crescimento da FBCF em 2016 (Gráfico 2.2). O crescimento da FBCF em material de transporte no primeiro trimestre foi influenciado pela antecipação de compras no início do ano, à semelhança do observado no caso dos veículos automóveis de passageiros.

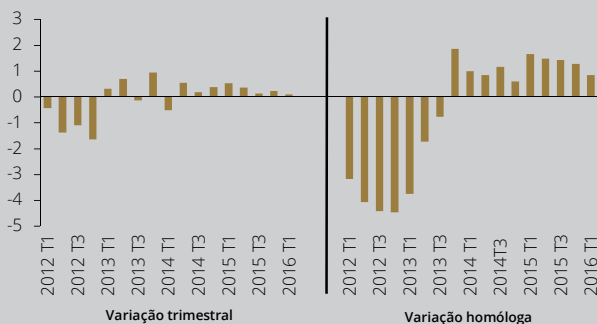
Diminuição das exportações face ao quarto trimestre de 2015

Não obstante o aumento da procura externa, as exportações portuguesas diminuíram face ao quarto trimestre de 2015, desacelerando em termos homólogos. Esta diminuição refletiu,

em larga medida, a redução das exportações de combustíveis e de veículos automóveis, influenciada pelo encerramento temporário de importantes unidades de produção destes bens no início de 2016. Refira-se ainda que as exportações extra-comunitárias de bens e serviços continuaram a ter um contributo muito negativo para a variação homóloga do total das exportações. Por seu turno, destaque-se a manutenção de um crescimento das exportações de turismo superior ao do total das exportações.

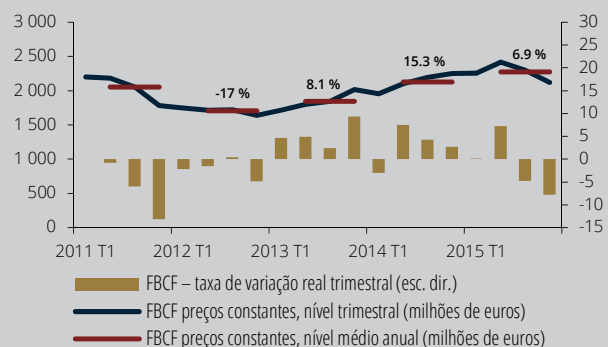
As importações aumentaram no primeiro trimestre do ano face ao trimestre anterior, mantendo um crescimento homólogo relativamente inalterado. O aumento trimestral das importações está em linha com a evolução da procura global ponderada por conteúdos importados, traduzindo o crescimento dinâmico de rubricas com elevado conteúdo importado, nomeadamente a FBCF em máquinas e equipamentos e em material de transporte, assim como o consumo de bens duradouros, pese embora a diminuição das exportações de combustíveis.

Gráfico 2.1 • Produto interno bruto | Taxa de variação real, em percentagem



Fonte: INE.

Gráfico 2.2 • FBCF máquinas, equipamentos e material de transporte | Milhões de euros e taxa de variação real, em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Os números sobre as linhas horizontais representam taxas de variação real anuais.

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

O quadro 1 apresenta as principais hipóteses de enquadramento do exercício de projeção para a economia portuguesa, que são consistentes com a informação subjacente ao exercício de projeção do Eurosistema, divulgado no dia 2 de junho. Estas hipóteses baseiam-se na informação disponível até 18 de maio.

As atuais hipóteses apresentam um cenário de aceleração do comércio mundial ao longo do horizonte de projeção, em linha com a recuperação da atividade global. No entanto, este cenário fica aquém do assumido na nota de projeções publicada pelo Banco de Portugal em março¹, assim como da dinâmica observada antes da crise financeira, mantendo-se a baixa elasticidade dos fluxos de comércio internacional face ao PIB registada nos últimos anos. Para a área do euro é esperada a continuação de uma recuperação moderada da atividade económica. O ritmo de recuperação em 2016 foi revisto em alta face ao exercício de projeção de março do BCE, mantendo-se virtualmente inalterado em 2017 e 2018.

A procura externa dirigida à economia portuguesa deverá manter-se robusta ao longo do horizonte de projeção, aproximando-se de taxas de crescimento de 5 por cento no final do horizonte. O crescimento das importações da área do euro deverá ser claramente superior ao dos mercados fora da área, refletindo perspetivas mais favoráveis para a área do euro do que para as economias de mercado emergentes. Face à nota de projeções de março, a procura externa foi revista em baixa ao longo do horizonte de projeção (0,2, 0,4 e 0,1 pontos percentuais (p.p.) em 2016, 2017 e 2018, respetivamente).

Tendo por base a informação dos mercados de futuros, verificam-se revisões em alta da hipótese técnica para o preço do petróleo em dólares face à nota de projeções de março. Estas revisões são progressivamente menores ao longo do horizonte de projeção. Em 2016 o preço médio anual do petróleo deverá diminuir cerca de 17 por cento face a 2015, situando-se num nível cerca de 24 por cento acima do antecipado em março. Para 2017 e 2018 é esperado um aumento do preço do petróleo, para níveis ligeiramente acima de 50 dólares no final do horizonte de projeção. As revisões no preço do petróleo em euros são ligeiramente menos acentuadas, refletindo a hipótese técnica para a respetiva taxa de câmbio.

Quadro 1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE junho 2016				Projeção março 2016			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Enquadramento internacional									
PIB mundial	tva	2,9	2,9	3,4	3,5	2,9	3,0	3,5	3,7
Comércio mundial	tva	1,9	2,5	4,0	4,3	1,8	2,8	4,2	4,4
Procura externa	tva	4,2	3,7	4,5	4,7	4,2	3,9	4,9	4,8
Preço do petróleo em dólares	vma	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Preço do petróleo em euros	vma	47,2	38,3	42,9	44,9	47,3	31,3	36,9	40,2
Condições monetárias e financeiras									
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,6	3,5	3,5	3,4	3,7	3,7	3,6	3,6
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	-9,3	2,9	0,3	0,0	-9,3	2,9	0,1	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12

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

Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior.

A hipótese técnica para as taxas de câmbio pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. Após a significativa depreciação em 2015, antecipa-se para 2016 uma apreciação do euro em termos médios anuais, quer em termos nominais efetivos, quer face ao dólar, relativamente semelhante à assumida no exercício de março.

A evolução da taxa EURIBOR a três meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. Refletindo *inter alia* o conjunto alargado de medidas de política adotadas pelo BCE, estes contratos apontam para a manutenção de taxas de juro negativas ao longo do horizonte de projeção, em níveis próximos dos antecipados na nota de projeções de março. 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. Esta taxa mantém o perfil de ligeira diminuição ao longo do horizonte de projeção, tendo sido revista em baixa face à hipótese assumida em março.

A previsão das variáveis orçamentais tem por base a conta das administrações públicas de 2015, compilada pelo INE e divulgada no final de março. Em linha com as regras adotadas no contexto do Eurosistema, o exercício incorpora a maioria das medidas do OE2016 por se encontrarem especificadas com detalhe suficiente.

Para 2016, projeta-se um aumento do volume do consumo público (1,1 por cento) que decorre no essencial do crescimento da despesa em consumo intermédio, em linha com o previsto no OE2016, parcialmente explicado pelo aumento da despesa com parcerias público-privadas do setor rodoviário. No restante horizonte de projeção, assume-se uma desaceleração do consumo público em termos reais (para 0,4 e 0,6 por cento, respetivamente em 2017 e 2018). Esta evolução reflete, em particular, uma hipótese de crescimento limitado das despesas em bens e serviços e de estabilização do número de funcionários públicos. Quanto ao deflador do consumo público, projeta-se uma evolução positiva ao longo de todo o horizonte, sobretudo em 2016 e 2017, refletindo o impacto da reversão da redução remuneratória em vigor nas administrações públicas.

Relativamente ao investimento público, prevê-se para 2016 uma queda significativa em termos reais que resulta do efeito de base associado ao registo em 2015 da aquisição de bens imobiliários pela Oitante, bem como do registo de vendas de material militar à Roménia. Numa menor medida, este registo afeta igualmente a evolução prevista para o volume de investimento público em 2017. Estas duas operações não deverão ter impacto na evolução do PIB. Excluindo este efeito, assume-se em 2017 e 2018 a estabilização do investimento público em rácio do PIB.

3. Procura, oferta e contas externas

Recuperação moderada da atividade económica

A atividade económica em Portugal deverá crescer a um ritmo moderado ao longo do horizonte de projeção, apresentando um crescimento médio em 2016-2018 ligeiramente abaixo do projetado para a área do euro (Gráfico 3.1).

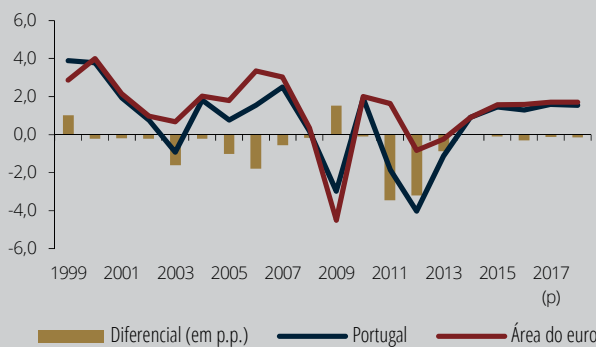
Em 2016, o PIB deverá apresentar um crescimento de 1,3 por cento, ligeiramente inferior ao observado em 2015. Considerando as componentes da despesa líquidas de importações (isto é, deduzindo a cada componente uma estimativa das importações a ela associada), esta desaceleração resulta de um menor crescimento quer da procura interna, em particular da FBCF, quer das exportações. A desaceleração das exportações está associada em particular ao menor crescimento da procura externa e à continuação do comportamento desfavorável das vendas para algumas economias de mercado emergentes, com destaque para Angola.

Em 2017, a atividade na economia portuguesa deverá acelerar para 1,6 por cento, refletindo

um maior contributo das exportações (líquido de importações), num quadro de melhoria do enquadramento internacional, incluindo a dissipação dos efeitos do choque negativo associado à queda significativa das importações de alguns parceiros comerciais importantes de mercados emergentes. O contributo da procura interna (líquido de importações) reduz-se apenas ligeiramente, dado que a ligeira desaceleração do consumo privado é concomitante com um maior crescimento da FBCF. Importa realçar que, em 2016 e 2017, o consumo privado deverá beneficiar do impacto positivo sobre o rendimento disponível das famílias da reversão de algumas medidas implementadas durante o Programa de Assistência Económica e Financeira.

Em 2018, prevê-se um ligeiro abrandamento da atividade económica, para 1,5 por cento, refletindo essencialmente a evolução da procura interna, nomeadamente a desaceleração do consumo privado. Neste contexto, o nível do PIB em Portugal no final do horizonte de projeção deverá situar-se ligeiramente abaixo do observado antes do início da crise financeira internacional em 2008 (Gráfico 3.2).

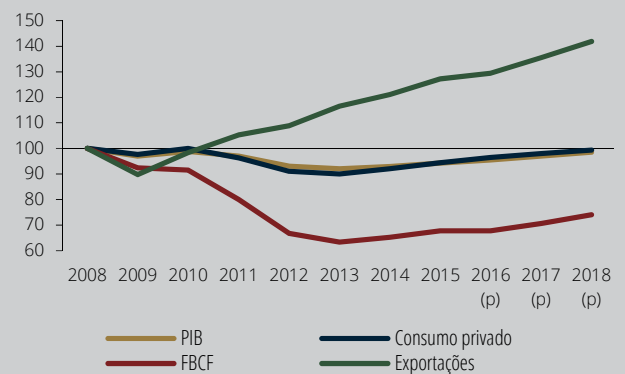
Gráfico 3.1 • Crescimento do PIB em Portugal e na área do euro | Taxa de variação, em percentagem



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 3.2 • Evolução da composição do PIB | Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

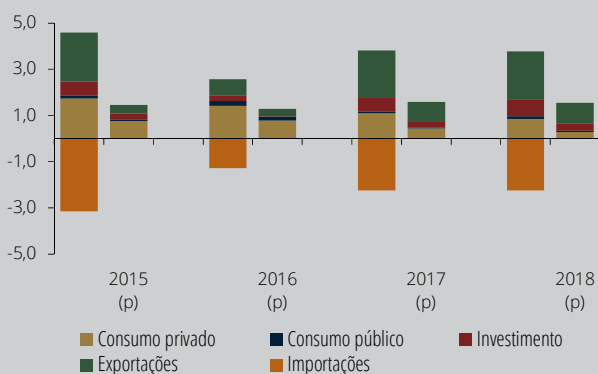
Em suma, o contributo líquido da procura interna deverá diminuir de cerca de 1,0 p.p. em 2015-2016 para valores em torno de 0,7 p.p. em 2017-2018. Por seu turno, o contributo líquido das exportações deverá reduzir-se de 0,4 para 0,3 p.p. entre 2015 e 2016 e aumentar posteriormente, para 0,9 p.p., em 2017-2018 (Gráfico 3.3). Neste contexto, a projeção é consistente com a manutenção da transferência de recursos produtivos para os setores de atividade mais expostos à concorrência internacional, à semelhança do que tem sido verificado no passado recente.

O produto *per capita* deverá crescer, em termos médios anuais, 1,4 por cento no período 2016-2018 – semelhante ao projetado para o PIB, dada a hipótese de manutenção da população ao longo do horizonte de projeção – o que representa um maior dinamismo face ao observado desde o início da área do euro (Gráfico 3.4).

Nos exercícios de contabilidade do crescimento, a acumulação de capital por trabalhador é uma fonte fundamental do crescimento económico, a par do emprego, do nível de capital humano e da

produtividade total dos fatores. No que diz respeito ao primeiro fator, refira-se que o nível de capital na economia portuguesa se tem mantido relativamente estável desde 2011, após quedas persistentes dos fluxos de investimento no decurso dos episódios recessivos que caracterizam o período 2008-2012. O nível de capital por trabalhador em Portugal situa-se em níveis reduzidos, equivalendo apenas a cerca de metade do rácio observado em média na área do euro em 2015. Neste enquadramento, o contributo do fator capital para o crescimento económico tem diminuído de forma expressiva no período mais recente, antecipando-se uma contribuição marginalmente negativa ao longo do horizonte de projeção, num contexto de recuperação moderada do investimento no período 2016-2018. Em termos médios anuais, o fator trabalho deverá ter um contributo de cerca de 0,4 p.p. para o crescimento do PIB em 2016-2018, após um contributo negativo no período 2011-2015. O contributo positivo do fator trabalho, já observado desde 2014, deve-se essencialmente à manutenção da recuperação da taxa de emprego ao longo

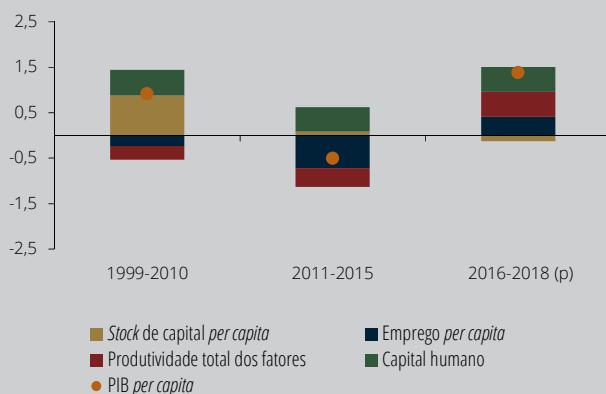
Gráfico 3.3 • Contributos brutos e líquidos para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais



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



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

Notas: 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 atualizadas 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).

do horizonte. 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, à semelhança do que tem ocorrido no passado, num contexto de melhoria contínua das qualificações da população em idade ativa. Finalmente, projeta-se que o crescimento do PIB em 2016-2018 deverá beneficiar de desenvolvimentos favoráveis da produtividade total dos fatores, 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.

Manutenção de um crescimento moderado da procura interna

O consumo privado deverá crescer 2,1 por cento em 2016, desacelerando ao longo do horizonte de projeção para 1,7 por cento em 2017 e 1,3 por cento em 2018. No final do horizonte deverá situar-se num nível próximo do observado antes da crise financeira internacional (Gráfico 3.5). O consumo privado ao longo de 2016 deverá beneficiar de uma evolução favorável do rendimento disponível real das famílias e de expectativas mais favoráveis quanto ao rendimento permanente, num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho, de aumento do salário mínimo, de reversão de algumas medidas orçamentais implementadas durante o Programa de Assistência Económica e Financeira, bem como da manutenção do preço do petróleo em níveis historicamente reduzidos.

Em 2017 e 2018, o consumo privado deverá crescer aproximadamente em linha com o rendimento disponível real das famílias, num quadro de manutenção da recuperação moderada do emprego e de aceleração dos preços no consumidor. Refira-se que em 2017 o rendimento disponível deverá continuar a beneficiar das medidas de reposição de rendimento incluídas no OE2016. No entanto, em 2018 o rendimento disponível das famílias deverá registar um abrandamento, em particular ao nível das remunerações líquidas, atendendo à dissipação do impacto positivo da reposição

dos cortes salariais no setor público e da eliminação da sobretaxa ao imposto sobre o rendimento das famílias no período 2015-2017. Neste contexto, ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se um aumento da taxa de poupança para valores em torno de 5 por cento (4,2 por cento em 2015), bem como a manutenção de uma capacidade de financiamento face aos restantes setores institucionais.

Em termos de composição, projeta-se um crescimento do consumo de bens duradouros de 4,6 por cento em 2016. Refira-se que o consumo de bens duradouros registou crescimentos superiores a 10 por cento em 2014 e 2015, após quedas expressivas em 2011 e 2012 que refletiram, em parte, o adiamento de compras durante o período de recessão. Para 2017 e 2018, projeta-se uma desaceleração do consumo de bens duradouros para um crescimento médio anual de cerca de 2,5 por cento, aproximadamente em linha com a elasticidade habitual face ao rendimento disponível real. Apesar da recuperação do consumo de bens duradouros ao longo dos últimos anos, no final do horizonte de projeção esta componente deverá continuar a situar-se significativamente abaixo do nível registado em 2008. Por seu turno, o consumo de bens não duradouros deverá manter um crescimento de 2,2 por cento em 2016, desacelerando para 1,8 por cento em 2017 e 1,3 por cento em 2018.

O crescimento do consumo privado ao longo do horizonte de projeção deverá beneficiar de uma redução do serviço da dívida das famílias, à semelhança do que tem ocorrido nos últimos anos. Esta evolução ocorre num contexto de redução dos níveis de endividamento e de progressiva melhoria nas condições de financiamento no mercado de crédito. O endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível deverá continuar a reduzir-se, situando-se em 2018 num nível cerca de 25 p.p. inferior ao observado em 2011, o que constitui uma característica fundamental do processo de ajustamento da economia portuguesa (Gráfico 3.6).

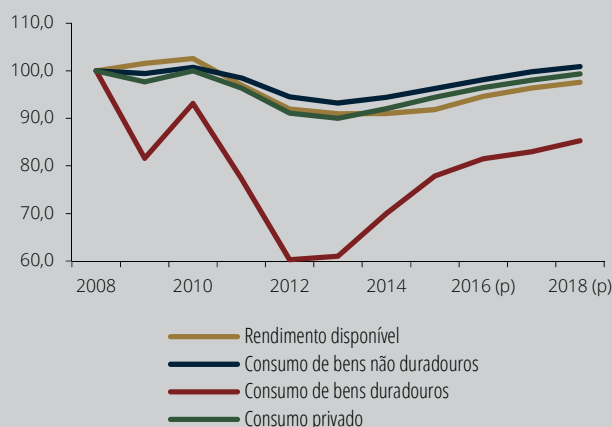
Após um crescimento de 3,9 por cento em 2015, a FBCF deverá estabilizar em 2016, recuperando para crescimentos de 4,3 e de 4,6 por cento

em 2017 e 2018, respetivamente (Gráfico 3.7). A desaceleração da FBCF em 2016 reflete a evolução quer do investimento público quer do investimento privado. Por tipo de componente destaca-se, por um lado, a desaceleração da construção, que nos primeiros meses do ano foi negativamente afetada por condições meteorológicas particularmente adversas. Por outro lado, o crescimento da componente de máquinas e equipamentos em 2016 está condicionado pelos efeitos desfasados da queda observada no segundo semestre de 2015. Esta queda poderá estar associada ao aumento da incerteza a nível internacional e a nível interno, que terá levado ao adiamento de algumas decisões de investimento, bem como à ausência de pressão no sentido do aumento da capacidade produtiva.

No que se refere à FBCF empresarial, a projeção aponta para um crescimento baixo em 2016 (1,7 por cento) e uma recuperação posterior para taxas de crescimento em torno de 5 por cento.

Esta aceleração da FBCF empresarial, em linha com a evolução da atividade económica, está associada a uma diminuição da incerteza no mercado interno e nos mercados externos, a uma melhoria das expectativas de procura por parte das empresas e à manutenção de condições de financiamento favorecidas pelas medidas de política monetária não convencional adotadas pelo BCE. Importa ainda referir a necessidade de renovação do *stock* de capital, após quedas de investimento significativas no período 2009-2013. No entanto, a evolução da FBCF empresarial deverá continuar condicionada pela necessidade de ajustamento dos balanços das empresas face ao seu elevado nível de endividamento (Gráfico 3.6). Neste contexto, a recuperação projetada para o investimento é menos dinâmica do que a tipicamente observada em períodos pós-recessivos (Caixa “A recuperação da economia portuguesa em perspetiva”). Esta evolução tem implicações não apenas no crescimento da

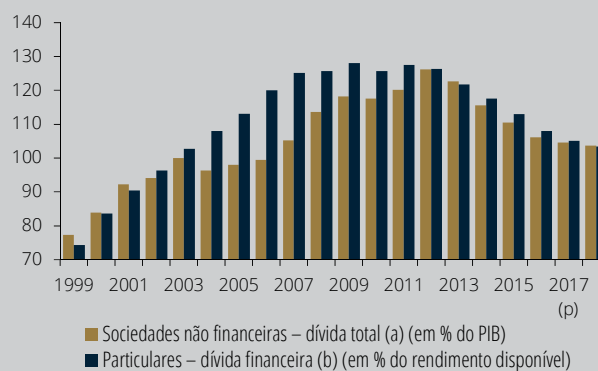
Gráfico 3.5 • Consumo e rendimento disponível
| Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado.

Gráfico 3.6 • Endividamento do setor privado não financeiro
| Em fim de período



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado.

(a) Inclui empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por outros setores institucionais; papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros setores e créditos comerciais recebidos de outros setores.

(b) A dívida financeira corresponde à soma de empréstimos obtidos e títulos de dívida emitidos pelo setor.

procura agregada no curto prazo mas também no crescimento de médio e longo prazo, uma vez que dele depende a incorporação das novas tecnologias no processo produtivo, que afetam o *stock* de capital e a produtividade e, por conseguinte, o crescimento potencial da economia.

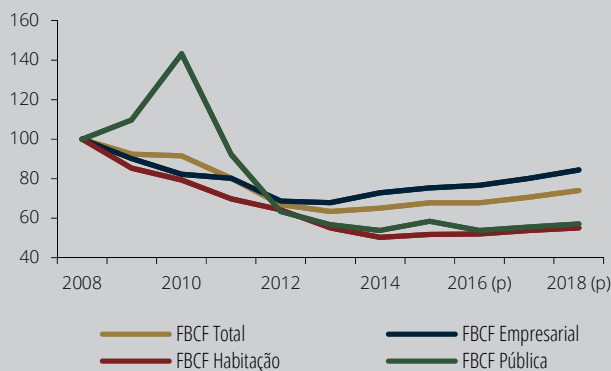
No que diz respeito à FBCF residencial, em 2015 foi observada a primeira taxa de variação positiva desde 2000, a par de um aumento dos preços da habitação em termos reais pelo segundo ano consecutivo, depois de quedas acentuadas desde 2011. Projeta-se uma relativa estabilização da FBCF residencial para 2016 e um crescimento médio anual em torno de 3 por cento no período 2017-2018, refletindo essencialmente o aumento do rendimento disponível das famílias e a manutenção de condições de financiamento favoráveis, bem como a melhoria da situação no mercado de trabalho, num quadro de manutenção da confiança dos consumidores em níveis elevados. No entanto, a evolução

do investimento residencial nos próximos anos encontra-se condicionada por fatores demográficos, associados à recente tendência de redução da população residente, e ao ainda elevado nível de endividamento das famílias.

A evolução do investimento público, após uma queda de cerca de 60 por cento no período 2011-2015, deverá continuar condicionada pela necessidade de consolidação orçamental (Caixa “Perspetivas orçamentais a médio prazo”).

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 2018 represente cerca de três quartos do valor registado em 2008. Esta queda reflete, em larga medida, o forte ajustamento do investimento público e residencial, o que constitui uma característica incontornável do processo de ajustamento da economia portuguesa (Gráfico 3.8).

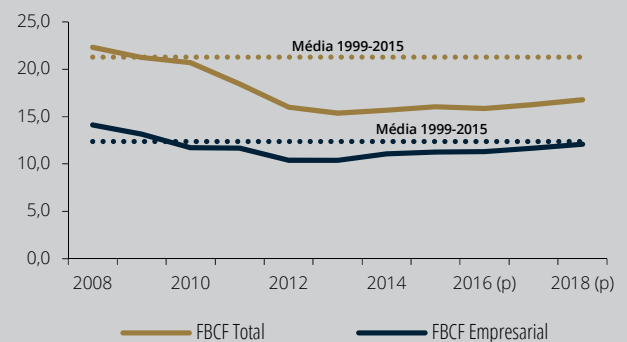
Gráfico 3.7 • FBCF por setor institucional
| Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 3.8 • Formação bruta de capital fixo
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Desaceleração das exportações em 2016 seguida de um crescimento robusto em 2017-2018

As projeções para as exportações de bens e serviços apontam para um abrandamento em 2016, perspectivando-se um crescimento de 1,6 por cento (5,2 por cento em 2015), seguido de uma recuperação para taxas de crescimento médias anuais de 4,7 por cento em 2017 e 2018. A desaceleração das exportações em 2016 é explicada, por um lado, pela evolução das exportações de combustíveis, que após um crescimento acentuado em 2015 (cerca de 36 por cento) deverão registar uma redução em 2016, associada ao encerramento parcial e temporário de uma refinaria no início do ano. Por outro lado, é projetado um menor crescimento para o indicador de procura externa dirigida à economia portuguesa (3,7 por cento, que compara com 4,2 por cento em 2015). Refira-se que este indicador não capta devidamente a evolução de alguns mercados relevantes das exportações portuguesas que têm apresentado uma evolução marcadamente negativa. É o caso de Angola, mercado que pesava cerca de 6,5 por cento no total de exportações de bens e serviços em 2014 (4,5 por cento em 2015). As exportações para este país registaram uma queda acentuada em 2015 (cerca de 27 por cento, em termos nominais), assumindo-se uma redução comparável para 2016. Em termos de componentes, embora se projete uma desaceleração das exportações quer de bens quer de serviços em 2016, é de assinalar que a componente de turismo deverá continuar a manter um crescimento muito superior ao do total das exportações – em linha com o observado nos anos recentes – constituindo um dos setores que contribuiu de forma mais visível para o processo de recuperação da economia portuguesa e para a manutenção de uma capacidade de financiamento face ao exterior.

Em 2017 e 2018, a evolução das exportações deverá estar aproximadamente em linha com as hipóteses para a procura externa de bens e serviços dirigida às empresas portuguesas, não se antecipando ganhos de quota de mercado significativos no conjunto dos dois anos (Gráfico 3.9). A evolução projetada para as exportações inclui

a manutenção de um crescimento dinâmico quer da componente de bens, quer de serviços, em particular do turismo. Pela sua importância na dinâmica recente das exportações, importa referir que se assume a manutenção do nível de exportações para Angola em 2017-18 (cerca de 50 por cento abaixo do nível observado em 2014).

As exportações de bens e serviços deverão voltar a ser a componente mais dinâmica da procura global em 2017 e 2018, apresentando um contributo líquido para o crescimento do PIB ligeiramente superior ao da procura interna. Neste contexto, projeta-se um aumento do peso das exportações no PIB de cerca de 40 por cento em 2015 para cerca de 42 por cento em 2018 (31 por cento do PIB em 2008), traduzindo a continuação da reorientação dos recursos produtivos para os setores com maior exposição à concorrência internacional.

As importações de bens e serviços deverão apresentar um crescimento ao longo do horizonte de projeção aproximadamente em linha com a elasticidade média histórica desta componente face à evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados. Para 2016 antecipa-se uma forte desaceleração das importações, para um crescimento de 2,8 por cento, após 7,4 por cento em 2015. A desaceleração das importações em 2016 reflete a perda de dinamismo de algumas componentes da procura com elevado conteúdo importado. Neste contexto, importa relembrar que 2015 foi caracterizado por um forte crescimento das componentes da despesa com um elevado conteúdo importado, como o consumo de automóveis, o investimento em máquinas e equipamentos, as exportações de bens energéticos, bem como a importações de produtos farmacêuticos (Gráfico 3.10). Para 2017 e 2018 projetam-se crescimentos das importações de bens e serviços de 4,9 por cento e de 4,8 por cento, respetivamente.

Manutenção de capacidade de financiamento ao longo do horizonte de projeção

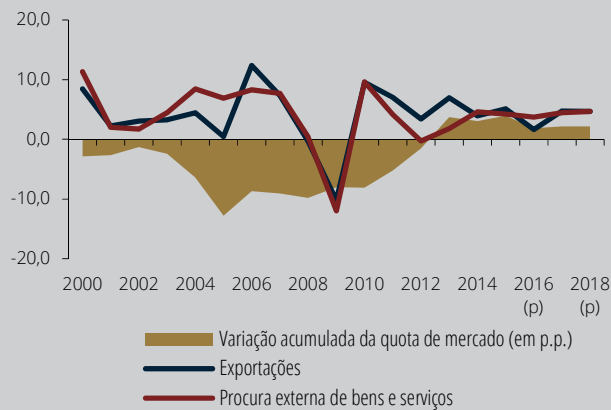
As atuais projeções apontam para a manutenção ao longo do horizonte de projeção da capacidade de financiamento da economia portuguesa,

medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital. Esta evolução, que está associada a um aumento quer da taxa de poupança do total da economia quer da taxa de investimento, sugere a continuação do processo de ajustamento da economia portuguesa.

O saldo da balança corrente e de capital situou-se em 1,7 por cento do PIB em 2015, antecipando-se que ascenda a 1,9 por cento do PIB em 2016 e estabilize em 1,6 por cento do PIB

no restante horizonte de projeção. O ligeiro aumento do excedente da balança corrente e de capital em 2016 reflete essencialmente a evolução mais favorável do saldo da balança de rendimentos primários, traduzindo nomeadamente a redução da despesa em juros da dívida pública, em linha com as hipóteses técnicas do exercício. Por seu turno, o excedente da balança de bens e serviços diminui ligeiramente em 2016. Esta evolução resulta, por um lado, de um forte efeito de

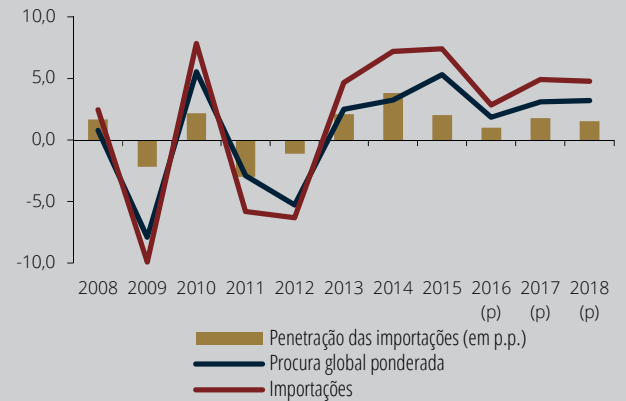
Gráfico 3.9 • Exportações e procura externa
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

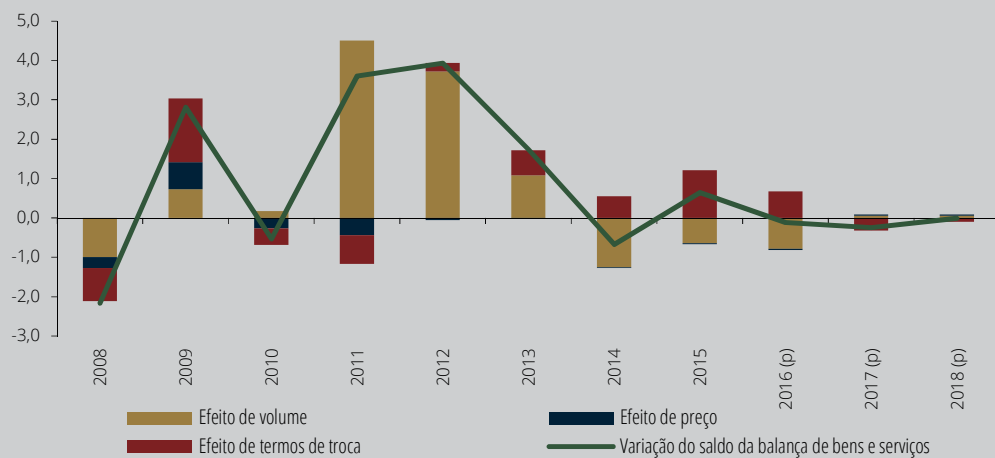
Notas: (p) – projetado.

Gráfico 3.10 • Importações e procura global ponderada
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado.



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.

Gráfico 3.11 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens e serviços
| Em pontos percentuais do PIB

volume negativo, traduzindo um aumento das exportações inferior ao aumento das importações, em termos reais, anteriormente referido (Gráfico 3.11). Por outro lado, antecipa-se um efeito de termos de troca positivo, associado à diminuição do preço do petróleo em 2016 (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”) que compensa quase na sua totalidade o efeito de volume.

Por seu turno, dada a hipótese técnica de aumento do preço do petróleo em 2017 e 2018, antecipa-se um efeito de termos de troca desfavorável neste período, que será mais vincado em 2017. Este efeito, conjugado com a projeção de um dinamismo relativamente semelhante para as exportações e importações, em termos reais, refletir-se-á na redução do excedente da balança de bens e serviços, bem como da balança corrente e de capital, em 2017. Em 2018, o saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB mantém-se em valores semelhantes ao de 2017, sendo esta estabilização comum às suas principais componentes.

Revisão em baixa das projeções para o crescimento do PIB

Face às projeções publicadas pelo Banco de Portugal em março, o crescimento do PIB foi revisto em baixa ao longo do horizonte de projeção. A revisão em baixa de 0,2 p.p. em 2016 reflete uma revisão em baixa da FBCF (-0,6 p.p.), em particular da componente de construção que, como referido anteriormente, terá sido afetada pelas condições meteorológicas particularmente adversas verificadas nos primeiros meses do ano. Importa ainda referir a revisão em baixa das exportações (-0,6 p.p.), associada não só ao comportamento menos favorável no primeiro trimestre das exportações de bens e das exportações de serviços excluindo turismo mas também à revisão em baixa do crescimento da procura externa dirigida às empresas portuguesas. Para 2017 e 2018, a projeção para o crescimento do PIB foi revista 0,1 p.p. em baixa, refletindo principalmente uma revisão no mesmo sentido do crescimento das

exportações, em larga medida associada a uma evolução menos favorável da procura externa.

4. Preços e salários

A inflação medida pela taxa de variação do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) deverá aumentar progressivamente ao longo do horizonte de projeção, de 0,5 por cento em 2015 para 0,7, 1,4 e 1,5 por cento em 2016, 2017 e 2018, respetivamente. Face à nota de projeções de março, a projeção para a variação dos preços no consumidor foi revista em alta em 2016, refletindo a incorporação da informação mais recente relativa ao IHPC e a revisão da hipótese relativa ao preço do petróleo.

Comparando com as projeções para a área do euro, divulgadas pelo BCE no dia 2 de junho, os preços em Portugal deverão continuar a crescer acima da média da área do euro em 2016 (0,5 p.p.). Para 2017 e 2018 projeta-se um crescimento dos preços em linha com a média da área do euro.

Aceleração moderada dos preços ao longo do horizonte de projeção

A aceleração dos preços projetada para o período 2016-2018 reflete pressões inflacionistas progressivamente ascendentes, motivadas pela recuperação da economia internacional e da economia portuguesa, assim como pelo impacto positivo do conjunto de medidas de política monetária adotadas pelo BCE.

Refletindo as hipóteses técnicas para a evolução do preço do petróleo, os preços dos bens energéticos deverão aumentar em 2017 e 2018, após uma queda de cerca de 1 por cento em 2016 (Gráfico 4.1). Excluindo os bens energéticos, os preços deverão acelerar de forma moderada ao longo do horizonte de projeção. Este cenário tem subjacente um aumento dos preços de importação excluindo bens energéticos em 2017 e 2018, depois da sua diminuição em 2016, num contexto de apreciação do euro em termos médios anuais.

Adicionalmente, num quadro de melhoria gradual da situação no mercado de trabalho e de recuperação do crescimento da produtividade, assume-se um crescimento moderado dos salários reais por trabalhador no setor privado, que aceleram ligeiramente ao longo do horizonte de projeção. Refira-se que em 2016 a evolução do salário nominal por trabalhador está influenciada pelo aumento de 5 por cento do salário mínimo.

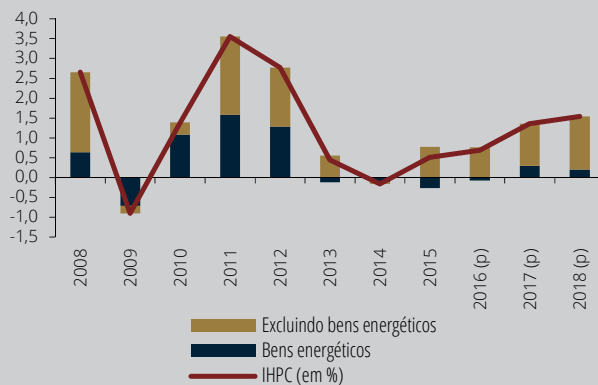
Os custos unitários por trabalhador, quer no setor privado, quer no total da economia, deverão aumentar de forma contida ao longo do horizonte de projeção. A variação média dos custos unitários do trabalho no total da economia projetada para Portugal é aproximadamente igual à projetada para a média da área do euro, no âmbito do exercício de projeção do Eurosistema.

Ao longo do horizonte de projeção antecipa-se que o crescimento do deflator do PIB no setor privado se mantenha relativamente estável, traduzindo, por um lado, a aceleração dos custos unitários do trabalho e, por outro lado,

a desaceleração do excedente bruto de exploração por unidade produzida (Gráfico 4.2). Após a subida marcada em 2015 projeta-se um aumento mais moderado, embora ainda significativo, do excedente bruto de exploração unitário em 2016. A partir de 2017, a evolução projetada para este indicador de margens de lucro aponta para o desvanecimento progressivo de pressões inflacionistas adicionais por esta via.

O aumento do excedente bruto de exploração unitário estará influenciado *inter alia* pela evolução dos termos de troca, cujo aumento significativo em 2015 e 2016 está associado à diminuição do preço do petróleo. Adicionalmente mantém-se a hipótese de que em 2016 a descida de cerca de 17 por cento do preço do petróleo em euros será apenas parcialmente repercutida na evolução do preço final no consumidor excluindo impostos, em linha com o observado em 2015. Na parte fiscal também se regista um aumento dos impostos sobre os produtos petrolíferos, que contribui para o aumento líquido de impostos indiretos em 2016.

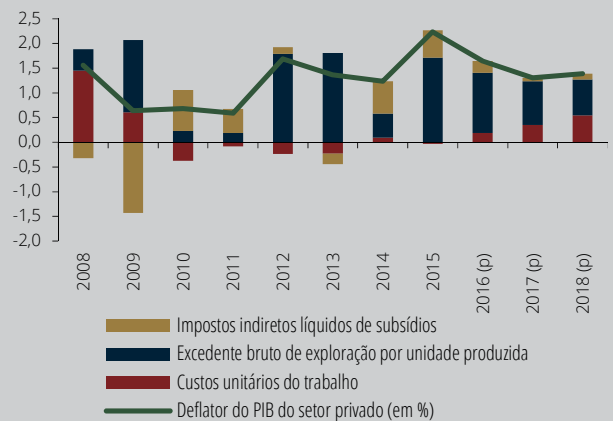
Gráfico 4.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 4.2 • Decomposição do deflator do PIB do setor privado | Contributo para a taxa de variação anual em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

O facto de a descida acentuada do preço do petróleo não ser totalmente repercutida na evolução dos preços no consumidor apresenta-se como o principal fator responsável pelo diferencial de inflação positivo entre Portugal e a área do euro em 2016, à semelhança do observado em 2015.

Expetativas de inflação em níveis baixos

Embora esta projeção seja consistente com um aumento da inflação ao longo do horizonte de previsão, as expetativas de inflação para o horizonte de 1 ano, quer em Portugal, quer na área do euro (calculadas com base na informação disponibilizada pela *Consensus Economics*) interromperam a tendência ascendente registada desde o início de 2015, mantendo-se em níveis significativamente inferiores ao objetivo de estabilidade de preços do BCE.

5. Incerteza e riscos

As projeções apresentadas representam o cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses incluídas na caixa “Hipóteses de Enquadramento”. 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 descendentes para a atividade económica e 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, considerou-se como fator de risco a possibilidade de uma recuperação mais lenta da atividade económica, em particular nas economias de

mercado emergentes, bem como uma evolução mais moderada dos fluxos de comércio internacional. A concretização deste risco resultaria num menor dinamismo da procura externa dirigida à economia portuguesa ao longo do horizonte (Quadro 5.1). Acresce ainda um risco descendente associado à possibilidade de recrudescimento de tensões nos mercados financeiros, com impacto sobre o consumo e o investimento ao longo do horizonte de projeção, num contexto de elevado endividamento público e privado. Ao nível da área do euro, um aumento das taxas de juro da dívida soberana em alguns países poderá ser desencadeado pela perceção de ausência de progressos na consolidação orçamental e / ou nas reformas estruturais e pela situação vulnerável do sistema bancário.

No que se refere aos riscos internos, considerou-se a possibilidade de serem necessárias medidas adicionais para cumprir os objetivos orçamentais assumidos pelas autoridades nacionais, implicando um menor crescimento da procura interna face ao considerado nas projeções. Adicionalmente, a possibilidade de perda de dinamismo do processo de reformas estruturais poderá ter um impacto negativo sobre a confiança dos empresários e penalizar a recuperação do investimento. Este quadro interage igualmente com a permanência de riscos sobre a estabilidade financeira em Portugal². Por último, consideraram-se riscos descendentes sobre a inflação, decorrentes do abrandamento da atividade a nível global e da manutenção das expetativas de inflação na área do euro abaixo do objetivo de estabilidade dos preços do BCE.

O conjunto de riscos identificados anteriormente traduz-se numa probabilidade de 55 por cento da evolução da procura externa e do consumo público ao longo do horizonte de projeção ser mais desfavorável do que a considerada na projeção apresentada neste boletim, enquanto a probabilidade resultante dos riscos identificados para o consumo privado e o investimento é de 58 por cento. Por último, identifica-se um risco descendente para os preços, com uma probabilidade de ocorrência ao longo do horizonte de projeção de 55 por cento.

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

	2016	2017	2018
Variáveis de enquadramento			
Procura externa	55	55	55
Consumo público	55	55	55
Variáveis endógenas			
Consumo privado	58	58	58
FBCF	58	58	58
IHPC	55	55	55

Fonte: Banco de Portugal.

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

	Pesos	2016	2017	2018
Produto interno bruto				
Consumo privado	66	59	61	61
FBCF	15	62	62	61
Exportações	40	52	53	54
Importações	40	56	64	64
IHPC				
		54	58	58

Fonte: Banco de Portugal.

A combinação dos fatores de risco acima referidos implica riscos descendentes para a atividade

económica e para os preços (Quadro 5.2, Gráfico 5.1 e Gráfico 5.2).

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

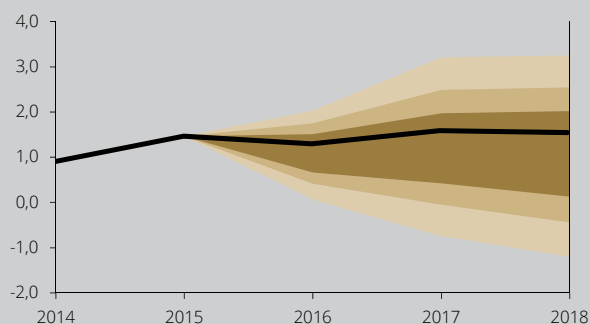
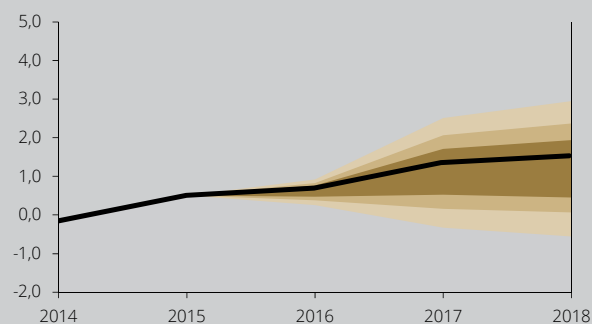


Gráfico 5.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Taxa de variação, em percentagem



— Cenário central ■ Int. de confiança a 40 % ■ Int. de confiança a 60 % ■ Int. de confiança a 80 %

Fonte: Banco de Portugal.

6. Conclusões

Este Boletim apresenta uma atualização das projeções macroeconómicas para o período 2016-2018, que continuam a apontar para uma recuperação gradual da atividade económica, não obstante a revisão em baixa do crescimento do PIB ao longo do horizonte de projeção face ao divulgado na nota de projeção de março. A recuperação projetada para a atividade económica tem subjacente um enquadramento externo favorável e uma moderação do quadro de incerteza, quer externa quer interna. Neste contexto, projeta-se uma aceleração do investimento e das exportações no horizonte de projeção. De referir que o ritmo projetado de crescimento é inferior ao observado em anteriores fases de recuperação da economia portuguesa, o que tem de ser enquadrado pelos constrangimentos resultantes dos elevados níveis de endividamento público e privado – que também estão a condicionar negativamente a recuperação de outras economias europeias – e pelas fragilidades estruturais da economia portuguesa.

O abrandamento da economia portuguesa nos trimestres recentes, associado ao comportamento das exportações e do investimento, revela

que a economia portuguesa continua muito vulnerável a choques internos e externos, não obstante os significativos progressos na redução dos desequilíbrios macroeconómicos, que criaram condições para um padrão mais sustentável de crescimento económico. Neste contexto, é essencial preservar um enquadramento institucional e fiscal previsível e orientado para a estabilidade macroeconómica. É necessário também prosseguir com reformas estruturais que favoreçam o investimento em capital físico e humano, a inovação, a mobilidade de fatores e, em última análise, o crescimento da produtividade. Adicionalmente, é preciso manter o consenso nacional em torno da necessidade de consolidação orçamental, que permita assegurar uma diminuição sustentada do nível de dívida pública, que se mantém como uma vulnerabilidade importante da economia portuguesa. Finalmente, importa continuar a reforçar a eficiência e a estabilidade da função de intermediação financeira. A prossecução de políticas que salvaguardem estes objetivos contribuirá para elevar o crescimento potencial da economia e o bem-estar dos agentes.