

INVESTIMENTO EMPRESARIAL E O CRESCIMENTO DA ECONOMIA PORTUGUESA

Coordenação . Fernando Alexandre

Pedro Bação, Carlos Carreira, João Cerejeira,
Gilberto Loureiro, António Martins e Miguel Portela



FUNDAÇÃO
CALOUSTE GULBENKIAN



Uma organização da Fundação Calouste Gulbenkian
por iniciativa de Sua Excelência o Presidente da República

INVESTIMENTO EMPRESARIAL E O CRESCIMENTO DA ECONOMIA PORTUGUESA

Coordenação . Fernando Alexandre

Pedro Bação, Carlos Carreira, João Cerejeira,
Gilberto Loureiro, António Martins e Miguel Portela

 FUNDAÇÃO
CALOUSTE GULBENKIAN

Uma organização da Fundação Calouste Gulbenkian
por iniciativa de Sua Excelência o Presidente da República



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



Universidade do Minho

Prefácio	05
-----------------------	----

1.

Introdução	07
-------------------------	----

2.

O investimento na economia portuguesa: contexto macroeconómico	12
2.1 Produtividade e convergência: uma perspetiva longa	14
2.2 Investimento agregado: tendências e composição	19
2.3 Alteração estrutural	25
2.4 Poupança, endividamento e financiamento	31
2.5 Euro e competitividade	36
2.6 Conclusão	40

3.

Evolução e determinantes do investimento das empresas	42
3.1 Evolução do investimento das empresas no período de 2010-2015	44
3.2 Um modelo para o investimento privado agregado	49
3.3 Determinantes do investimento das empresas: uma análise microeconómica	52
3.4 Investimento, dinamismo económico e restrições financeiras	56
3.5 Conclusão	59

4.

O financiamento do investimento	60
4.1 Caracterização da situação financeira das empresas	62
4.2 Endividamento, rentabilidade e dinamismo empresarial	68
4.3 Empresas “zombie”	69
4.4 Instrumentos e diversificação das fontes de financiamento	73
4.5 Conclusão	76

5.

A fiscalidade e o investimento empresarial	78
5.1 A fiscalidade empresarial no contexto internacional	80
5.2 A fiscalidade e o endividamento empresarial	87
5.3 Os benefícios fiscais e a tributação empresarial em Portugal.....	89
5.4 O ambiente institucional: relação entre a AT e os contribuintes.....	94
5.5 Conclusão	96

6.

Mercado de trabalho e capital humano	98
6.1 Flexibilidade e segmentação no mercado de trabalho.....	100
6.2 Qualificações e retorno à educação	104
6.3 Desajustamentos: desemprego de longa duração, NEEF e sobre-educação	107
6.4 Alteração estrutural, novos empregos e novas competências	109
6.5 Conclusão	115

7.

Políticas públicas e investimento empresarial	116
7.1 Investimento: quantidade <i>versus</i> qualidade	118
7.2 Fiscalidade empresarial.....	122
7.3 Produtividade: capital humano e mercado de trabalho	125
7.4 Investimento empresarial em I&D.....	128
7.5 Dinamismo empresarial	131
7.6 Nota final	135

Anexo	136
Descrição da base de dados Sistema de Contas Integradas das Empresas do Instituto Nacional de Estatística.....	136
Bibliografia	138
Agradecimentos e biografias	142

Prefácio

O tema deste livro é crucial para podermos compreender onde chegámos, como chegámos e como podemos retomar uma trajetória sustentada de crescimento que nos aproxime dos países mais avançados da União Europeia.

Constitui um enorme desafio realizar esta retoma sustentada de crescimento, em particular numa altura em que Portugal vive, desde o início do século XXI, tempos muito difíceis, caracterizados por um longo período de significativo declínio do crescimento económico e por uma demografia que já não fornece estímulos como anteriormente. Acresce que atravessamos um momento em que são ainda mais decisivos os ganhos de produtividade a alcançar, quer em setores expostos mais diretamente à concorrência internacional, quer em setores mais virados para satisfação das necessidades internas, não esquecendo que este período ficou igualmente caracterizado por um agravamento da desigualdade resultante do aumento do desemprego e da quebra nos rendimentos das famílias, em especial nas de menores rendimentos.

Sem um crescimento forte, será impossível responder a todos os desafios colocados à economia portuguesa.

A experiência histórica de Portugal, desde o pós-2.^a Guerra Mundial, mostra-nos que a economia portuguesa não tem crescido de forma linear ao longo do tempo, mas sim por vagas, ou seja, com períodos de forte crescimento assente no investimento, seguido por outros de quebra de investimento e de crescimento.

Portugal é uma pequena economia aberta, ou seja, uma economia que, para funcionar, tem de importar uma grande variedade de bens e de serviços e que só o pode fazer sustentadamente na economia mundial se tiver uma oferta exportadora compatível e complementada por uma capacidade de atrair rendimento e investimento do exterior.

O estudo que agora se apresenta, e que muito deve ao empenho do então Presidente da Fundação Calouste Gulbenkian, Dr. Artur Santos Silva, resulta de um desafio que a Fundação Calouste Gulbenkian assumiu, por iniciativa de Sua Excelência o Presidente da República, convidando todas as universidades portuguesas a apre-

sentarem uma proposta de investigação sobre o “Investimento Empresarial: diagnóstico e soluções”. O objetivo desta análise prendia-se com a necessidade de avaliar, na economia portuguesa, os fatores determinantes do investimento das empresas privadas e da qualidade do investimento, bem como de retirar ilações para o futuro, de forma a apresentar medidas para futuras políticas públicas nesta matéria.

A realização deste estudo ficou à responsabilidade de um consórcio formado pelas Faculdades de Economia das Universidades do Minho e de Coimbra, e deixo aqui um especial agradecimento ao Prof. Doutor Fernando Alexandre da Universidade do Minho pela esclarecida e atenta coordenação dos trabalhos.

Este estudo procede a uma análise aprofundada de um período da nossa história económica em que o investimento foi insuficiente, pelo que se alerta para um desvio da trajetória de crescimento, sobretudo no pós-adesão ao Euro, um período de extrema importância que deveria ter permitido que a economia portuguesa continuasse a crescer e que se verificasse uma melhoria das condições de vida e de bem-estar dos seus cidadãos.

O estudo realiza uma importante revisão dos instrumentos de que dispõem as políticas públicas para estimular o investimento e chama a atenção para o papel do sistema financeiro – o sistema nervoso central de uma economia de mercado – no financiamento deste tipo de investimentos e na renovação do tecido empresarial.

Procura-se, com a presente análise, levar a efeito uma nova abordagem da política de intervenção, orientada para a resolução de problemas, neste caso em particular o fraco desempenho do investimento em Portugal. Neste sentido, esperamos que contribua, por um lado, para um olhar mais informado sobre a questão de investimento e, por outro, que nos permita caminhar para uma sociedade mais justa e solidária.

Lisboa, novembro de 2017

Isabel Mota

Presidente

Fundação Calouste Gulbenkian

“

Convergence may fail for many different reasons. The usual, if impossibly broad, presumption is that a combination of exogenous and policy circumstances discourage firms and entrepreneurs from undertaking productivity enhancing investments.”

Dani Rodrick, in *The Future of Economic Convergence* (2011)

1

Introdução

O investimento é uma condição essencial para o crescimento económico e para o aumento da produtividade. É o investimento que introduz nas organizações as instalações, os equipamentos e os processos que incorporam o avanço do conhecimento e que permitirão utilizar de forma mais produtiva os recursos disponíveis. Porém, numa economia em que o enquadramento institucional – nomeadamente no que diz respeito aos sistemas político e de justiça – torna ainda mais incerta a rentabilidade do investimento, ou distorce os incentivos à sua realização, será mais difícil, por um lado, atrair investimento e, por outro lado, que o investimento flua para as atividades com maior retorno para a sociedade. Uma economia nessas circunstâncias, com um investimento baixo e mal alocado, terá um fraco potencial de crescimento. Pelo contrário, uma economia na qual o investimento é elevado e é aplicado em projetos produtivos poderá entrar num círculo virtuoso em que o investimento gera crescimento, e o crescimento atrai mais investimento.

A evolução da economia portuguesa desde meados do século XX, apesar de pontuada por várias crises e recessões, parecia ser o produto de um círculo virtuoso daquele género. No entanto, depois de quatro décadas de forte crescimento e convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos da União Europeia, a entrada no século XXI marcou o início da mais longa estagnação da economia portuguesa dos últimos 100 anos. Esta estagnação seguiu-se a um período de elevadas taxas de investimento: na década de 90, Portugal estava entre os países da Zona Euro com taxas de investimento mais elevadas e foi o país onde o investimento mais cresceu em termos reais. Uma paragem no crescimento, após

um longo período de taxas de investimento elevadas, sugere que os investimentos realizados não contribuíram para reforçar o crescimento da produtividade. De facto, a entrada no século XXI coincide com uma desaceleração do crescimento da produtividade e com a interrupção do processo de convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos da UE. A manutenção de défices externos de grandes dimensões, ao mesmo tempo que a economia estagnava, colocou Portugal numa situação de grande dependência do financiamento externo. Quando esse financiamento parou subitamente, na sequência da crise financeira internacional e da crise grega, foi necessário recorrer novamente a um programa de assistência financeira.

Ao contrário do que se verificou nos outros países da Zona Euro que tiveram de ser resgatados pela *troika* (Espanha, Irlanda e Grécia), o investimento em Portugal iniciou uma trajetória negativa logo à entrada nos anos 2000. Entre 2001 e 2007, o investimento na economia portuguesa teve o pior desempenho da Zona Euro. A crise acentuou a queda da taxa de investimento. Nos últimos anos, a taxa de investimento tem estado entre as mais baixas da Área do Euro e em valores mínimos das últimas décadas. Estes factos ilustram a dimensão estrutural dos fatores que influenciam o desempenho da economia portuguesa e do investimento.

Como refere a citação de Dani Rodrick no início deste capítulo, o efeito do investimento na produtividade e no crescimento económico depende de fatores externos e de fatores internos. No caso português, os fatores internos (em particular, políticas públicas inadequadas) conjugaram-se com fatores externos que aumentaram

os níveis de exigência para as empresas: um contexto de mudanças aceleradas na tecnologia, na globalização e no processo de integração europeia.

Com efeito, na década de 1990, o ritmo de inovação tecnológica acelerou, a globalização financeira e do comércio aprofundou-se, a União Europeia avançou para a criação de uma moeda única, e as mudanças de regime político nos países do Leste Europeu criaram condições para o alargamento da União Europeia. A Ásia e o Pacífico ganharam centralidade em relação ao Atlântico, e o Centro da Europa “deslocou-se” para Leste. Estas mudanças criaram ameaças e desafios para uma pequena economia como a portuguesa, que se encontrava numa fase de desenvolvimento intermédia, mas criaram também oportunidades para a sua transformação estrutural e para a sua inserção nas grandes cadeias de valor global.

O aproveitamento das oportunidades criadas pelas aceleradas transformações na economia mundial requeria políticas públicas que promovessem a competitividade e um sistema financeiro que direcionasse os recursos financeiros para os setores transacionáveis. Ao invés, as políticas públicas e o setor financeiro insistiram num modelo esgotado, direcionando os recursos para os setores não-transacionáveis, protegidos da concorrência internacional e com fraco potencial de crescimento da produtividade. O resultado foi o prolongar, até ao estalar da crise, de uma situação caracterizada pelo empolamento dos setores não-transacionáveis e por um desequilíbrio externo insustentável.

A necessidade de um ajustamento na estrutura setorial da economia não pode fazer esquecer que esse ajustamento tem custos. De facto, os efeitos recessivos de curto prazo na atividade económica resultantes, por exemplo, da contração do setor da construção fizeram-se sentir de forma muito intensa. É possível que a magnitude destes efeitos tenha contribuído para que os decisores políticos procurassem adiar a alteração estrutural da economia. Efetivamente, no século XXI, as políticas públicas continuaram a favorecer os setores não-transacionáveis em detrimento dos setores transacionáveis.

Também as instituições financeiras, com destaque para as instituições bancárias, optaram por concentrar o crédito nos setores não-transacionáveis (habitação,

construção, imobiliário e comércio). As razões para as opções tomadas pelas instituições financeiras, que estão na origem da crise que afeta grande parte dos bancos, não são óbvias. O setor financeiro não cumpriu o seu papel essencial no desenvolvimento das economias, que é canalizar os recursos para os setores mais dinâmicos e para as empresas com maior potencial de crescimento.

A insistência num modelo de desenvolvimento que tinha sinais evidentes de esgotamento pode ficar na história como um erro estratégico de grandes proporções. Perdiu-se a oportunidade da enorme disponibilidade de crédito nos anos anteriores à crise financeira internacional, é agora necessário acelerar a transição para um modelo de desenvolvimento assente nos setores transacionáveis, com maior potencial de crescimento da produtividade. O extraordinário comportamento das exportações desde 2010, incluindo as do setor do turismo, que permitiram os primeiros saldos da balança comercial positivos em muitas décadas, constitui o resultado económico mais importante do período de ajustamento e é um indicador muito positivo em relação à alteração estrutural da economia.

Numa economia com elevados níveis de endividamento público e privado, e com uma população em contração e em acelerado processo de envelhecimento, os setores com maior potencial de crescimento são os setores exportadores. O reforço do investimento nestes setores tem de ser o alvo das políticas públicas e do setor financeiro.

Num regime de baixo crescimento, baixa taxa de poupança, elevado endividamento, restrições ao financiamento da economia, incerteza em relação à sustentabilidade da dívida pública e mesmo em relação ao futuro da Área do Euro, é grande o desafio de aumentar o investimento e o produto potencial da economia.

Este trabalho tem como objetivo contribuir para uma melhor compreensão da dinâmica do investimento das empresas e apontar medidas para a sua promoção. Não descurando a apresentação de uma perspetiva macro-económica (em especial no Capítulo 2), a análise recorre a um manancial de dados microeconómicos, utilizando os dados dos balanços das empresas da base de dados Sistema de Contas Integradas das Empresas do Instituto Nacional de Estatística, a base de dados Amadeus da Bureau van Dijk, os dados sobre

Numa economia com elevados níveis de endividamento público e privado, e com uma população em contração e em acelerado processo de envelhecimento, os setores com maior potencial de crescimento são os setores exportadores. O reforço do investimento nestes setores tem de ser o alvo das políticas públicas e do setor financeiro.

os benefícios fiscais por empresa disponibilizados pela Autoridade Tributária e Aduaneira (AT), os dados sobre o investimento das empresas em I&D do Inquérito ao Potencial Científico e Tecnológico Nacional do Ministério da Ciência, Tecnologia e Ensino Superior e a base de dados dos Quadros de Pessoal do Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social. A utilização destas bases de dados permite fazer uma caracterização detalhada do investimento empresarial, dos benefícios fiscais, das despesas em I&D, da situação financeira das empresas e do seu dinamismo por setor de atividade, por região ou por dimensão da empresa.

Com base na análise destes dados microeconómicos, no Capítulo 3 mostramos que, no período de 2010-2015, o investimento das empresas teve um comportamento muito diverso nas diferentes regiões, destacando-se pela negativa a Região de Lisboa, com um nível de investimento ainda hoje muito inferior ao registado no início do período. Pela positiva, destacam-se as regiões do Centro e do Norte, com valores, em 2015, já muito próximos dos registados em 2010. Estas três regiões representam quase 90% do investimento total das empresas. Em termos setoriais, em 2015, destaca-se o investimento na “Indústria transformadora”, com 24% do total; no “Comércio”, com 15% do total; e nas “Atividades de informação e comunicação”, com 12% do investimento total. A informação disponível sobre o investimento ao nível das empresas confirma a existência de sinais de alteração na estrutura da economia a favor dos setores transacionáveis: as empresas destes setores foram as que tiveram menores quebras no investimento entre 2010 e 2012 e foram aquelas em que o investimento mais aumentou entre 2013 e 2015.

Ainda no Capítulo 3, identificamos os fatores determinantes do investimento das empresas, começando por estimar um modelo macroeconómico. Os resultados dessa estimação sugerem que o investimento das empresas foi afetado negativamente por um excesso de capacidade produtiva instalada face à procura e também

por falta de confiança dos empresários – mostrando esta sinais claros de recuperação nos últimos anos. Para uma análise mais fina dos fatores determinantes do investimento, estimamos modelos desagregados do investimento, com dados ao nível da empresa. Os resultados destes modelos confirmam vários resultados encontrados na literatura sobre o investimento das empresas, nomeadamente o efeito negativo do endividamento no investimento.

Os resultados dos modelos estimados sugerem também que as empresas mais dinâmicas, no sentido de terem um maior potencial de crescimento, investem mais. No financiamento do investimento, estas empresas recorrem mais a fundos próprios. Este resultado pode ser explicado por dificuldades de financiamento das empresas que classificamos como dinâmicas ou por uma gestão mais conservadora. No Capítulo 4, que analisa a situação financeira das empresas, conclui-se que as empresas mais dinâmicas têm uma situação financeira mais sólida: níveis e rácios de endividamento menores, maior autonomia financeira e melhor desempenho operacional. Estes resultados permitem concluir que a maior dependência do financiamento do investimento das empresas de fundos próprios não resulta da sua falta de capacidade de endividamento adicional. O processo de decisão relativo ao financiamento do investimento por aquelas empresas merece uma investigação mais aprofundada.

No seu conjunto, as empresas portuguesas estão entre as mais endividadas do mundo. Em muitos casos, o elevado endividamento está associado a uma situação económica e financeira muito frágil, constituindo um entrave à realização de investimento. Porém, os dados analisados no Capítulo 4 permitem concluir que se registou uma melhoria na condição financeira das empresas entre 2010 e 2015. Apesar dessa melhoria, os nossos resultados sugerem igualmente que a dimensão do fenómeno das empresas “*zombie*” – empresas que não conseguem cumprir as suas obrigações financeiras, mas que se

mantêm vivas com o apoio dos bancos – afeta uma parte muito significativa das empresas, reforçando a ideia de que o setor financeiro teve e tem um problema na afetação do crédito. Esse problema reflete-se no baixo crescimento da economia portuguesa. A transformação estrutural necessária ao aumento do produto potencial requer que os recursos financeiros sejam afetados aos setores e às empresas mais dinâmicos. O prolongamento artificial da vida de empresas inviáveis pelos bancos constitui mais um obstáculo à necessária transformação estrutural da economia.

Nos debates sobre o investimento, a produtividade e a competitividade, frequentemente é dada grande importância à fiscalidade das empresas e dos investidores. A questão da competitividade fiscal é discutida no Capítulo 5, onde se mostra que Portugal não é internacionalmente competitivo em matéria de IRC, apesar de acompanhar as principais tendências da tributação empresarial ao nível da UE. Também os benefícios fiscais têm acompanhado os movimentos nos outros países da UE. No entanto, como acontece com outros serviços públicos, o ambiente institucional na área da fiscalidade projeta ainda uma imagem negativa junto dos investidores. O elevado endividamento público e a dificuldade em controlar a despesa pública parecem constituir o maior risco para os investidores, dada a elevada probabilidade que atribuem a um aumento futuro de impostos.

É verdade que a rentabilidade do investimento depende da fiscalidade e de outros fatores acima mencionados. Todavia, as alterações tecnológicas em curso, com destaque para a digitalização de processos e automação, dão ao capital humano e ao funcionamento do mercado de trabalho um lugar ainda mais central na determinação da rentabilidade do investimento, constituindo assim um dos fatores mais importantes para a capacidade de atração de investimento das economias. No Capítulo 6, discutimos as mudanças legislativas no mercado de trabalho que têm visado torná-lo mais flexível, com o objetivo de alcançar um melhor ajustamento entre as necessidades das empresas e a oferta dos trabalhadores e, assim, uma economia com maior crescimento da produtividade. A expectativa deste resultado baseia-se no pressuposto de que um mercado de trabalho mais flexível poderá facilitar a adequação da força de trabalho às

novas tecnologias, bem como a realização das reestruturações necessárias para que as empresas obtenham ganhos de produtividade. No entanto, as medidas tomadas têm acentuado a segmentação do mercado de trabalho, com efeitos perniciosos nos incentivos à acumulação de capital humano dos trabalhadores e, por essa via, à alteração estrutural da economia.

Do ponto de vista das qualificações, registou-se um progresso notável nas últimas décadas, quer em termos da quantidade, quer em termos da qualidade, mantendo-se uma elevada rentabilidade do investimento em educação. Porém, são evidentes vários sinais de desajustamento no mercado de trabalho, em particular as elevadas taxas de desemprego jovem e de desemprego de longa duração. Estas elevadas taxas de desemprego – que, para além dos efeitos negativos no bem-estar individual, contribuem para a depreciação do capital humano – são o resultado da segmentação do mercado de trabalho e da falta de qualificações adequadas às necessidades das empresas (possivelmente por se ter investido em qualificações não adequadas para esse efeito). As estimativas que apresentamos do prémio salarial para os trabalhadores que concluíram o ensino secundário via escolas profissionais relativamente aos que concluíram o secundário via ensino científico-humanístico mostram a importância da adequação das qualificações para a empregabilidade do indivíduo e para o seu rendimento, bem como para o produto potencial da economia.

Numa economia com baixas taxas de crescimento do produto potencial e com uma dinâmica demográfica negativa, o crescimento das empresas terá necessariamente de assentar nos mercados externos. Por isso, não é surpreendente que, na análise que fazemos no Capítulo 7 às características das empresas mais dinâmicas, se destaquem as empresas exportadoras. De entre estas, salientam-se as empresas que pertencem ao setor da indústria transformadora e que investem em I&D. Se o investimento fluir para projetos produtivos com estas características, a alteração estrutural da economia terá lugar e a economia poderá voltar a apresentar taxas de crescimento elevadas. O maior desafio que a economia portuguesa enfrenta é o da criação de condições para que tal aconteça.

**A transformação
estrutural necessária
ao aumento do produto
potencial requer que
os recursos financeiros
sejam afetados aos
setores e às empresas
mais dinâmicos.**



O investimento na economia portuguesa: **contexto macroeconómico**

- 2.1** Produtividade e convergência: uma perspetiva longa
- 2.2** Investimento agregado: tendências e composição
- 2.3** Alteração estrutural
- 2.4** Poupança, endividamento e financiamento
- 2.5** Euro e competitividade
- 2.6** Conclusão

Após quatro décadas de forte crescimento e convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos, a economia portuguesa entrou num regime de baixo crescimento no início do século XXI. O processo de convergência foi interrompido quando Portugal ainda tinha um nível de rendimento *per capita* bastante inferior ao dos países mais ricos da União Europeia. Neste contexto, as baixas taxas de investimento da economia portuguesa, se, por um lado, refletem o fraco crescimento da procura, por outro lado, põem em causa o crescimento da economia no longo prazo e o processo de convergência. Por essa razão, torna-se essencial avaliar o contexto macroeconómico e a sua relação com a evolução do investimento, quer em termos da sua tendência, quer em termos da sua composição.

O período muito prolongado de baixo crescimento da economia pode levar as políticas de promoção do investimento a privilegiar os efeitos de curto prazo (de estímulo da procura) relativamente aos efeitos de longo prazo (de aumento do produto potencial). No entanto, o contexto de baixa poupança e de dificuldades de financiamento – resultantes do elevado endividamento e da incerteza em relação à sustentabilidade do processo de recuperação da economia portuguesa – torna premente a afetação de recursos a projetos de elevado retorno que, pelos seus efeitos sobre a estrutura setorial da economia, aumentem o potencial de crescimento.

Este capítulo contextualiza a atual situação macroeconómica portuguesa, tanto em relação àquilo que foi a sua evolução ao longo das últimas décadas, como em relação ao que ocorreu na Área do Euro. Na Secção 2.1, descrevemos o processo de convergência da economia portuguesa numa perspetiva longa, discutindo os contributos do capital, do trabalho e da produtividade para o crescimento da economia. Na Secção 2.2, descrevemos a evolução e a composição do investimento agregado, comparando o caso português com a Área do Euro e prestando especial atenção ao investimento empresarial, ao investimento em habitação e ao investimento público. Na Secção 2.3, analisam-se as alterações estruturais da economia portuguesa, nomeadamente a evolução do peso dos setores não-transacionáveis e transacionáveis. Discute-se, neste âmbito, o papel das políticas públicas, das políticas de atribuição de crédito e do investimento direto estrangeiro. Na Secção 2.4, analisamos as implicações da baixa taxa de poupança em Portugal para o financiamento da economia. Finalmente, na Secção 2.5, discutimos a evolução da competitividade da economia portuguesa no contexto da Área do Euro.

2.1

Produtividade e convergência: uma perspetiva longa

A Figura 2.1 mostra a taxa média de crescimento, por década, do produto *per capita* em Portugal e em 12 países desenvolvidos da Europa Ocidental, de 1870 a 2010 (EO12: Europa Ocidental, 12 países¹), utilizando os dados disponibilizados pelo *Projeto Maddison*². A Figura 2.1 mostra que, nos últimos 140 anos, a grande aproximação do nível de vida em Portugal ao dos países mais desenvolvidos terá ocorrido entre as décadas de 1960 e 1970, com mais alguns ganhos significativos até ao ano 2000³. Desde então, a diferença de níveis de vida voltou a aumentar.

Na Figura 2.1, sobressai também a aceleração do crescimento na década de 1950, tanto no conjunto dos 12

países da Europa Ocidental, como em Portugal. Efetivamente, no conjunto EO12, de 1870 a 1950, a taxa média de crescimento foi de 1,1%, enquanto de 1950 a 1973 a taxa média de crescimento foi de 4%. Em Portugal, as taxas foram de 1% e 5,4%, respetivamente. No entanto, o ritmo de crescimento abrandou nas décadas seguintes. De 1973 a 2000, a taxa média de crescimento foi de 1,9% na EO12 e de 2,5% em Portugal. Na primeira década do século XXI (ainda antes de a crise da dívida nos países periféricos da Zona Euro atingir o ponto crítico), a taxa foi bastante inferior: 0,8% na EO12 e apenas 0,3% em Portugal. No caso português, é necessário recuar até à segunda década do século XX para encontrar um desempenho pior⁴.

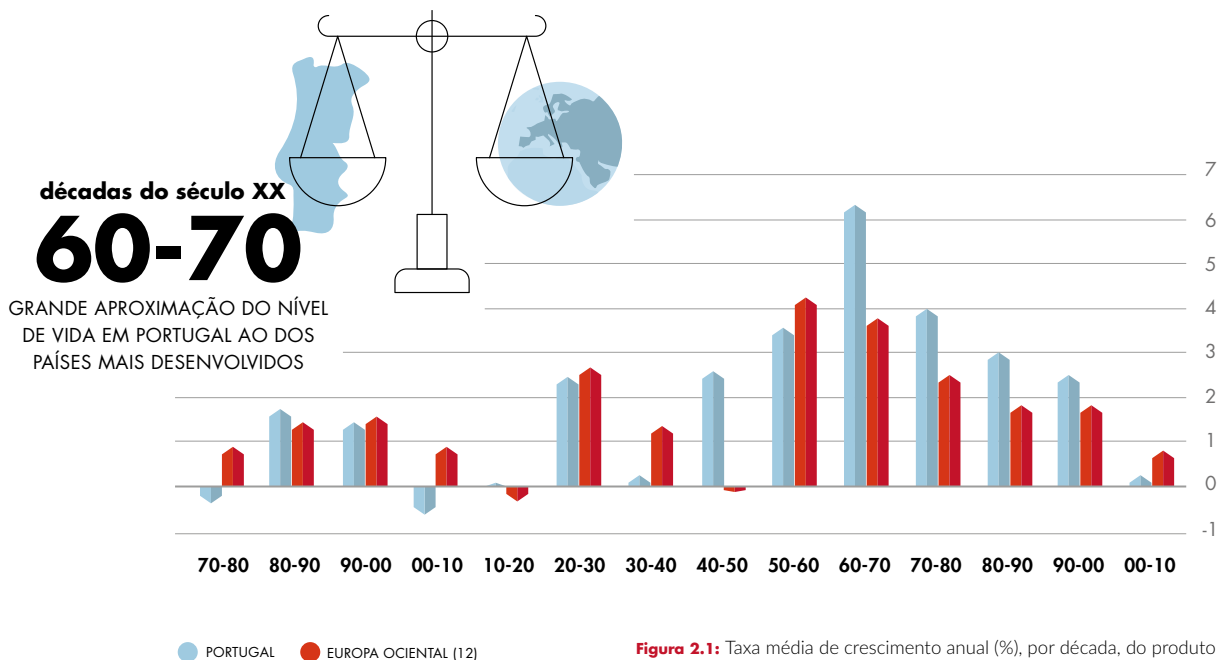


Figura 2.1: Taxa média de crescimento anual (%), por década, do produto *per capita* em Portugal e em 12 países avançados da Europa Ocidental (EO12) 1870-2010.

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do *Maddison Project*.

¹ EO12: Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Holanda, Noruega, Suécia, Suíça e Reino Unido.

² Ver *The Maddison Project*, <http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm>, versão 2013, e Bolt e Zanden (2014). O produto *per capita* está avaliado em paridades do poder de compra, por forma a eliminar as diferenças resultantes da disparidade de níveis de preços entre países.

³ Também a década de 1940 foi de convergência significativa entre Portugal e o conjunto EO12, que sofreu mais diretamente as consequências da Segunda Guerra Mundial.

⁴ A taxa de crescimento na década de 1930 foi muito semelhante à da primeira década do século XXI, mas um pouco superior.

A desaceleração do crescimento ocorreu na generalidade dos países mais desenvolvidos e não apenas nos europeus, para o que contribuiu a crise financeira internacional iniciada nos EUA em 2007 e transmitida à Europa em 2008. No entanto, algumas economias asiáticas escaparam àquela tendência, permitindo que aquela região apresentasse, na primeira década do século XXI, uma taxa média anual de 5,4%⁵. Portanto, os fatores que terão afetado o crescimento dos países mais desenvolvidos, incluindo Portugal, não terão operado da mesma forma sobre os países em desenvolvimento; nomeadamente, não impediram a continuação do seu processo de convergência em direção ao nível de rendimento dos países mais desenvolvidos.

Produtividade, “a medida da nossa ignorância” /

Em traços gerais e tomando os recursos naturais como um dado, a produção total de um país depende de três elementos: a produtividade, o *stock* de capital e o “capital humano”⁶.

A produtividade total dos fatores reflete todos os fatores que possam influenciar a quantidade produzida por uma certa combinação capital-trabalho. A dificuldade está em identificar e medir esses fatores – daí que a produtividade total dos fatores surja associada às expressões “resíduo de Solow” e “medida da nossa ignorância” (Abramovitz, 1956). Assim, por exemplo, este conceito de produtividade refletirá a introdução de novos processos produtivos que permitam produzir mais com a mesma quantidade de recursos: à medida que os novos processos produtivos se espalham pela economia, a produtivi-

dade total irá aumentando. Este conceito de produtividade refletirá igualmente a introdução de produtos de qualidade superior e a influência das instituições. Um efeito semelhante ocorrerá quando a estrutura setorial da economia se estiver a alterar, com os recursos a serem desviados de setores menos produtivos para setores mais produtivos.

Embora não seja independente do investimento nem do capital humano, a produtividade é o fator fundamental na determinação do crescimento económico no longo prazo. Duas fontes de informação sobre a evolução da produtividade em Portugal – representadas na Figura 2.2 – são a Comissão Europeia (através da base de dados AMECO – Base de dados macroeconómicos da Comissão Europeia) e o grupo de instituições envolvidas no desenvolvimento da base de dados conhecida por *Penn World Tables* (PWT, ver Feenstra *et al.*, 2015 – dados para as contas nacionais de um conjunto alargado de países). A dissonância entre as duas estimativas da produtividade portuguesa exemplifica as dificuldades associadas a este tipo de análise. De acordo com a nossa leitura dos dados, a principal razão para a diferença entre as estimativas da produtividade presentes na AMECO e nas PWT reside no tratamento dado ao “capital humano”⁷. Usando os procedimentos e as parametrizações mais comuns, construímos uma estimativa alternativa da produtividade total dos fatores em Portugal – também representada na Figura 2.2 –, tomando em consideração o índice do capital humano das PWT⁸. A nossa estimativa acaba por estar, na maior parte do tempo, a meio caminho entre a estimativa da AMECO e a das PWT. No entanto, as três estimativas têm em comum a estagnação da produtividade total dos fatores desde o início dos anos 2000.

⁵ A este propósito, é importante referir que as economias asiáticas apresentaram, desde finais dos anos 90, desempenhos muito díspares, destacando-se pela positiva a Coreia do Sul, Singapura, Taiwan e a República Popular da China. Para uma análise das causas das diferenças de desempenho das economias asiáticas, ver, por exemplo, *How Asia Works – Success and Failure in the World’s Most Dynamic Region* de Joe Studwell (2014).

⁶ O conceito de “capital humano” procura medir a capacidade para, com um certo tempo de trabalho, produzir (ou gerar) rendimentos. Essa capacidade deverá ser uma função crescente da formação recebida pelo trabalhador. Deixamos o desenvolvimento deste tema para o Capítulo 6.

⁷ Se a influência do *stock* de capital humano for individualizada na função de produção (como é feito em Mankiw *et al.*, 1992) e medidas desse capital humano forem utilizadas no procedimento de estimação, então a estimativa da produtividade total dos fatores não refletirá a evolução do grau de formação da força de trabalho. Quando tais medidas não estiverem disponíveis, o efeito do capital humano fará parte do “resíduo” da estimação, ou seja, estará incluído na estimativa da produtividade total dos fatores. Por consequência, a interpretação da evolução da produtividade total dos fatores depende dos restantes elementos que forem considerados na função de produção.

⁸ O procedimento habitual é supor que o produto agregado está relacionado com o *stock* de capital existente e com a quantidade utilizada do fator trabalho através de uma função do tipo “Cobb-Douglas”. Significa isto que o produto agregado será o resultado da multiplicação da produtividade total dos fatores por uma média geométrica ponderada dos fatores capital e trabalho. A parametrização mais comum atribui ao fator capital o peso de um terço no cálculo dessa média ponderada.

2.1 Produtividade e convergência: uma perspetiva longa /

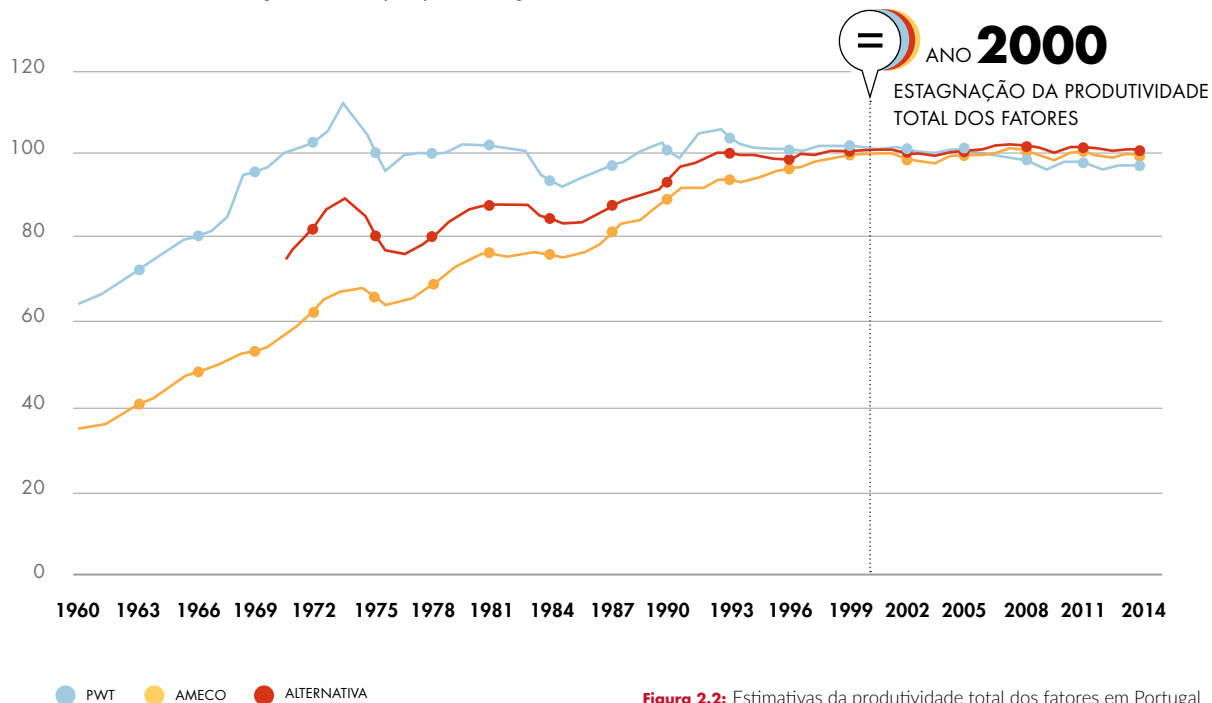


Figura 2.2: Estimativas da produtividade total dos fatores em Portugal (base 2000 = 100).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO e das PWT. O cálculo da estimativa “Alternativa” é discutido no texto.

Contributos para o crescimento económico /

Utilizamos a nossa estimativa da produtividade total dos fatores para decompor o crescimento da produção em Portugal entre 1970 e 2014 – ver Tabela 2.1. Os números da Tabela 2.1 representam, aproximadamente, a variação percentual do produto em cada período e os pontos percentuais (pp) com que a produtividade total dos fatores, o *stock* de capital, o capital humano, as horas de trabalho por trabalhador e o número de trabalhadores contribuíram para essa variação do produto. Por exemplo, entre 2000 e 2007, o produto cresceu aproximadamente 8%, tendo 7 pp resultado do aumento do *stock* de capital, 1 pp do aumento da produtividade total dos fatores, e outro 1 pp do aumento do capital humano, enquanto a diminuição das horas de trabalho por trabalhador fez baixar o produto em 1 pp.

Os dados apresentados na Tabela 2.1 sugerem que a acumulação de capital foi o principal contribuinte para o aumento da produção em Portugal, correspondendo a quase metade do aumento do produto entre 1970 e 2014. Tal conclusão corrobora resultados apresentados anteriormente, por exemplo, em Amador e Coimbra (2007), Lains (2013) e Amaral (1998), este último para

um período anterior (1951-1973) ao por nós analisado. No entanto, tal conclusão faz igualmente lembrar o comentário feito por Paul Krugman ao “milagre” económico observado nos países do Leste Asiático no período de 1960-1980. Krugman (1994) chamou a atenção para o facto de um crescimento baseado na acumulação de capital, e não no aumento da produtividade, não poder ser duradouro, dado que a acumulação de capital, mantendo o resto constante, levará a uma diminuição da produtividade do capital e, conseqüentemente, a uma diminuição do incentivo para a realização de novos investimentos.

Os resultados apresentados na Tabela 2.1 sugerem também que o aumento da produtividade total dos fatores foi responsável por pouco mais de um quarto do aumento do produto. O aumento do capital humano e o aumento do número de horas por trabalhador deram contributos quase iguais, superando ligeiramente, em conjunto, a contribuição do aumento da produtividade. Entre 1970 e 2014, o número de empregados diminuiu ligeiramente, afetando negativamente o produto em 1 pp.

De acordo com a decomposição do crescimento económico proposta na Tabela 2.1, a redução do ritmo de crescimento no início do século XXI deveu-se essencialmente à diminuição do ritmo de crescimento do *stock* de capital e da produtividade. O ritmo de crescimento do capital humano por trabalhador também diminuiu e as horas de trabalho por trabalhador deixaram de aumen-

tar. No caso do capital humano por trabalhador, há margem para um progresso significativo (ver Simões *et al.*, 2014), mas é natural que ocorra a um ritmo mais lento, agora que boa parte da população ativa já foi abrangida por maiores exigências de formação, nomeadamente no âmbito da escolaridade obrigatória – voltaremos a este tema no Capítulo 6.

Tabela 2.1

Decomposição do crescimento económico português, 1970-2014

Crescimento	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-2007	2007-2014	1970-2014
Produto	48	36	29	8	-7	114
Produtividade	16	9	4	1	-1	30
Stock de capital	17	14	14	7	1	52
Capital humano por trabalhador	5	5	5	1	2	18
Média das horas de trabalho	10	6	1	-1	-1	15
Número de trabalhadores	0	1	5	0	-8	-1

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO e das PWT.

Crescimento potencial /

A metodologia usada para analisar as fontes do crescimento pode também ser usada para estudar o comportamento do produto potencial. O produto potencial de um país é o que pode ser produzido quando todos os recursos desse país são empregados de modo sustentável. A tendência de crescimento do produto potencial depende do crescimento da produtividade, do *stock* de capital e da população ativa.

Na Figura 2.3, apresenta-se o hiato do produto, isto é, a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial, estimado pela Comissão Europeia e medido em percentagem do produto potencial.

De acordo com estes dados, o hiato do produto, embora ainda seja negativo em 2016, já está próximo de zero e estima-se que será ligeiramente positivo em 2017. Estas estimativas sugerem que o problema da economia portuguesa não será a escassez de procura, mas sim a baixa taxa de crescimento do produto potencial. Neste contexto, assumem grande importância a evolução da produtividade e o investimento como fatores impulsores do crescimento de longo prazo da economia.

Na próxima secção, descrevemos a evolução do investimento nas últimas décadas no contexto da Área do Euro, tendo em atenção a sua composição.

2.1 Produtividade e convergência: uma perspetiva longa /

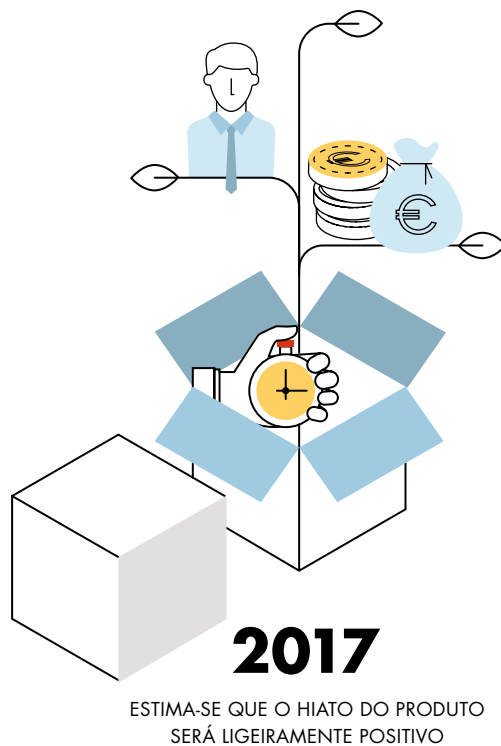
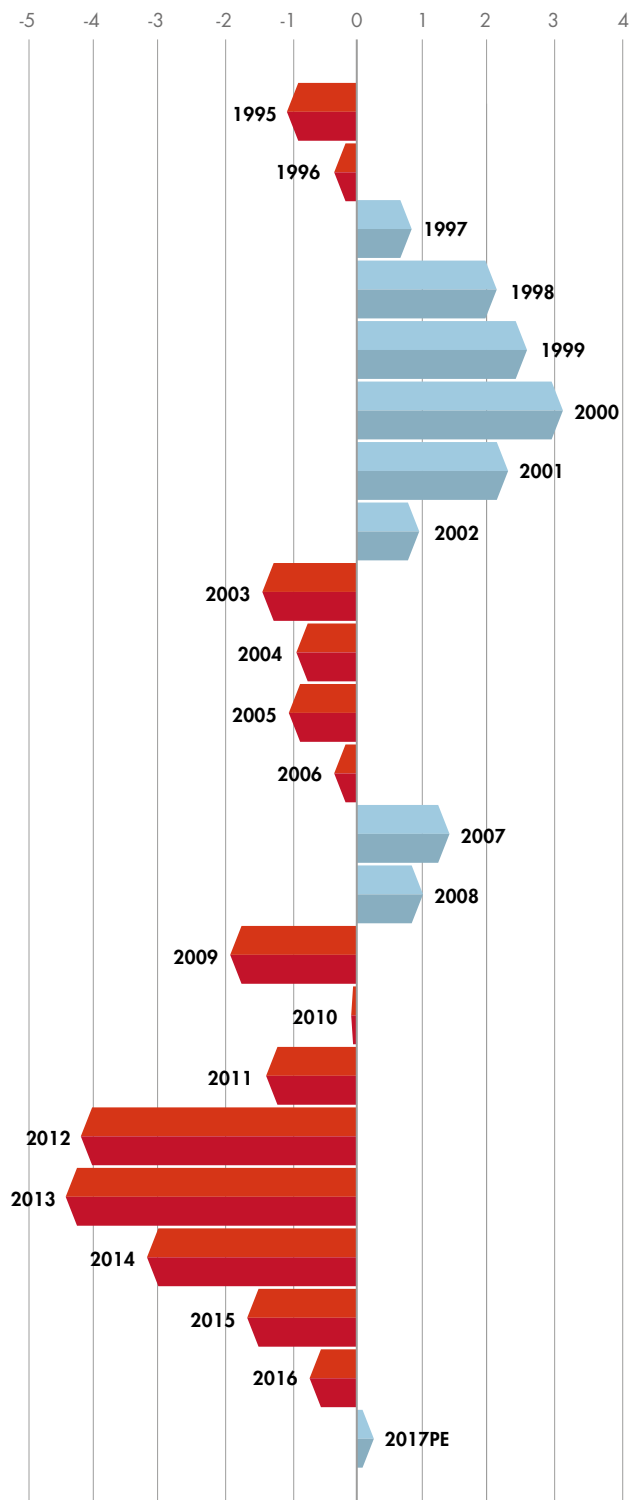


Figura 2.3: Hiato do produto (% produto potencial).

Fonte: AMECO.

2.2

Investimento agregado: tendências e composição

Nas últimas décadas do século XX, Portugal foi dos países do que viria a ser a Área do Euro a 12 que registaram taxas de crescimento do investimento (“formação bruta de capital fixo”, ou FBCF, nas contas nacionais) mais elevadas – ver Tabela 2.2. Mesmo nos anos de 1970, quando as taxas de crescimento diminuíram significativamente, o investimento em Portugal cresceu em média 4% ao ano, taxa apenas superada na Irlanda (5,6%). O ritmo de crescimento médio do investimento manteve-se aproximadamente constante nos anos de 1980 e 1990, permanecendo acima do valor registado para a Área do Euro a 12. Nos anos de 1980, Portugal apenas ficou atrás do Luxemburgo (6,2%) e da Espanha (5,6%), enquanto nos anos de 1990 foi mesmo o país onde o investimento mais cresceu em termos reais.

O panorama mudaria radicalmente nos primeiros anos do século XXI: de 2001 a 2007, o crescimento real do investimento em Portugal foi claramente negativo (em média,

diminuiu 1,7% ao ano), contrastando com o observado no resto da Área do Euro a 12 (crescimento médio anual de 2,5%). Se juntarmos a esse período o período de 2008-2016, que inclui a crise financeira internacional e a crise da dívida, o crescimento médio real do investimento em Portugal torna-se ainda mais negativo (-3,2%). No período de 2001-2016, para além de Portugal, apenas a Grécia e a Itália apresentaram decréscimos reais do investimento, com quebras médias anuais de 4,4% e 1,3%, respetivamente.

Resumindo, entre 1960 e 2000, o crescimento da FBCF em Portugal esteve entre os mais elevados dos países que constituem a Zona Euro. Pelo contrário, entre 2001 e 2007, a economia portuguesa destaca-se por ser a que apresenta o pior desempenho da Zona Euro em termos de FBCF. A crise financeira internacional e a crise da Zona Euro agravaram ainda mais esta situação. Estes dados ilustram a dimensão estrutural que afeta o desempenho da economia portuguesa e o investimento.

Tabela 2.2

Taxa de crescimento médio real da formação bruta de capital fixo (%)

	1961-1970	1971-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2007	2001-2016
Área do Euro (12)	5,6	1,3	3,0	2,0	2,5	0,4
Alemanha	4,2	0,5	3,0	1,2	0,8	0,9
Irlanda	8,9	5,6	-0,9	9,0	7,8	4,6
Grécia	8,2	-0,4	0,5	3,9	6,3	-4,4
Espanha	9,2	1,7	5,6	3,6	6,0	0,1
França	7,2	1,9	2,6	2,0	2,7	1,0
Itália	4,1	2,3	2,5	1,5	2,1	-1,3
Portugal	7,3	4,0	4,1	4,4	-1,4	-3,2

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

2.2 Investimento agregado: tendências e composição /

Tabela 2.3

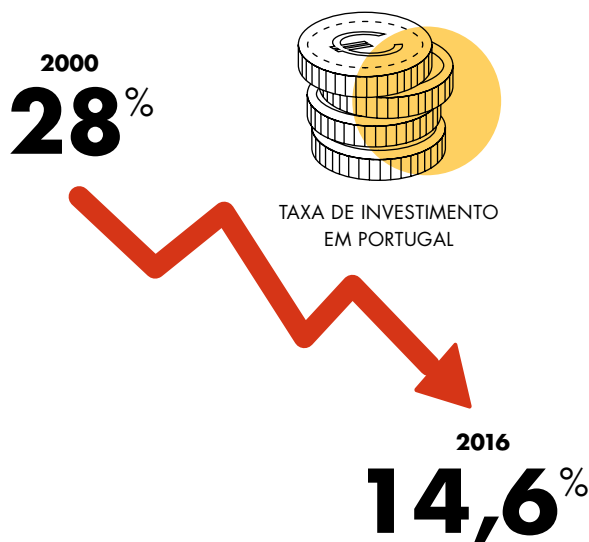
Peso da FBCF no PIB (% , média no período indicado)

	1961-1970	1971-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2007	2001-2016
Área do Euro (12)	25	25	22	22	22	21
Alemanha	25	23	20	24	20	20
Irlanda	21	26	21	20	27	23
Grécia	25	30	25	22	24	19
Espanha	25	25	23	23	29	25
França	25	25	22	21	22	22
Itália	25	25	23	20	21	20
Portugal	23	29	29	26	24	20

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

O padrão observado no comportamento da taxa de crescimento real do investimento acaba por ter reflexo na evolução do peso do investimento no PIB – ver Tabela 2.3. Com efeito, nos anos 1960, o peso da FBCF em Portugal (23%) era dos mais baixos da Área do Euro a 12, embora estivesse pouco abaixo da média (25%). Nas décadas seguintes, esse peso aumentou e foi dos mais elevados, ou mesmo o mais elevado, na Área do Euro a 12, sendo 29% durante os anos de 1970 e 1980, e 26% na década de 1990. Nos primeiros anos do século XXI, o peso do investimento diminuiu, voltando a situar-se perto da média da Área do Euro a 12.

Na Figura 2.4, apresentamos a evolução da taxa de investimento desde 2000. Os dados mostram que, no contexto do grupo de países representado na figura, Portugal passou da taxa de investimento mais elevada no ano de 2000 (28%) para a taxa mais baixa, com 14,6% em 2016. A taxa de investimento na Área do Euro atingiu o valor máximo de 23% do PIB em 2007, tendo diminuído em seguida para valores em torno dos 20%. A taxa de investimento da Alemanha manteve-se próxima dos 20% durante todo o período. Em Espanha, depois de ter atingido um valor máximo de 31% do PIB em 2007, registou uma redução significativa, fixando-se em cerca de 20% do PIB desde 2012. No período pós-crise financeira internacional,



outros países, para além de Portugal, com taxas de investimento significativamente inferiores a 20% do PIB são a Grécia (12% em 2016), a Itália (17% em 2016), Chipre (14% em 2016) e o Reino Unido (17% em 2016). Deste modo, a taxa de investimento da economia portuguesa encontra-se entre as mais baixas da Área do Euro, desde o pedido de resgate à *troika* em 2011, e em valores mínimos das últimas décadas.

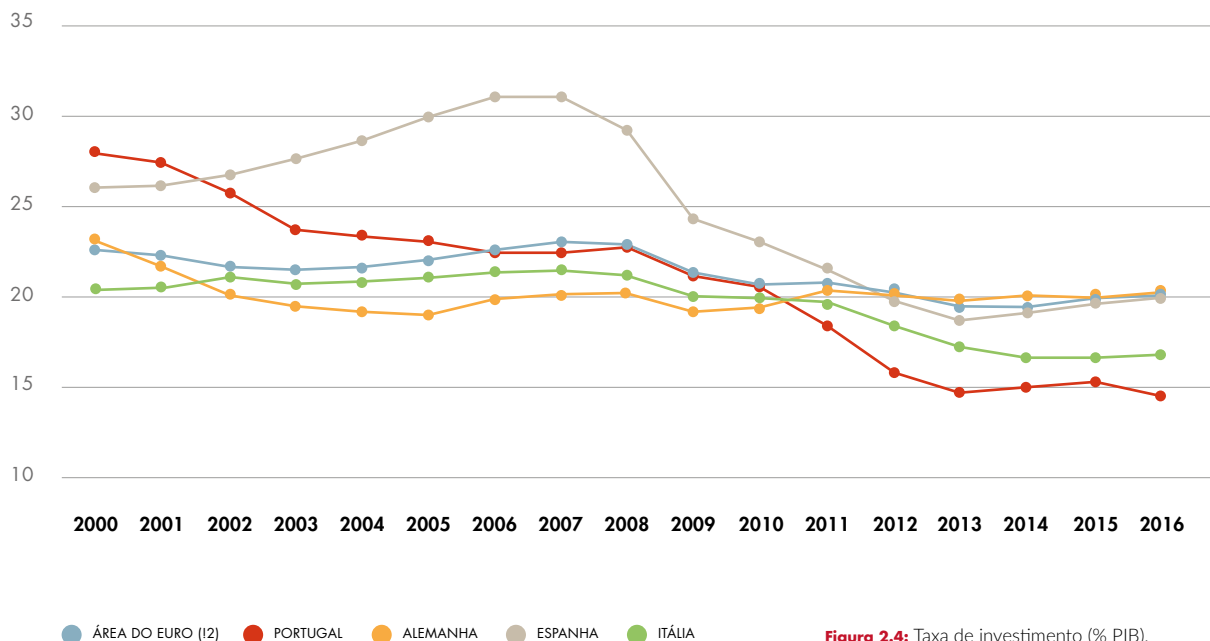


Figura 2.4: Taxa de investimento (% PIB).
Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

Investimento público, empresarial e em habitação /

Para compreendermos melhor a evolução do investimento agregado, procedemos à sua decomposição em três categorias. A Figura 2.5 mostra a evolução da taxa de investimento em Portugal, desde 1995, desagregada por setor: público, empresas (financeiras e não-financeiras) e particulares (essencialmente, investimento em habitação por parte das famílias).

A Figura 2.5 revela dois ciclos no investimento empresarial. O primeiro teve o seu pico em 2000, ano em que o investimento das empresas representou 14,4% do PIB; o pico do segundo ciclo ocorreu em 2008, representando 13,8% do PIB. Nos últimos anos, o investimento das empresas tem representado cerca de 10% do PIB, o que está próximo dos valores observados em meados dos anos 1990. A redução do investimento das empresas foi responsável por pouco mais de um terço da quebra na taxa de investimento entre 2000 e 2008.

O aumento do investimento público foi uma das respostas à crise financeira internacional, incentivado pelo

G20 e pela Comissão Europeia. Em Portugal, o investimento público atingiu 5,3% do PIB em 2010. No período anterior à crise financeira internacional, a tendência do investimento público era decrescente (desde o máximo de 5,6% do PIB registado em 1997) e, assim, voltou a ser após o início da crise da dívida – nos últimos anos, o investimento público tem representado cerca de 2% do PIB⁹.

O investimento dos particulares (famílias e instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias) é, na sua maior parte, investimento em habitação. Assim, essa componente da Figura 2.5 mostra-nos de forma aproximada o comportamento do investimento em habitação em Portugal. Na segunda metade dos anos 1990, o investimento em habitação apresentou uma tendência crescente. Depois do pico de 9,1% do PIB no ano 2000, a tendência passou a ser decrescente. Desde 2013, o peso do investimento em habitação no PIB parece ter estabilizado um pouco acima dos 3%.

⁹ No Capítulo 7, dedicado às propostas de política para a promoção do investimento, analisaremos com maior detalhe a evolução do investimento público.

2.2 Investimento agregado: tendências e composição /

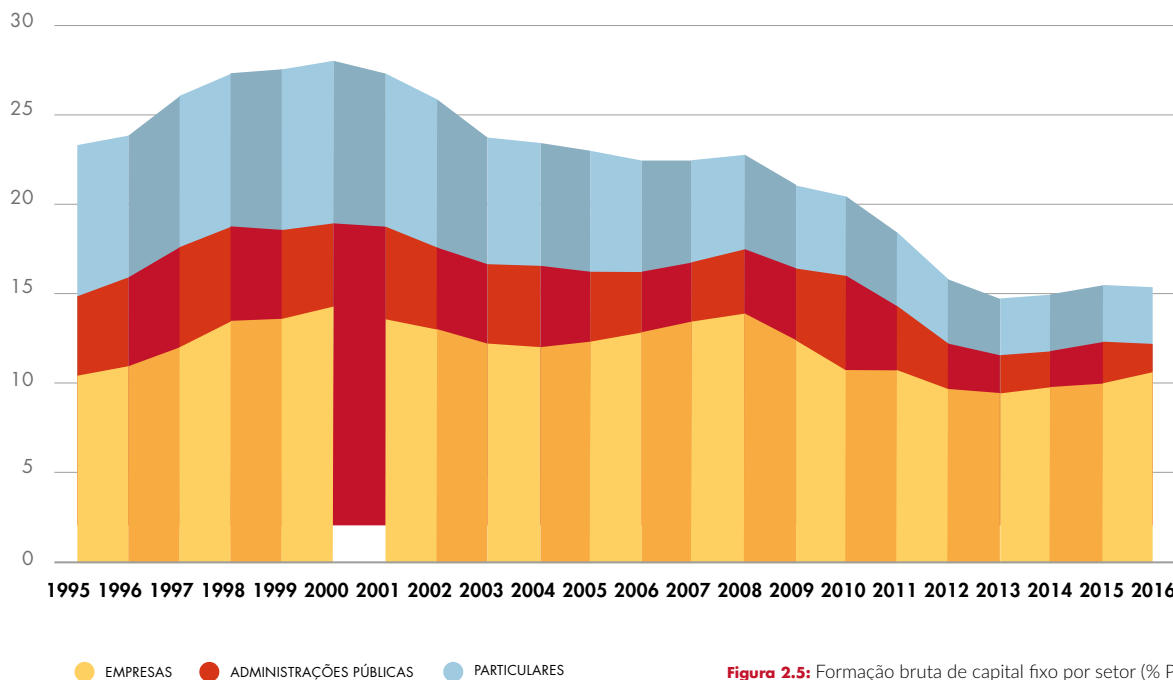
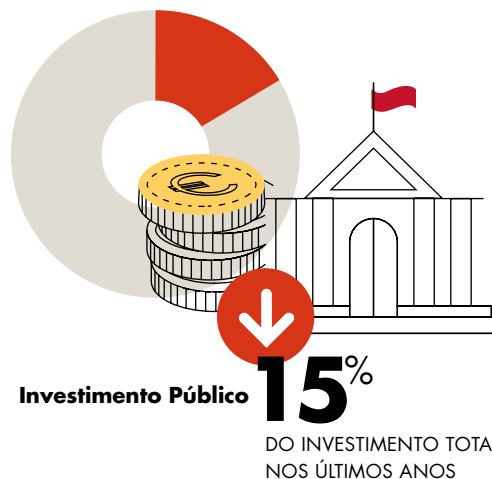


Figura 2.5: Formação bruta de capital fixo por setor (% PIB).
Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do INE.

Refletindo as variações descritas acima, o peso do investimento em habitação caiu acentuadamente de 36% do investimento total, em 1995, para 23%, em 2008, tendo-se mantido o seu peso nos anos seguintes em torno daquele valor. Também o peso do investimento público apresentou uma tendência decrescente no período, representando cerca de 15% do investimento total nos últimos anos. Naturalmente, a diminuição do peso do investimento das Administrações Públicas e dos Particulares implicou um aumento do peso do investimento das empresas, o qual, entre 1995 e 2016, passou de 45% para valores superiores a 60%.

A redução do investimento em habitação, bem como do investimento público, refletiu-se no peso da construção de habitações no PIB, que chegou a ser de 8% no ano 2000, mas desceu muito significativamente desde então, sendo menos de um terço daquele valor desde 2013 (2,5% do PIB) – na secção seguinte, em que analisamos a alteração estrutural da economia portuguesa, voltaremos este tema¹⁰.



Um resultado importante a retirar dos dados apresentados acima é que a variação do investimento em habitação, em percentagem do PIB, entre 2000 e 2016, representou quase metade da redução da taxa de investimento da economia portuguesa.

¹⁰ Para uma análise mais detalhada da evolução da riqueza em habitação e da importância da construção de habitação na atividade produtiva em Portugal, ver Alexandre *et al.* (2017).

O investimento das empresas no contexto da Área do Euro /

Na Tabela 2.4, apresentamos a evolução do investimento das empresas, em percentagem do PIB, na Área do Euro e para vários países dessa zona monetária, desde 1990. Os dados mostram que existem diferenças significativas entre os países da Área do Euro na taxa de investimento das empresas, o que sugere que as características dos países são um fator importante na explicação do investimento das empresas – ver, a este propósito, por exemplo, Palenzuela e Dees (2016).

Os dados da Tabela 2.4 sugerem que, no que diz respeito ao peso do investimento das empresas (em percentagem do PIB), os países da Área do Euro podem dividir-se

em três grupos: Alemanha, França, Finlândia, Irlanda e Portugal estão próximos da média (12%-13%); Bélgica, Espanha e Áustria estão claramente acima da média (15%-16%); e a Grécia está significativamente abaixo da média, com uma taxa de investimento das empresas entre 6% e 8% do PIB. Nesta divisão, colocámos Portugal no grupo de países próximos da média. No entanto, quando se considera apenas o período de 2008-2016, a taxa de investimento das empresas em Portugal é inferior à registada nos períodos anteriores (uma quebra de 13% do PIB, entre 2001-2007, para 11% do PIB, entre 2008 e 2016) e é também inferior à registada na Área do Euro nesse período.

Tabela 2.4

Formação bruta de capital das empresas (% PIB, média no período indicado)

	1991-2000	2001-2007	2008-2016	2001-2016
EA12	NA	13	12	12
Bélgica	13	15	15	15
Alemanha	13	12	11	12
Irlanda	13	12	14	13
Grécia	8	8	5	6
Espanha	14	16	14	15
França	11	12	13	12
Itália	10	11	10	10
Luxemburgo	NA	13	11	12
Holanda	12	10	11	11
Áustria	15	16	15	15
Finlândia	12	13	12	12
Portugal	13	13	11	12

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.
NA – não disponível; EA12 – Área do Euro (12 países).

2.2 Investimento agregado: tendências e composição /

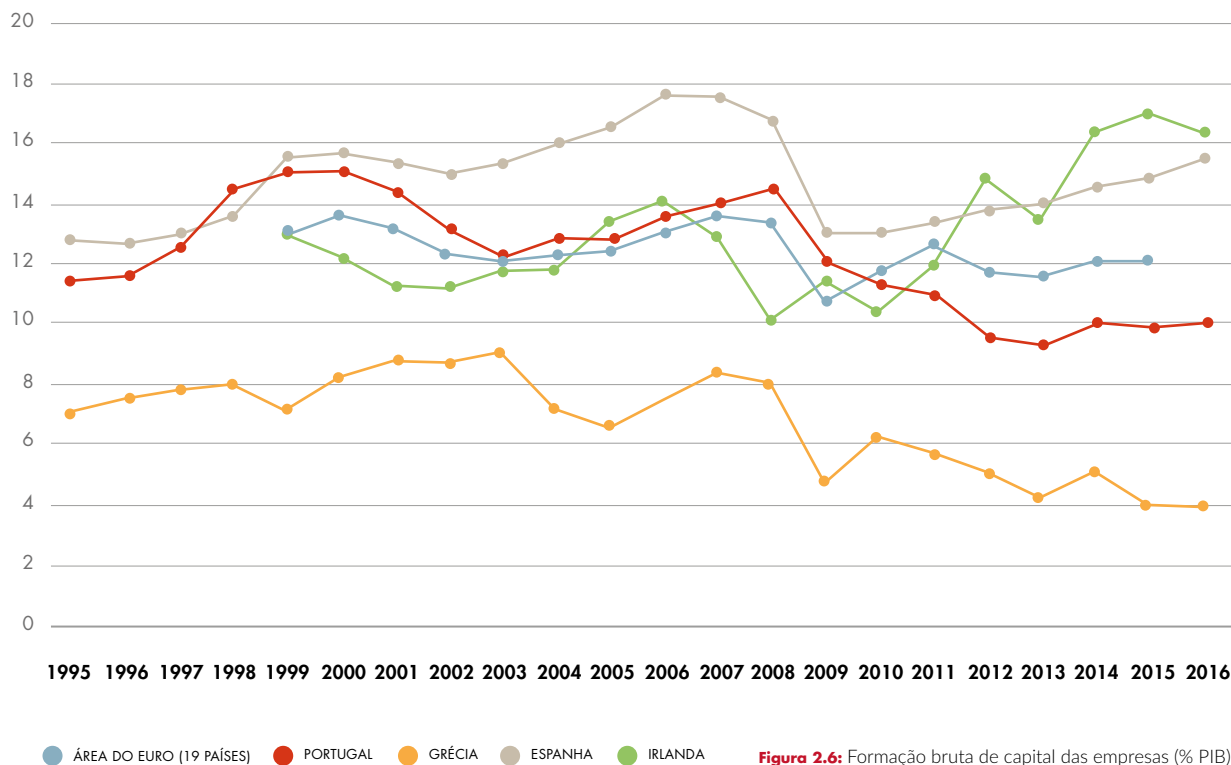


Figura 2.6: Formação bruta de capital das empresas (% PIB).
Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

O investimento das empresas nos países intervencionados pela *troika* (Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal) apresentou comportamentos muito diferenciados nas últimas décadas – ver Figura 2.6. Nos casos espanhol e irlandês, o investimento das empresas registou um aumento significativo nos anos anteriores à crise financeira internacional, atingindo valores máximos, em 2006, de 17,5% e 13,8% do PIB, respetivamente. Em ambos os casos, registou-se uma queda abrupta do investimento das empresas nos anos seguintes. No caso da Irlanda, o valor mínimo de 9,4% do PIB foi atingido em 2008, tendo-se seguido uma recuperação, que levou a que, em 2012, o investimento das empresas se fixasse num valor superior a 15% do PIB e, em 2016, num valor superior a 19% do PIB – isto é, valores muito superiores aos registados antes da crise financeira internacional. Em Espanha, o valor mínimo da taxa de investimento das empresas de 12,9% do PIB foi atingido em 2009. Nesse ano, teve início uma recuperação lenta mas contínua do investimento das empresas que, em 2016, ultrapassou os 15% do PIB. Deve ainda salientar-se o facto de a taxa de investimento das empresas em Espanha, apesar da gravidade da crise

económica e financeira, se ter mantido sempre acima da taxa de investimento da Área do Euro.

A Grécia sobressai por apresentar uma taxa de investimento das empresas muito baixa relativamente aos outros países da Área do Euro – ver Tabela 2.4. A taxa de investimento das empresas gregas era cerca de 8% do PIB em 2007, tendo diminuído nos anos seguintes para valores em torno dos 5%. Os dados da Figura 2.6 sugerem que ainda está em curso uma tendência de queda.

Em relação a Portugal, a taxa de investimento das empresas atingiu um valor máximo de 14,4% do PIB em 2008 (aproximando-se do valor máximo de 15% do PIB atingido em 2000) e iniciou uma trajetória descendente, atingindo um valor mínimo de 9,2% em 2013. Ao contrário do que se verificou na Irlanda e em Espanha, a taxa de investimento das empresas tem-se mantido desde essa altura em torno dos 10% do PIB, um valor inferior ao registado nas últimas décadas – ver Tabela 2.4. Até 2010, a taxa de investimento das empresas mantinha-se em linha com a taxa de investimento da Área do Euro, mas é, desde essa altura, significativamente inferior – ver Figura 2.6.

2.3

Alteração estrutural

Para que as economias cresçam, o investimento tem de se dirigir para os setores com maior potencial de crescimento – ver, por exemplo, Rodrick (2011). Os setores “não-transacionáveis” (que são, essencialmente, serviços), além de estarem protegidos da concorrência externa, costumam igualmente caracterizar-se por um menor potencial de crescimento da produtividade. O aumento da importância dos setores não-transacionáveis deverá, por consequência, implicar uma menor taxa de crescimento da produtividade no conjunto da economia.

Nas últimas duas décadas, a estrutura da economia portuguesa continuou o seu processo de alteração estrutural¹¹. De acordo com a nossa análise, em que considerámos como setores não-transacionáveis os ramos de atividade em que o peso das exportações e das importações no total dos recursos do ramo é inferior a 15%¹², o peso dos setores não-transacionáveis aumentou de 67% para 72% entre 1995 e 2014.

A variação no peso relativo dos setores não-transacionáveis corresponde quase na totalidade à variação do peso do setor imobiliário, cujo peso no valor acrescentado bruto (VAB) total aumentou de 7,7% para 12,5%, entre 1995 e 2014. Neste período, o setor do alojamento e da restauração também aumentou a sua importância (de 3,9% para 5,3%), bem como o setor da saúde (de 3,4% para 4,6%). O aumento do peso destes dois setores não-transacionáveis compensou a queda do setor da construção (de 6,5% para 4,1%).

Naturalmente, o aumento da importância dos setores não-transacionáveis ocorreu à custa da diminuição do peso dos transacionáveis. Entre estes, as reduções concentraram-se no ramo da agricultura, silvicultura e pesca (de 5,5% para 2,3%), nos têxteis (de 4,5% para 2,5%) e no ramo da madeira, papel e serviços de impressão (de 2,4% para 1,4%), por ordem decrescente de magnitude.

Uma das questões mais importantes para percebermos o regime de baixo crescimento da economia portuguesa diz respeito às razões que levaram a que os recursos continuassem a concentrar-se em setores não-transacionáveis, mesmo naqueles em que os sinais de esgotamento eram evidentes desde o início dos anos 2000.

O aumento do peso dos setores não-transacionáveis refletiu a transferência de recursos para aqueles setores. Nas últimas duas décadas, o investimento nos setores não-transacionáveis foi sempre superior a 65% do investimento total. Uma das questões mais importantes para percebermos o regime de baixo crescimento da economia portuguesa diz respeito às razões que levaram a que os recursos continuassem a concentrar-se em setores não-transacionáveis, mesmo naqueles em que os sinais de esgotamento eram evidentes desde o início dos anos 2000.

¹¹ A evolução da estrutura da economia portuguesa, com ênfase na distinção entre setores transacionáveis e não-transacionáveis, é analisada numa perspetiva mais longa em Alexandre e Bação (2013).

¹² **Setores não transacionáveis:** Produção e distribuição de eletricidade, gás, vapor e ar frio; Construção; Comércio por grosso e a retalho; Reparação de veículos automóveis e motociclos; Atividades de alojamento e restauração; Telecomunicações; Atividades financeiras e de seguros; Atividades imobiliárias; Atividades jurídicas, de contabilidade, gestão, arquitetura, engenharia e atividades de ensaios e análises técnicas; Investigação científica e desenvolvimento; Administração pública e defesa; Segurança social obrigatória; Educação; Atividades de saúde humana; Atividades de apoio social; Atividades artísticas, de espetáculos e recreativas; Outras atividades de serviços; Atividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico; Atividades de produção de bens e serviços pelas famílias para uso próprio.

Setores transacionáveis: Agricultura, silvicultura e pesca; Indústrias extrativas; Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco; Indústria têxtil, do vestuário, do couro e dos produtos de couro; Indústria da madeira, pasta, papel e cartão e seus artigos e impressão; Fabricação de coque e de produtos petrolíferos refinados; Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas e artificiais; Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas; Fabricação de artigos de borracha, de matérias plásticas e de outros produtos minerais não-metálicos; Indústrias metalúrgicas de base e fabricação de produtos metálicos, exceto máquinas e equipamentos; Fabricação de equipamentos informáticos, equipamentos para comunicação, produtos eletrónicos e óticos; Fabricação de equipamento elétrico; Fabricação de máquinas e equipamentos, n.e. (não especificado); Fabricação de material de transporte; Indústrias transformadoras, n.e.; Reparação, manutenção e instalação de máquinas e equipamentos; Captação, tratamento e distribuição de água; Saneamento, gestão de resíduos e despoluição; Transportes e armazenagem; Atividades de edição, gravação e programação de rádio e televisão; Consultoria, atividades relacionadas de programação informática e atividades dos serviços de informação; Outras atividades de consultoria, científicas e técnicas; Atividades administrativas e dos serviços de apoio.

Não-transacionáveis e o regime de baixo crescimento da economia portuguesa /

Nas décadas de 1980 e 1990, o crescimento da economia portuguesa assentou no crescimento dos setores não-transacionáveis. A alteração da estrutura produtiva a favor dos setores não-transacionáveis, que acima descrevemos, refletiu a fase de desenvolvimento em que se encontrava a economia portuguesa e, em particular, as mudanças decorrentes do aumento do peso do Estado na economia. O aumento do peso do Estado, a integração europeia e o desenvolvimento do sistema financeiro foram as principais forças motoras dessa transformação estrutural – ver, por exemplo, Alexandre *et al.* (2016). Do Estado minimalista pré-25 de Abril de 1974, passámos para um Estado com um orçamento correspondente a metade da produção do País. De um conjunto muito regulado de bancos públicos (e pouco mais) em finais dos anos 1970, passámos para um setor financeiro liberalizado e moderno, envolto em *glamour*, no início do século XXI. A participação na União Económica e Monetária permitiu o acesso aos mercados financeiros internacionais em condições muito favoráveis.

As políticas públicas e a atividade do setor financeiro conjugaram-se para orientarem a economia para os setores não-transacionáveis.

As políticas públicas e a atividade do setor financeiro conjugaram-se para orientarem a economia para os setores não-transacionáveis. Carlos Tavares e Carlos Alves (2017) mostram que, entre 2002 e 2014, o crédito concedido pelo setor bancário às sociedades não-financeiras dos setores transacionáveis foi sempre inferior a 10% do crédito total. Entre os setores beneficiados, avultaram os da construção e imobiliário: estes setores, em 2014, concentravam cerca de 30% do crédito às empresas e mais de 50% do crédito vencido da banca. Estes setores podem oferecer garantias físicas, aparentemente mais sólidas, aos financiadores, pelo que tendem a ser prefe-

ridos pelas instituições de crédito¹³. Para esta orientação, terá também contribuído o facto de muitos bancos não disporem de sistemas de avaliação de crédito e de risco suficientemente desenvolvidos.

A concentração do crédito nos setores não-transacionáveis (por exemplo, em 1990, o crédito à habitação representava 25% do crédito total; em 2010, representava 43%) foi ajudada pelas políticas públicas. Um exemplo é o programa de Crédito Bonificado para a aquisição de habitação, que chegou a subsidiar, em 1998, dois em cada três euros dos novos créditos à habitação. Outro exemplo é o das parcerias público-privadas (PPP). As PPP serviram para retirar das contas sujeitas ao controlo das instâncias europeias certas despesas e a dívida correspondente. Ao colocar o setor privado a fazer essas despesas (nomeadamente na construção de vias de comunicação), em troca de pagamentos futuros, era o setor privado, em vez do público, que aparecia a endividar-se para as financiar, embora o fizesse com o conforto do contrato assinado com o Estado. Destacam-se também os grandes investimentos em obras públicas no âmbito da organização do Campeonato Europeu de Futebol de 2004, o Programa POLIS (Programa de Requalificação Urbana e Valorização Ambiental das Cidades) e a reabilitação de escolas pela empresa pública Parque Escolar.

Ao mesmo tempo, construíram-se redes que juntaram interesses e poderes económicos e políticos – ver, por exemplo, o livro *Em Nome do Pai e do Filho...*, de Luciano Amaral (Amaral, 2015), ou a discussão, no Capítulo 5, de *Crise e Castigo*, de Fernando Alexandre, Luís Aguiar-Conraria e Pedro Bação (Alexandre *et al.*, 2016). O governo de certas empresas, especialmente na área financeira, misturou-se com o governo do País, desviando recursos para projetos que se revelaram ruinosos.

Finalmente, o favorecimento que as políticas públicas deram aos setores não-transacionáveis – em particular, ao setor da construção – pode também ser explicado pelo peso que o setor ganhou na economia portuguesa nas décadas de 1980 e 1990. Quando este setor entrou em contração no início do século XXI – ver Secção 2.2 –,

¹³ Reis (2013) desenvolve um modelo da crise da economia portuguesa assente nesta ideia.

os efeitos recessivos no nível de atividade económica e na perda de emprego terão certamente influenciado a adoção de algumas das políticas que acima referimos.

Para ficarmos com uma ideia acerca da relação entre o ramo da construção e o resto da economia, estimámos um modelo estatístico relacionando o VAB real do ramo da construção e o VAB real do resto da economia com os dados das contas nacionais publicadas pelo INE, do primeiro trimestre de 1995 até ao quarto trimestre de 2016¹⁴. Os nossos resultados indicam que um aumento (uma diminuição) de 1% do VAB da construção durante um ano é acompanhado por um aumento (uma diminuição) de 0,1% do VAB do resto da economia portuguesa. Esta estimativa sugere que o ramo da construção tem efeitos multiplicadores não-negligenciáveis sobre o resto da economia.

Em termos de emprego, a face mais visível das flutuações da atividade económica do ponto de vista social, a nossa estimação aponta no sentido de um aumento (uma diminuição) de 1% do VAB da construção criar (destruir) quase três mil empregos nesse ramo. O efeito não é linear: por exemplo, se o VAB da construção cair 50%, serão perdidos 200 mil empregos. Segundo as nossas estimativas, a redução da atividade do setor da construção entre 2000 e 2008 terá custado entre 50 e 60 mil empregos nesse setor. Nos anos seguintes, a destruição de emprego no setor da construção atingiria os 200 mil empregos.

A magnitude destes efeitos, associada ao facto de a força de trabalho do setor da construção ter baixa escolaridade e a sua requalificação colocar muitos desafios, terá contribuído para que os decisores políticos procurassem adiar a alteração estrutural da economia.

O peso dos setores não-transacionáveis na economia também pode ajudar a explicar a dificuldade na introdução de reformas estruturais. Um dos objetivos das reformas estruturais é a eliminação de distorções e rendas excessivas que afetam a competitividade das empresas. Um estudo do Banco de Portugal sobre a concorrência na economia portuguesa (Amador e Soares, 2012)

concluiu que, “embora não haja problemas generalizados, alguns mercados apresentam larga margem para melhoria no ambiente de concorrência, designadamente no setor não-transacionável”.

O aumento da concorrência nos setores protegidos deverá reduzir os preços praticados, o que tornará menos oneroso o investimento em setores consumidores da produção dos setores protegidos. Duas das áreas acerca das quais se ouvem mais queixas são a energia e as comunicações. Em relação à eletricidade, os dados do Eurostat indicam que os preços em Portugal (excluindo taxas dedutíveis pelas empresas) estão na média europeia quando medidos em euros (estão claramente acima quando medidos em paridades de poder de compra, mas tal conceito poderá não ser muito relevante para as decisões de investimento de uma multinacional, por exemplo). Em relação às comunicações, os dados da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico) colocavam os custos em Portugal claramente acima da média da OCDE. A promoção da concorrência nestes setores de forma a melhorar a rentabilidade dos investimentos, nomeadamente nos setores transacionáveis, é assim uma dimensão importante que carece de intervenção política e de ação por parte das entidades reguladoras.

Evidentemente, os setores não-transacionáveis são indispensáveis à atividade económica e à sociedade. O seu desenvolvimento, nomeadamente nas últimas décadas do século XX, trouxe progresso e bem-estar aos portugueses. Portanto, os setores não-transacionáveis não podem ser diabolizados. Contudo, a insistência no seu desenvolvimento nos últimos anos, como se fosse a solução para as dificuldades do País, pode ficar para a história como um erro estratégico de grandes proporções. Afinal de contas, pensando no caso específico da construção, o País já tem as infraestruturas essenciais, e o parque habitacional é, de acordo com dados publicados pelo INE, excedentário em 2 milhões de alojamentos – o País já está construído; agora é necessário passar a outra fase do desenvolvimento económico, retomando o processo de convergência com as economias mais avançadas.

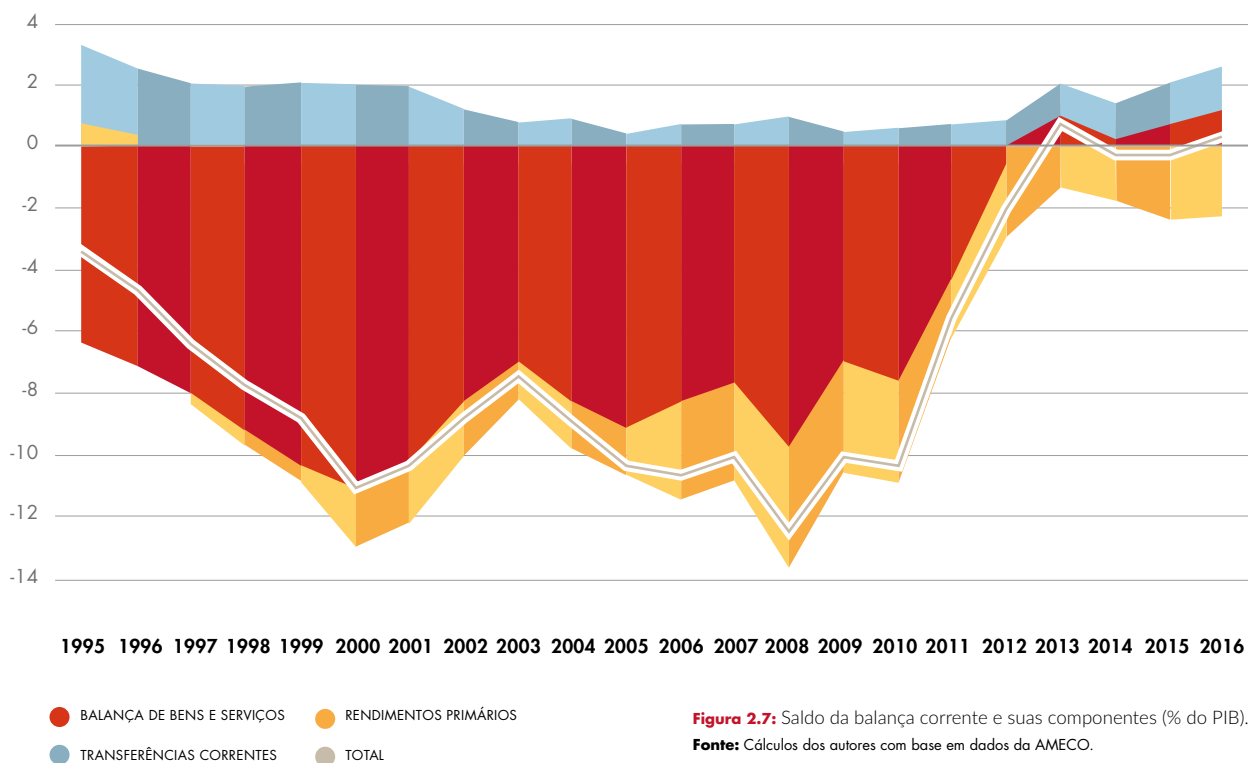
¹⁴ O nosso interesse estava em saber qual seria o efeito de uma variação inesperada que afete primeiramente o VAB do ramo da construção sobre o resto da economia. A dificuldade está em identificar essas “variações inesperadas” (“choques”). É usual recorrer à “decomposição de Cholesky” para conseguir identificar os choques. Porém, tal exige supor que há choques que, no período em que ocorrem, afetam apenas um dos ramos – no nosso caso, ou apenas o ramo da construção, ou apenas o resto da economia. Face a esta dificuldade, optámos por uma solução salomónica, tomando a média das duas estimativas obtidas.

Balança de bens e serviços /

Nos últimos anos, há sinais de alterações estruturais na economia portuguesa, em particular do aumento do peso dos setores transacionáveis na economia relativamente aos setores não-transacionáveis. De acordo com os cálculos apresentados em Banco de Portugal (2017b), entre 2014 e o 1.º trimestre de 2017, o VAB dos bens e serviços transacionáveis aumentou 10,1%, enquanto o dos bens e serviços não-transacionáveis (excluindo os setores “Administração Pública” e “Atividades Imobiliárias”) aumentou apenas 3,1%. No entanto, o aumento do grau de abertura da economia portuguesa e o equilíbrio das contas externas – considerado por muitos o maior sucesso do programa de ajustamento da economia portuguesa – são talvez o sinal mais significativo de alterações na estrutura setorial da economia portuguesa. De facto, nos últimos anos, a balança corrente passou de fortemente (e persistentemente) deficitária a ligeiramente excedentária – ver Figura 2.7. O principal contributo para esta transformação veio da balança de bens e serviços, apesar de as outras componentes (saldo dos rendimentos primários e saldo das transferências correntes) também evidenciam uma tendência para a melhoria.

O “Turismo” (mais corretamente, a diferença entre o consumo final de não-residentes no território económico nacional e o consumo final de residentes fora do território económico nacional) foi o setor que mais contribuiu para a melhoria do saldo da balança de bens e serviços, com uma variação de quase dois pontos percentuais do PIB. Entre 2009 e 2014, a diferença entre o consumo final de não-residentes no território económico nacional e o consumo final de residentes fora do território económico nacional, em percentagem do PIB, aumentou de cerca de 2,5% para 4,1%. Para além do contributo do “Turismo”, devemos também salientar os contributos dos setores “Equipamento de transporte” e “Metais de base e produtos metálicos”.

O bom desempenho das exportações refletiu-se num aumento do seu peso no PIB – ver Figura 2.8 – que atingiu os 40% em 2014. O aumento do peso das exportações desde 2011 (o ano do pedido de assistência à *troika*) é notável e terminou com uma sequência longa de défices externos.



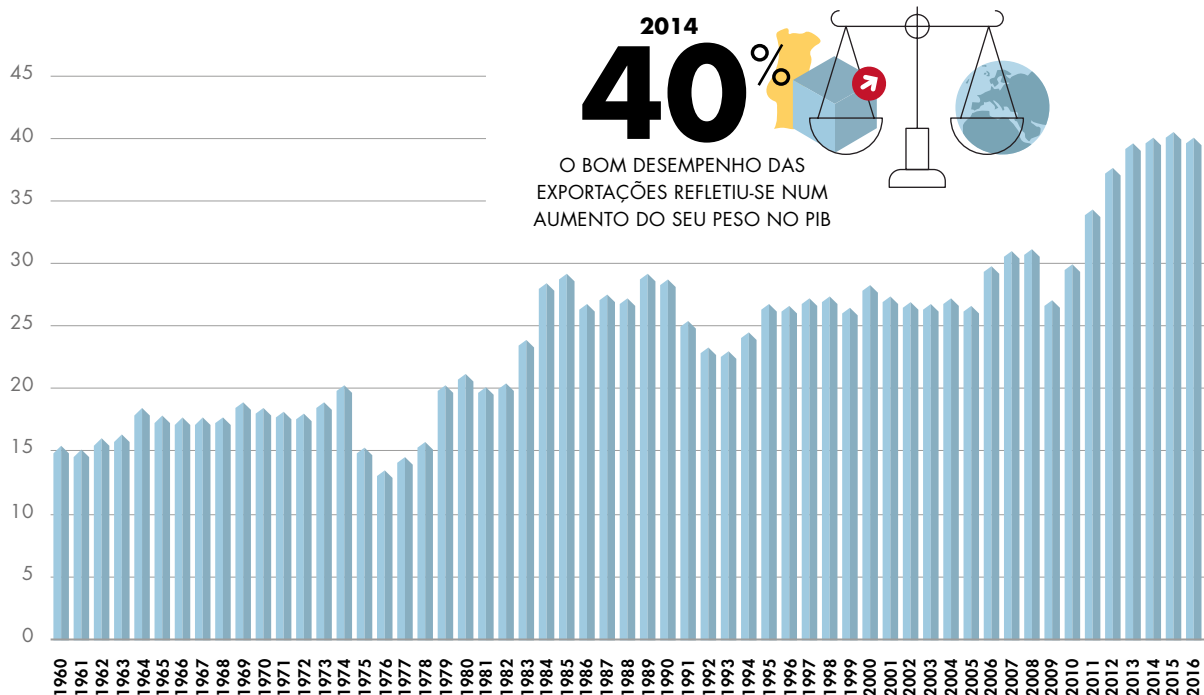


Figura 2.8: Peso das exportações no PIB português (%).
Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

Investimento Direto Estrangeiro e alteração estrutural /

Desde o início da década de 90, a revolução das tecnologias de informação e comunicação, a redução dos custos de transporte e a liberalização do comércio internacional alteraram profundamente a organização da produção mundial – ver, por exemplo, Baldwin (2016). A produção de bens e serviços fragmentou-se por dezenas de países, tendo dado origem a cadeias de valor globais (CVG), através das quais as empresas transnacionais ganharam uma importância acrescida na organização económica global. A forma como economias como a portuguesa, que se encontravam em processo de convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos, se inseriram nas CVG foi decisiva para o seu desempenho económico – ver, por exemplo, Amador (2017).

A forma como economias como a portuguesa, que se encontravam em processo de convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos, se inseriram nas CVG foi decisiva para o seu desempenho económico.

Neste quadro, a capacidade de atrair investimento direto estrangeiro (IDE) tornou-se ainda mais importante para o crescimento económico. No início da década de 90, a instalação da fábrica da Ford-Volkswagen, Autoeuropa, parecia um bom augúrio para uma integração bem-sucedida nas grandes CVG. Desde a sua inauguração, a Autoeuropa tem-se mantido no topo da lista dos maiores exportadores portugueses. A implementação desta fábrica de montagem de automóveis permitiu a criação de uma rede de fornecedores de componentes para automóveis que garante uma elevada incorporação nacional nas exportações da Autoeuropa e que, por outro lado, contribuiu para o desenvolvimento de um *cluster* altamente competitivo na indústria automóvel. Um grande número daquelas empresas integra hoje CVG em setores muito diversos.

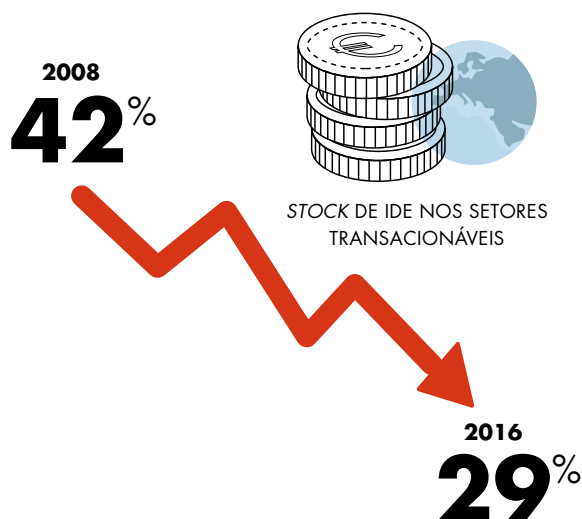
No entanto, Portugal não voltaria a ter um investimento com um impacto semelhante ao da Autoeuropa, o que reflete as dificuldades em aproveitar as oportunidades proporcionadas pelas novas tecnologias e pela nova globalização – ver, por exemplo, Amador e Stehrer (2014) –, nomeadamente num ambiente caracterizado pela con-

2.3 Alteração estrutural /

corrência muito agressiva dos países asiáticos e também do Leste da Europa. O resultado foi uma participação limitada nas novas CVG, espelhando a falta de competitividade da economia portuguesa.

Neste contexto, à semelhança do que aconteceu com os recursos nacionais, também o IDE passou a privilegiar os setores de bens não-transacionáveis – ver Figura 2.9. Por exemplo, a Indústria Transformadora, o setor de atividade que mais beneficiava de capitais internacionais em 1995, concentrando 35% do *stock* de capital detido por estrangeiros, foi perdendo importância ao longo do tempo, representando apenas 7% em 2016. Ao mesmo tempo, o setor das Atividades Imobiliárias e Serviços Prestados às Empresas apresentou uma tendência crescente, representando 22% do *stock* de capital detido por empresas estrangeiras em 2016. Mas é o setor das Atividades Financeiras e de Seguros que assume o maior protagonismo no plano dos investimentos externos em Portugal nos anos mais recentes, acumulando 39% do *stock* de capital detido por estrangeiros em 2016.

De facto, a tendência para a concentração de IDE nos setores não-transacionáveis agravou-se com a crise



financeira internacional: entre o seu início e 2016, o *stock* de IDE nos setores transacionáveis diminuiu de 42% para 29%. Esta redução deveu-se, não a um desinvestimento no setor transacionável, cujo *stock* se mantém em aproximadamente 32 mil milhões de euros, mas a um aumento em valor absoluto do investimento no setor não-transacionável.

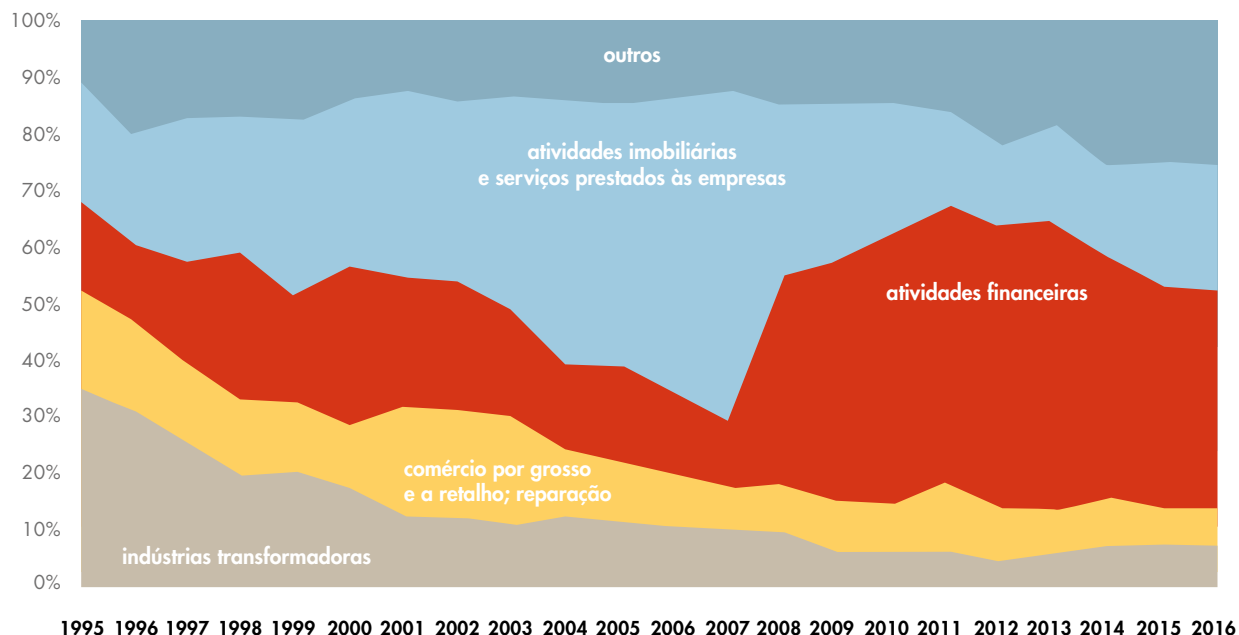


Figura 2.9: Stock de IDE por principais setores de atividade.
Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da OCDE e do Banco de Portugal.

2.4

Poupança, endividamento e financiamento

A taxa de poupança da economia portuguesa está entre as mais baixas dos países da OCDE. No período de 2001-2015, a taxa média de poupança situou-se abaixo dos 15% do PIB, tendo atingido um valor mínimo de 10,7% em 2010 – ver Figura 2.10. Como vimos acima, entre o início do século XXI e a crise financeira internacional, a economia portuguesa foi uma das economias da OCDE com mais baixas taxas de crescimento. No entanto, o fraco desempenho da economia não impediu que a economia portuguesa, naquele período, estivesse entre as economias que mais se endividaram. De facto, como se mostra em Alexandre *et al.* (2016), entre 1998 e 2008, nenhuma economia cresceu tão pouco e se endividou tanto como a portuguesa¹⁵.

O elevado montante de dívida e a despesa em juros que ela implica para a economia nacional constituem um fator gerador de incerteza que influencia negativamente as perspetivas dos investidores e põe em causa a competitividade da economia.

A soma do endividamento das famílias, das empresas e do Estado, em percentagem do PIB, aumentou de cerca de 170% em 1995 para 380% em 2012. De 2012 para 2016, o endividamento diminuiu cerca de 30 pontos percentuais em consequência da desalavancagem do setor privado; a dívida pública continuou a subir (+4 pontos percentuais). O elevado montante de dívida e a despesa em juros que ela implica para a economia nacional constituem um fator gerador de incerteza que influencia negativamente as perspetivas dos investidores e põe em causa a competitividade da economia. Isto mesmo revelam os dados do *Global Competitiveness Index 2017-2018 do World Economic Forum* relativos ao desempenho macroeconómico, que colocam Portugal na posição 105 (posição 122 em 2016-2017) de entre todos os países,

com a classificação 4 (a terceira mais baixa de todos os indicadores para a economia portuguesa na avaliação daquele relatório).

Baixa poupança e défices externos /

Num contexto de elevado endividamento, de baixo crescimento económico, de dificuldades no acesso aos mercados financeiros internacionais e de incerteza, nomeadamente em relação à evolução das taxas de juro, o aumento da taxa de poupança nacional é uma condição necessária para garantir condições de financiamento do investimento e crescimento económico sustentável.

Na Figura 2.10, pode observar-se que, desde o início dos anos 1970, a taxa de poupança foi quase sempre insuficiente para financiar o investimento. Os dois pedidos de assistência que Portugal teve de dirigir ao Fundo Monetário Internacional, em 1977 e em 1983, na sequência das dificuldades de acesso ao financiamento externo, seguiram-se a quebras acentuadas na taxa de poupança. A entrada na Área do Euro criou a ilusão de que os problemas de balança de pagamentos estariam ultrapassados, o que contribuiu para a desvalorização dos sinais fornecidos pelos défices externos¹⁶.

A partir de meados da década de 1990, as necessidades de financiamento da economia portuguesa acentuaram-se e os défices da balança corrente – e o correspondente endividamento externo – ganharam uma amplitude inédita, situando-se em torno dos 10% do PIB durante quase uma década. O resultado foi um agravamento da posição líquida de investimento internacional (uma medida aproximada do *stock* de dívida externa) que, em 2008, ultrapassou os 100% do PIB. Este endividamento externo implica um elevado encargo financeiro para o País: de acordo com os dados do INE, em 2008, o montante de juros pagos ao exterior foi superior a 13 mil milhões de euros; em 2016, esse valor já foi inferior a 7 mil milhões de euros.

¹⁵ Alexandre *et al.* (2016) descrevem as condições internas e externas que permitiram essa acumulação de endividamento.

¹⁶ Alexandre *et al.* (2017) analisam os desequilíbrios externos desenvolvidos na Área do Euro até ao eclodir da crise das dívidas soberanas.

2.4 Poupança, endividamento e financiamento /

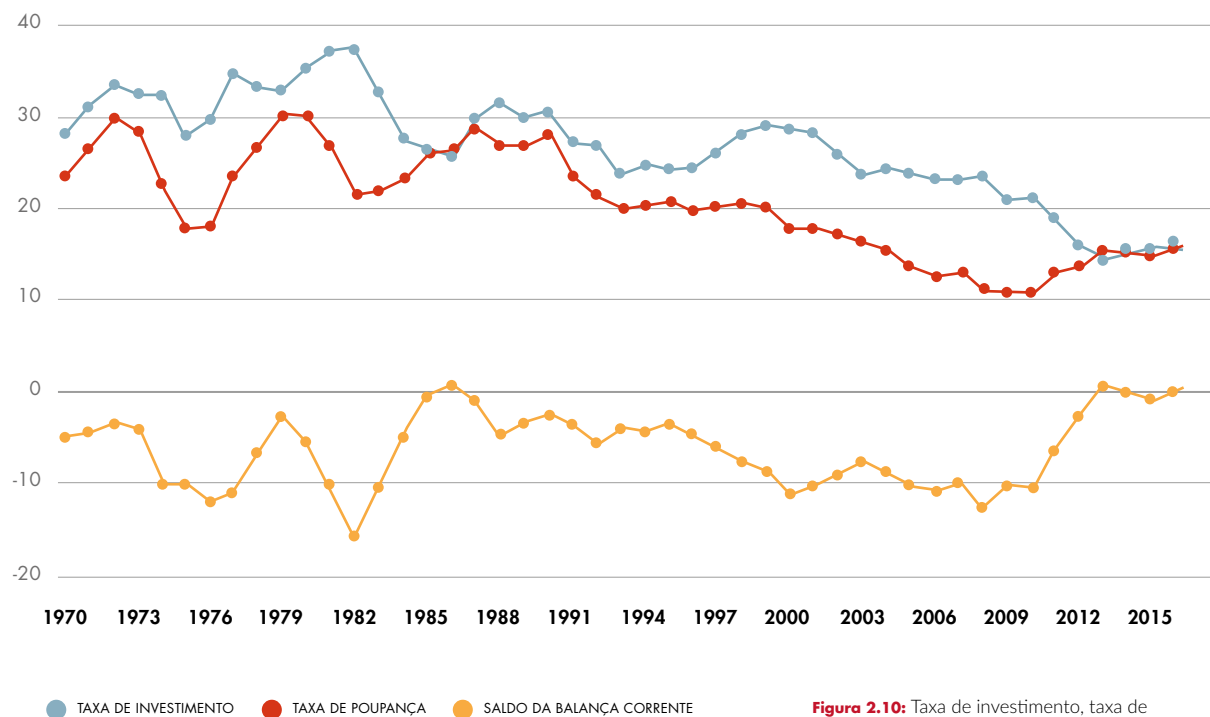


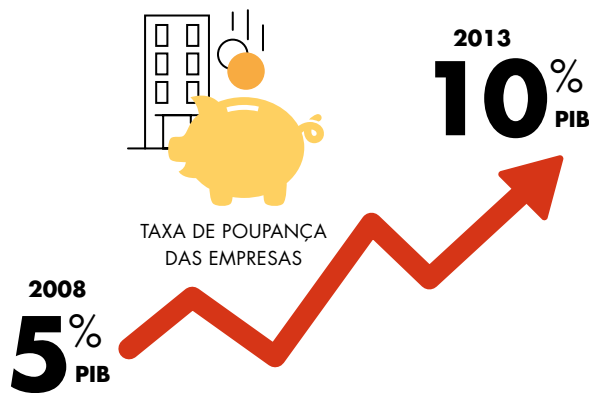
Figura 2.10: Taxa de investimento, taxa de poupança e saldo da balança corrente (% do PIB).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do Banco de Portugal e do INE.

Em 2013, o equilíbrio externo foi reposto, o que, vale a pena repetir, foi talvez o maior sucesso do programa de ajustamento. O reequilíbrio das contas externas foi alcançado graças não só a um aumento da taxa de poupança para os 15% do PIB, mas também à quebra da taxa de investimento.

Apesar de a poupança das famílias ter retomado a trajetória descendente iniciada em 2001, atingindo valores mínimos históricos em 2016, a taxa de poupança nacional aumentou a partir de 2011 devido a um contributo menos negativo do Estado (que iniciou um processo de consolidação orçamental na sequência do Programa de Assistência Económica e Financeira, PAEF, assinado com a *troika*) e ao aumento da taxa de poupança das empresas (nomeadamente das sociedades não-financeiras).

Entre 1995 e 2008, a taxa de poupança das empresas diminuiu continuamente até atingir um valor inferior a 5% do PIB. Esta diminuição da taxa de poupança é explicada



pelo aumento da distribuição de dividendos (que atingiu o valor máximo de cerca de 14 mil milhões de euros em 2008) e, nos anos que antecederam a crise financeira internacional, por um grande aumento da despesa com juros (atingiu o valor máximo de 8,6 mil milhões de euros em 2008)¹⁷. Em 2008, a taxa de poupança das empresas iniciou uma trajetória ascendente, tendo ultrapassado os 10% do PIB em 2013.

¹⁷ Para uma análise detalhada do comportamento da poupança das empresas, ver Alexandre *et al.* (2017).

Necessidades de financiamento das empresas /

O aumento da poupança das empresas, conjugado com a diminuição do seu investimento (em 2013, atingiu o valor mínimo de 8,7% do PIB), permitiu que em 2011 – quase uma década e meia depois – as empresas voltassem a ter capacidade líquida de financiamento – ver Figura 2.11. De facto, até à paragem súbita de financiamento da economia portuguesa em 2011 e ao consequente pedido de assistência à *troika*, as necessidades de financiamento das empresas portuguesas foram, juntamente com as do Estado, a causa do elevado aumento do endividamento externo da economia portuguesa.

As necessidades de financiamento refletiram-se no endividamento das empresas, que aumentou de 68% do PIB em 1995 para um máximo de 160% do PIB em 2012 – nesse ano, de acordo com os dados da OCDE, apenas as empresas islandesas e irlandesas tinham níveis de endividamento em percentagem do PIB superiores aos das empresas portuguesas. O endividamento total das empresas tem vindo a diminuir desde então, situando-se próximo dos 140% do PIB em 2015. No Capítulo 4, em que se discute o financiamento do investimento, é analisada com detalhe a situação financeira das empresas.

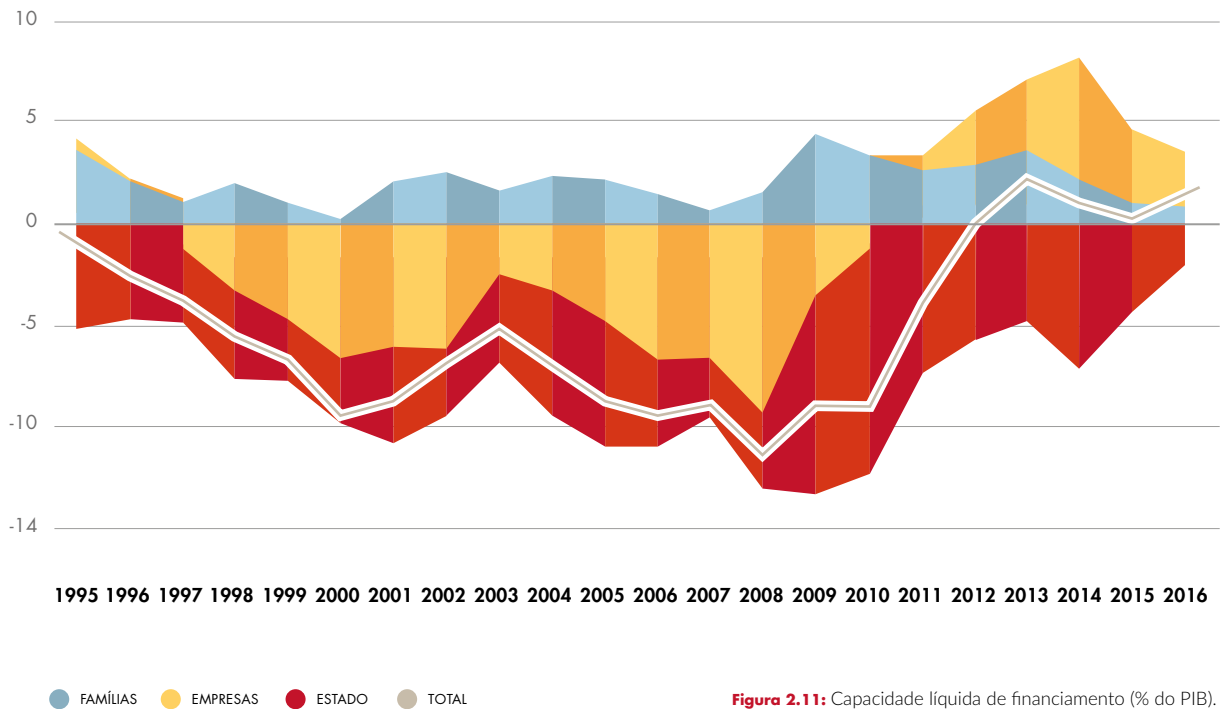


Figura 2.11: Capacidade líquida de financiamento (% do PIB).
Fonte: AMECO.

A (in)sustentabilidade do Estado /

Uma das principais transformações da economia portuguesa nas últimas décadas foi o aumento do peso do Estado na economia – ver Figura 2.12. Desde o início da década de 1980, o peso tanto das despesas como das receitas do Estado no PIB aumentou cerca de 15 pontos percentuais. Como já foi referido, a propósito do impacto do Estado na poupança (negativo) e no endividamento externo (positivo), o aumento dos impostos tem sido insuficiente para cobrir as despesas, resultando daí défices orçamentais sistemáticos e o consequente aumento da dívida pública.

Os efeitos do aumento do peso do Estado na competitividade da economia portuguesa têm sido muito discutidos – ver, por exemplo, Cadilhe (2005) ou Alexandre *et al.* (2016). Durante o regime do Estado Novo, o Estado manteve a estrutura típica de um Estado do século XIX, permanecendo o seu campo de intervenção na economia circunscrito às funções básicas do Estado (Lopes, 2005). Foi com a instauração do regime democrático nos anos 1970 que foram adotadas políticas com vista à universalização do acesso à educação e à saúde, bem como às prestações sociais, com o aprofundamento de um sistema de pensões e de apoio aos desempregados, aproximando as funções do Estado das existentes nos outros países europeus desde o pós-Segunda Guerra Mundial. Os progressos alcançados nas áreas da educação e da saúde foram extraordinários, permitindo recuperar em muitas dimensões o atraso de muitas décadas relativamente aos países mais desenvolvidos e contribuindo para tornar a economia mais competitiva.

A entrada na então Comunidade Económica Europeia, com o acesso aos fundos comunitários, permitiu também ultrapassar o atraso estrutural do País em termos de infraestruturas, tendo um impacto direto no investimento total da economia, mas também indireto, ao tornar a economia mais competitiva.

No entanto, apesar dos muitos efeitos benéficos para a sociedade e para a economia resultantes do desenvolvimento do Estado, houve também, como vimos, muitos aspetos negativos da sua ação para a competitividade da economia. Os três pedidos de resgate feitos pelo Estado português refletem o fracasso no controlo do crescimento da despesa e mostraram os riscos que daí podem resultar para a estabilidade da sociedade e da economia. Desde o início do século XXI, com a entrada num regime de baixo crescimento, acentuou-se a discrepância entre a estrutura do Estado construída nas décadas de 1970, 1980 e 1990 e a capacidade produtiva da economia necessária para garantir a sua sustentabilidade.

As dificuldades do Estado em controlar o crescimento da despesa tiveram como consequência o aumento continuado da carga fiscal, com efeitos negativos para a competitividade da economia, que são discutidos no Capítulo 5. Outro efeito da dificuldade em controlar o crescimento da despesa pública foi a acumulação de défices orçamentais, com consequências no aumento da dívida pública, que, em 2016, representava cerca de 130% do PIB, sendo uma das mais elevadas da UE.

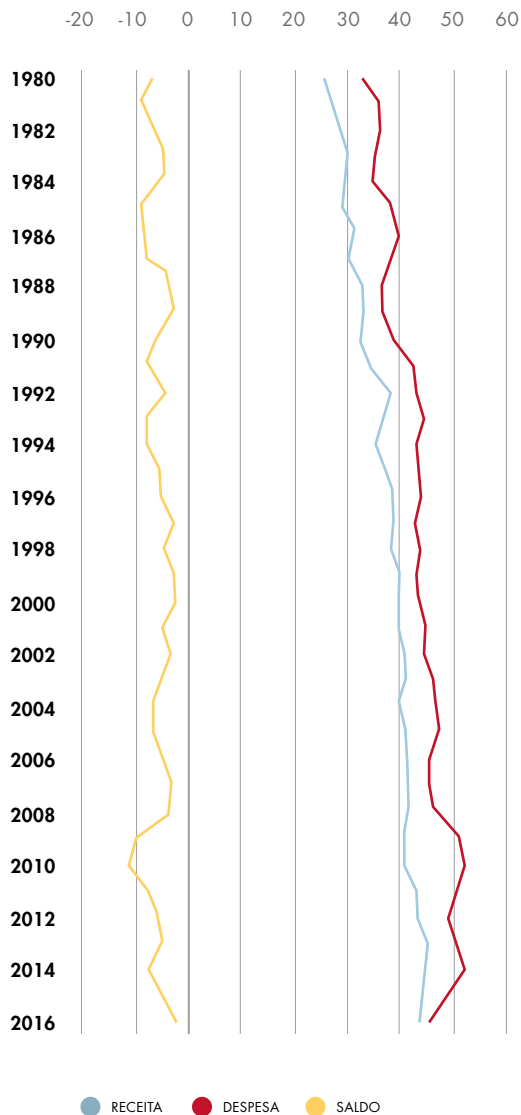


Figura 2.12: Receitas, despesas e défice público (% do PIB).
Fonte: AMECO.

Os três pedidos de resgate feitos pelo Estado português refletem o fracasso no controlo do crescimento da despesa e mostraram os riscos que daí podem resultar para a estabilidade da sociedade e da economia.

BCE e taxas de juro /

A sustentabilidade da dívida pública portuguesa é um dos principais fatores de incerteza para a economia portuguesa. No seguimento da crise financeira internacional e de défices orçamentais superiores a 10% do PIB em 2009 e 2010, a dívida pública iniciou uma escalada, as taxas de juro aumentaram (também em resultado das opções tomadas pelo Banco Central Europeu - BCE), a confiança dos mercados na sustentabilidade da dívida foi abalada, as agências de *rating* reviram em baixa a avaliação da dívida pública, o que fez aumentar ainda mais as taxas de juro - ver Figura 2.13 -, obrigando o Governo português a recorrer à ajuda externa junto da Comissão Europeia, do BCE e do FMI em maio de 2011.

Em 2012, a taxa de juro de longo prazo da dívida pública portuguesa ultrapassou os 10%, pondo em causa o sucesso do PAEF. No entanto, em julho de 2012, perante o aumento das taxas de juro das dívidas italiana e espanhola, o novo governador do BCE, Mario Draghi, anunciou a “política” “*whatever it takes*” para proteger a moeda europeia. Portugal beneficiou dessa nova abordagem do BCE, e as suas taxas de juro diminuíram no ano seguinte para valores em torno dos 6% e, em 2015, para valores abaixo dos 3%.

Os bons resultados da execução orçamental em 2016 e 2017 e a revisão em alta das perspetivas de crescimen-

to económico contribuíram para que, em janeiro de 2017, as taxas de juro da dívida pública iniciassem uma trajetória descendente. A recuperação da notação de “investimento” pela agência de *rating Standard and Poors*, em setembro de 2017, aumentou a atratividade da dívida pública portuguesa e alargou o espectro de eventuais investidores. Estas perspetivas positivas alargaram-se também às condições de financiamento das empresas, que viram as taxas de juro dos novos empréstimos diminuir durante 2017 - ver Banco de Portugal (2017b).

No entanto, as taxas de juro da dívida pública portuguesa e, assim, a sua sustentabilidade encontram-se muito dependentes da política de compras de dívida do BCE, cujos limites podem vir a pôr em causa a sua eficácia e as condições de financiamento da economia portuguesa.

Apesar dos efeitos negativos que a incerteza sobre o futuro do euro pode ter nas decisões de investimento das empresas, numa economia muito endividada como a portuguesa, as políticas de “*quantitative easing*” do BCE têm permitido poupanças muito significativas nos encargos com a dívida das famílias e das empresas. O BCE, o euro e os seus efeitos na competitividade da economia portuguesa têm estado no centro de muitas análises da crise da economia portuguesa. É este o tema da próxima secção.

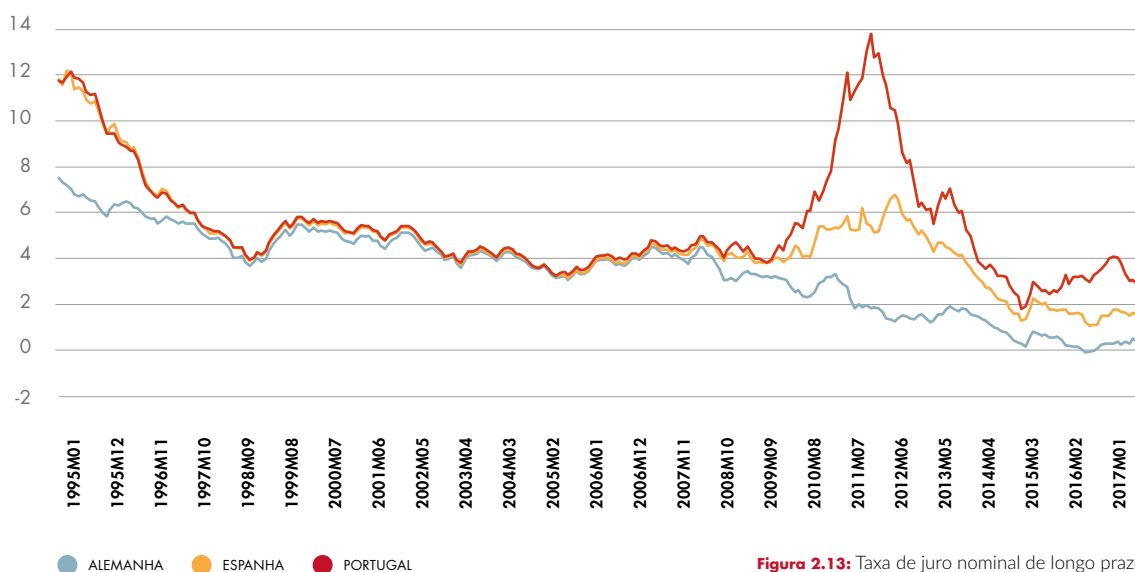


Figura 2.13: Taxa de juro nominal de longo prazo (%).
Fonte: Eurostat.

2.5

Euro e competitividade

A adoção do euro teve consequências do ponto de vista económico. A questão que tanta controvérsia tem gerado é saber em que medida é que a adoção do euro influenciou o desempenho subsequente da economia portuguesa. Correndo o risco de simplificar em demasia, diremos que há duas correntes de pensamento que associam as dificuldades da economia portuguesa ao facto de Portugal ser membro da Área do Euro. Uma diferença importante entre as duas correntes diz respeito à importância que dão à evolução dos salários em Portugal na criação das condições para a crise. Enquanto uma das correntes não dá importância à evolução dos salários, a outra vê nessa evolução um problema a necessitar de solução urgente. Chamaremos, à primeira, a corrente não-salarial e, à segunda, a corrente salarial.

A corrente não-salarial sustenta que a arquitetura (vista como deficiente) da Zona Euro condena países como Portugal à estagnação. De acordo com esta visão, a moeda única colocou a concorrer em campo abertas economias muito diferentes entre si. Como consequência, as economias com um tecido produtivo mais fraco viram-se a braços com défices comerciais. Ao mesmo tempo, estavam em curso os processos de abertura da China ao comércio internacional e a integração dos países do Leste na União Europeia, acontecimentos que reforçaram as dificuldades enfrentadas pelas empresas portuguesas expostas à concorrência internacional¹⁸. Da acumulação de défices comerciais, resultou o aumento da dívida externa e dos juros, que conduziram à crise. Esta descrição do papel do euro isenta de responsabilidades na crise a condução da política orçamental em Portugal (e nos outros países afetados). Pelo contrário, para esta corrente, a política orçamental não fez o suficiente para combater a crise, em boa parte por causa das imposições externas. Por conseguinte, esta corrente tende a ver com bons olhos a saída de Portugal do euro.

A corrente não-salarial concorda com a ideia de que a estrutura da economia portuguesa está desequilibrada a favor dos setores não-transacionáveis. Contudo, com o argumento de que o problema de competitividade não está nos salários, tende a preferir as soluções como a saída do euro e/ou a remoção de limites às escolhas orçamentais.

A corrente salarial associa a crise da economia portuguesa à falta de competitividade em resultado de níveis salariais demasiado elevados. A corrente salarial realça que a perda do instrumento de política cambial – por força da adesão ao euro – impossibilita o uso da desvalorização da moeda para compensar aquilo que vê como níveis salariais penalizadores da competitividade das empresas nacionais no mercado internacional. Para esta corrente, os recursos da economia portuguesa estão demasiado concentrados nos setores não-transacionáveis. A transferência de recursos para os setores transacionáveis, necessária para repor o equilíbrio das contas externas e estancar a acumulação de dívida ao exterior, exigirá a redução dos custos de produção, nomeadamente na perspetiva da corrente salarial, dos custos salariais; só assim os setores transacionáveis poderão ser suficientemente atrativos para os investidores, em particular para os investidores internacionais. A corrente não-salarial concorda com a ideia de que a estrutura da economia portuguesa está desequilibrada a favor dos setores não-transacionáveis. Contudo, com o argumento de que o problema de competitividade não está nos salários, tende a preferir as soluções como a saída do euro e/ou a remoção de limites às escolhas orçamentais.

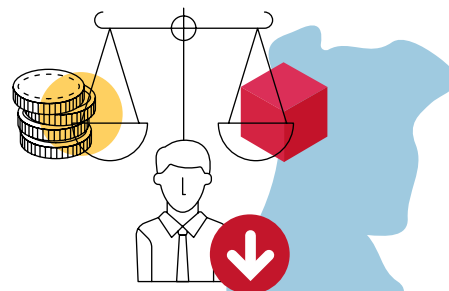
¹⁸ Entre meados de 2002 e meados de 2008, o euro também se apreciou fortemente face ao dólar. Porém, o possível impacto dessa apreciação deve ser analisado através do comportamento da taxa de câmbio real efetiva, de que falaremos mais adiante.

Competitividade pós-euro /

A evolução da competitividade da economia portuguesa face aos seus parceiros comerciais pode ser analisada através da taxa de câmbio real efetiva. A taxa de câmbio real de Portugal compara o preço de certos bens em Portugal com o preço desses bens noutro país, convertendo o preço nesse país na moeda portuguesa, usando para tal a taxa de câmbio nominal entre a moeda portuguesa e a moeda desse outro país. A taxa de câmbio real efetiva faz essa comparação em relação a um conjunto de países, dando a cada um desses países um peso de acordo com a importância desse país nas trocas comerciais com Portugal¹⁹. Vista desta forma, um aumento da taxa de câmbio real efetiva significa que os preços internos estão a aumentar mais do que os preços externos (medidos na moeda nacional), o que quer dizer que as empresas portuguesas estarão a ficar menos competitivas e terão mais dificuldades em exportar a sua produção.

A Figura 2.14 mostra a evolução da taxa de câmbio real entre 1999 (início da união monetária) e 2016. A taxa de câmbio real efetiva portuguesa teve uma tendência para a apreciação até 2005; desde 2008, a taxa de câmbio real efetiva portuguesa apresenta uma tendência de depreciação, sugerindo ganhos de competitividade da economia.

Nos primeiros anos de participação na Área do Euro, o comportamento da taxa de câmbio portuguesa contrastou com o que aconteceu nos outros países representados na Figura 2.14, mas, no conjunto do período, apenas a Alemanha mostrou um comportamento claramente diferente do português. Ainda assim, a tendência de apreciação poderá ter tido alguns efeitos negativos sobre o emprego em Portugal, nos setores classificados pela OCDE como sendo de baixa intensidade tecnológica (Alexandre *et al.*, 2011). O facto de a tendência para a apreciação da moeda portuguesa ser anterior à criação do euro²⁰ sugere a possibilidade de que a taxa de câmbio fixada para a conversão do escudo em euros estivesse sobreavaliada. Esta hipótese é contrariada, por exemplo, por Vítor Bento, que se socorre do facto de a balança



custos unitários nominais
do trabalho em Portugal

2009-2012

TENDÊNCIA DECRESCENTE

corrente portuguesa estar praticamente em equilíbrio à época. Apesar disso, Vítor Bento é adepto da corrente salarial (ver *Perceber a Crise para Encontrar o Caminho*, publicado logo em 2009).

O argumento da corrente salarial assenta em dados como os da taxa de câmbio real efetiva, exibida na Figura 2.14, mas também, e sobretudo, nos dados relativos aos custos unitários nominais do trabalho²¹. Os custos unitários nominais do trabalho comparam a evolução da remuneração (nominal) por trabalhador com a evolução do produto (real) por trabalhador. Por conseguinte, um aumento dos custos unitários do trabalho deverá significar que a taxa de crescimento dos salários nominais é superior à taxa de crescimento da produtividade. Na Figura 2.15, vemos que, entre 1999 e 2009, os custos unitários do trabalho nominais subiram muito mais em países como Portugal, Espanha ou Itália do que na Área do Euro a 12 e ainda mais do que na Alemanha²². Com efeito, na Alemanha, os custos unitários do trabalho diminuíram durante esse período pré-crise. Entre 2009 e 2012, os custos unitários nominais do trabalho em Portugal apresentaram uma tendência decrescente, tendo permanecido aproximadamente estáveis desde essa altura.

¹⁹ Alexandre *et al.* (2009) calculam e analisam o comportamento da taxa de câmbio real efetiva de Portugal, tanto em termos agregados como por setor de atividade.

²⁰ De acordo com os dados de Alexandre *et al.* (2009), de 1988 a 2006, a taxa de câmbio real efetiva apreciou-se mais de 20%.

²¹ A análise de Blanchard e Portugal (2017) também assenta nos custos unitários nominais do trabalho e na ideia de que o crescimento dos salários em Portugal antes da crise foi excessivo.

²² Área do Euro a 12: Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Portugal, Espanha e Grécia.

2.5 Euro e competitividade /

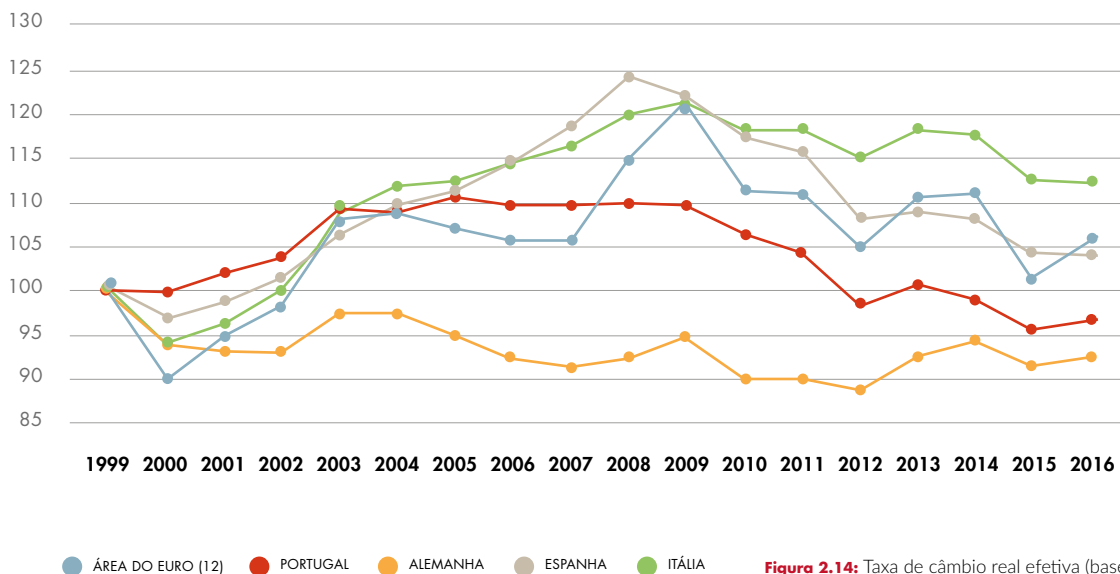


Figura 2.14: Taxa de câmbio real efetiva (base 1999 = 100).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

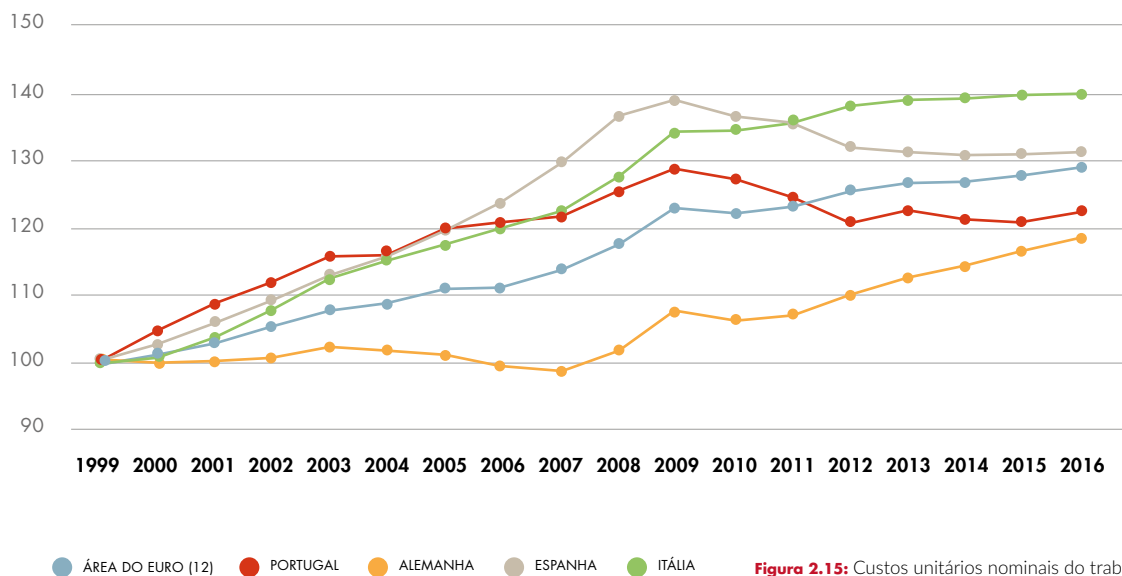


Figura 2.15: Custos unitários nominais do trabalho de 1999 a 2016 (base 1999 = 100).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

A Comissão Europeia parece concordar em que a evolução dos custos unitários do trabalho pode ser reveladora da existência de problemas na economia. Com efeito, tal como a taxa de câmbio real efetiva, este é um dos indicadores selecionados pela Comissão Europeia para serem acompanhados no âmbito do “Procedimento de Desequilíbrios Macroeconómicos”²³. Para os custos unitários do trabalho, o valor de referência diz respeito à taxa de variação nos últimos três anos e, no caso dos países da Zona Euro, impõe um limite máximo de 9%. Portugal teria ultrapassado esse limite máximo nos primeiros anos do euro (até 2003), mas não posteriormente. De facto, a taxa de variação dos custos unitários do trabalho em Portugal, de 2000 a 2009, é praticamente igual à observada na Área do Euro a 12 países no mesmo período. Assim sendo, perde força o argumento de que o problema da economia portuguesa está em os salários terem aumentado demasiado para a realidade nacional. No mesmo sentido, contra o argumento da corrente salarial, aponta a evolução dos custos unitários reais do trabalho, que mostra que os custos unitários reais do trabalho em Portugal, de 1999 a 2007, inicialmente variaram pouco e, a seguir a 2003, apresentaram uma tendência decrescente (2009 foi a exceção).

Assim sendo, perde força o argumento de que o problema da economia portuguesa está em os salários terem aumentado demasiado para a realidade nacional.

No entanto, quer a versão que salienta o papel dos salários, quer a versão “não-salarial”, na associação que fazem entre a participação na Área do Euro e a crise da economia portuguesa, desvalorizam, na nossa opinião, um aspeto que nos parece fundamental: o aumento do endividamento traduz o facto de alguém ter assinado

contratos de dívida, o que não pode ser justificado por si só pela adoção do euro. Numa economia de mercado, era necessário que houvesse um clima de otimismo, tanto do lado dos devedores como do lado dos credores, para que o endividamento acontecesse. E tal clima de otimismo poderia existir mesmo estando fora do euro – as crises de dívida não foram um exclusivo da Área do Euro.

A (quase) coincidência entre a adoção do euro e o abrandamento da economia portuguesa é, de acordo com esta análise e com a da subsecção anterior, apenas uma coincidência.

É importante recordar que, antes de aderir à União Europeia, já Portugal tinha necessitado, por duas vezes, de assistência financeira do FMI, entre o final dos anos 1970 e meados dos anos 1980. É igualmente importante recordar que, como vimos acima, nos últimos anos as exportações portuguesas têm crescido rapidamente, tendo a balança corrente passado de fortemente deficitária a ligeiramente excedentária, e que a economia está novamente a crescer de forma aparentemente consistente – e tudo isto tendo Portugal permanecido na Área do Euro. A conclusão para a qual esta análise aponta é que a participação na Área do Euro não implica nem défices externos, nem estagnação económica. A (quase) coincidência entre a adoção do euro e o abrandamento da economia portuguesa é, de acordo com esta análise e com a da subsecção anterior, apenas uma coincidência.

Resumindo, apesar das dificuldades e da incerteza que afeta a Área do Euro desde a crise das dívidas soberanas, é no contexto da pertença a esta União Económica e Monetária que devem ser pensadas e tomadas as medidas de política económica que estimulem o investimento e promovam o crescimento económico.

²³ Para mais informações, ver a página da Comissão Europeia sobre este tema: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure_en.

2.6 Conclusão

Depois de um longo período de forte crescimento e convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos da União Europeia, no início do século XXI, a economia portuguesa entrou num regime de baixo crescimento económico. É preciso recuar 100 anos para encontrarmos um período tão longo com um desempenho económico tão fraco. Atribuímos o prolongado regime de baixo crescimento da economia portuguesa à existência de bloqueios à sua transformação estrutural.

A perda de emprego e de peso do setor da construção e o aumento do peso das exportações no PIB são sinais de uma mudança estrutural em curso a favor dos setores transacionáveis. No entanto, esta mudança, necessária para um maior crescimento da produtividade, tem sido lenta, em parte devido às opções de políticas públicas, em parte em resultado das políticas de atribuição de crédito de alguns bancos. A elevada perda de emprego em setores com muita importância, como a construção, também poderá ter favorecido a adoção de políticas de estímulo ao investimento mais focadas nos efeitos de curto prazo do que no aumento do crescimento potencial da economia.

Uma baixa taxa de poupança e um endividamento ainda muito elevado fragilizam as condições de financiamento da economia e geram incerteza em relação à sustentabilidade da recuperação da economia portuguesa.

Neste contexto, as instituições financeiras têm de redirecionar o crédito para os setores com maior potencial de crescimento, criando condições para um crescimento sustentado da economia. Dessa forma, as instituições financeiras cumprirão uma das suas principais funções: promover o desenvolvimento da nossa economia.

Apesar da redução consistente, desde 2011, do défice orçamental, a dívida pública continua em valores muito elevados, o que gera incerteza nos investidores sobre a sua sustentabilidade. A redução estrutural do défice orçamental é, assim, uma condição necessária para a recuperação da confiança dos investidores.

Na nossa perspetiva, a competitividade da economia portuguesa depende também da existência de um suporte claro (popular, partidário e internacional, nomeadamente do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia) à permanência de Portugal na Área do Euro. Este suporte constituirá, para os investidores, uma condição indispensável para a realização de investimentos significativos em Portugal. Na definição das políticas públicas, as restrições e as oportunidades decorrentes da pertença a uma das mais importantes áreas económicas do mundo devem ser devidamente equacionadas, evitando o desenvolvimento de desequilíbrios que coloquem em risco a estabilidade da economia.

Na nossa perspetiva, a competitividade da economia portuguesa depende também da existência de um suporte claro (popular, partidário e internacional, nomeadamente do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia) à permanência de Portugal na Área do Euro. Este suporte constituirá, para os investidores, uma condição indispensável para a realização de investimentos significativos em Portugal. Na definição das políticas públicas, as restrições e as oportunidades decorrentes da pertença a uma das mais importantes áreas económicas do mundo devem ser devidamente equacionadas, evitando o desenvolvimento de desequilíbrios que coloquem em risco a estabilidade da economia.



Evolução e determinantes do investimento das empresas

- 3.1** Evolução do investimento das empresas no período de 2010-2015
- 3.2** Um modelo para o investimento privado agregado
- 3.3** Determinantes do investimento das empresas: uma análise microeconómica
- 3.4** Investimento, dinamismo económico e restrições financeiras
- 3.5** Conclusão

Neste capítulo, descrevemos a evolução do investimento das empresas entre 2010 e 2015, tendo em conta a sua distribuição por Região (definida ao nível NUT 2), o setor de atividade e a dimensão das empresas. Utilizando modelos macroeconómicos e microeconómicos, estimamos e analisamos um conjunto de relações que procuram representar o comportamento do investimento das empresas. A conjugação de modelos com características diferentes possibilitará uma discussão mais abrangente dos fatores determinantes do investimento das empresas. O longo regime de baixo crescimento em que se encontra a economia portuguesa (descrito no Capítulo 2) coarta as possibilidades de crescimento das empresas cujas vendas se concentram no mercado interno. No entanto, também o retorno dos investimentos das empresas dos setores transacionáveis, em particular as exportadoras, é afetado por estarem localizadas numa economia com fracas perspetivas de crescimento. Por outro lado, o elevado endividamento das empresas, que descrevemos com detalhe no capítulo seguinte, e as dificuldades do setor bancário (que constitui a principal fonte de financiamento externo das empresas portuguesas) têm também sido identificados como restrições ao investimento das empresas.

A análise aos dados do Inquérito ao Investimento do Instituto Nacional de Estatística (INE), apresentada no *Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2016, identifica os seguintes fatores limitativos do investimento das empresas: a deterioração das perspetivas de vendas, a rentabilidade dos investimentos, a falta de capacidade de autofinanciamento, a dificuldade em obter crédito bancário e a taxa de juro. Este estudo do Banco de Portugal refere que a evidência microeconómica atribui maior importância à posição financeira das empresas, em particular ao seu grau de endividamento, nas decisões de investimento das empresas.

Na Secção 3.1, utilizamos a base de dados Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE) do INE, para o período de 2010-2015, para descrever a evolução do investimento das empresas, tendo em conta a região em que se localizam, a sua dimensão e o setor de atividade.

Na Secção 3.2, é estimado um modelo macroeconómico do investimento privado, para o período de 1987-2016, em que se analisa o papel do excesso de capacidade, do custo do investimento e das expectativas dos investidores. Os resultados deste modelo atribuem ao excesso de capacidade uma importante contribuição para o mau desempenho do investimento privado nos últimos anos. Neste modelo macroeconómico, os custos do investimento não parecem constituir uma restrição ao investimento das empresas.

Na Secção 3.3, são estimados três modelos microeconómicos que avaliam o impacto das condições de financiamento do investimento, do excesso de capacidade, do potencial de crescimento das empresas e da sua dimensão.

Na Secção 3.4, analisa-se a relação entre as decisões de investimento das empresas, o seu dinamismo/potencial de crescimento e a sua situação financeira.

3.1

Evolução do investimento das empresas no período de 2010-2015

Nesta secção, utilizamos a base de dados SCIE do INE – ver descrição em Anexo – para analisarmos a evolução do investimento das empresas ao nível da região, por dimensão das empresas, por setor de atividade e distinguindo entre setores transacionáveis e setores não-transacionáveis.

Na Figura 3.1, apresentamos a evolução do valor do investimento das empresas entre 2010 e 2015. No período em análise, o investimento das empresas atingiu um valor mínimo em 2012, de cerca de 12 mil milhões de euros, o que representa uma queda de cerca de 37% relativamente a 2010 (19 mil milhões de euros). Em 2013, o investimento das empresas iniciou a sua recuperação, tendo ultrapassado os 15 mil milhões de euros em 2015 (menos 25% face a 2010).

Investimento das empresas por região /

Na Figura 3.2, apresentamos os dados para a evolução do investimento das empresas por região, definidas ao nível de NUTS 2. Nestes dados, destaca-se a importância da quebra do investimento na Área Metropolitana de Lisboa (doravante, Região de Lisboa), que diminuiu cerca de 40% entre 2010 e 2012. Em 2015, o investimento das empresas na Região de Lisboa era ainda inferior em 32% ao registado em 2010. Nesta região, o valor mínimo do investimento foi registado em 2013. Ao nível dos setores de atividade, na quebra do volume de investimento destacam-se os setores da “Indústria transformadora” (-60%, com 11% do investimento total em 2015), da “Construção” (-47%, com 3% do investimento total em 2015) e do “Comércio” (-15%, com 15% do investimento total em 2015). Apenas os seguintes setores registavam, em 2015, um volume de investimento superior ao registado em 2010: “Agricultura” (+42%), “Atividades de consultoria” (+16%) e “Atividades artísticas” (+84%).

O investimento empresarial na Região Centro era, em 2015, inferior em 11% ao registado em 2010. Os setores da “Construção” e do “Comércio” registaram uma que-

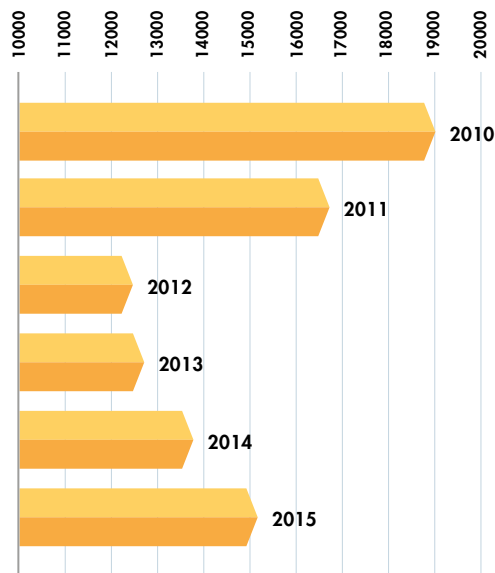
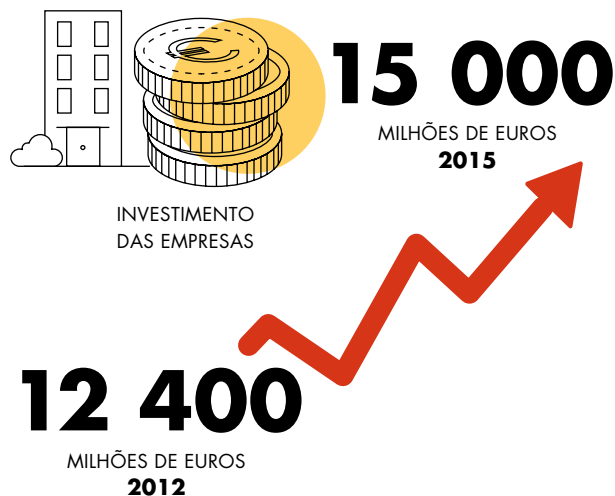


Figura 3.1: Evolução do investimento agregado das empresas (em milhões de euros, a preços de 2015).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

bra de 54% e 26%, respetivamente, naquele período. No entanto, o volume de investimento do setor da indústria transformadora, que em 2015 representava 46% do investimento total, era já superior em 16% ao registado em 2010.

Em 2015, o volume de investimento empresarial da Região Norte era ainda inferior em cerca de 3% face ao registado em 2010, refletindo a quebra registada na maior parte dos setores. No entanto, essa quebra foi quase compensada pelo aumento do volume de investimento das empresas dos setores “Indústria transformadora” (+21%, e 36% do investimento total em 2015), “Atividades de informação e comunicação” (+42%, e 10% do inves-

timento total em 2015) e “Atividades administrativas” (30%, e 5% do investimento total em 2015).

Em resultado das tendências acima descritas, entre 2010 e 2015, a Região de Lisboa perdeu importância no investimento total do País, passando o seu peso de 51,2% para 43,9%. Por outro lado, o peso do investimento das empresas da Região Norte e da Região Centro no investimento total aumentou, respetivamente, de 22,3% para 27,1% e de 14,6% para 16,3%. Concluindo, a não-recuperação do investimento das empresas para os valores de 2010 é explicada essencialmente pela não-recuperação do investimento das empresas localizadas na Região de Lisboa.

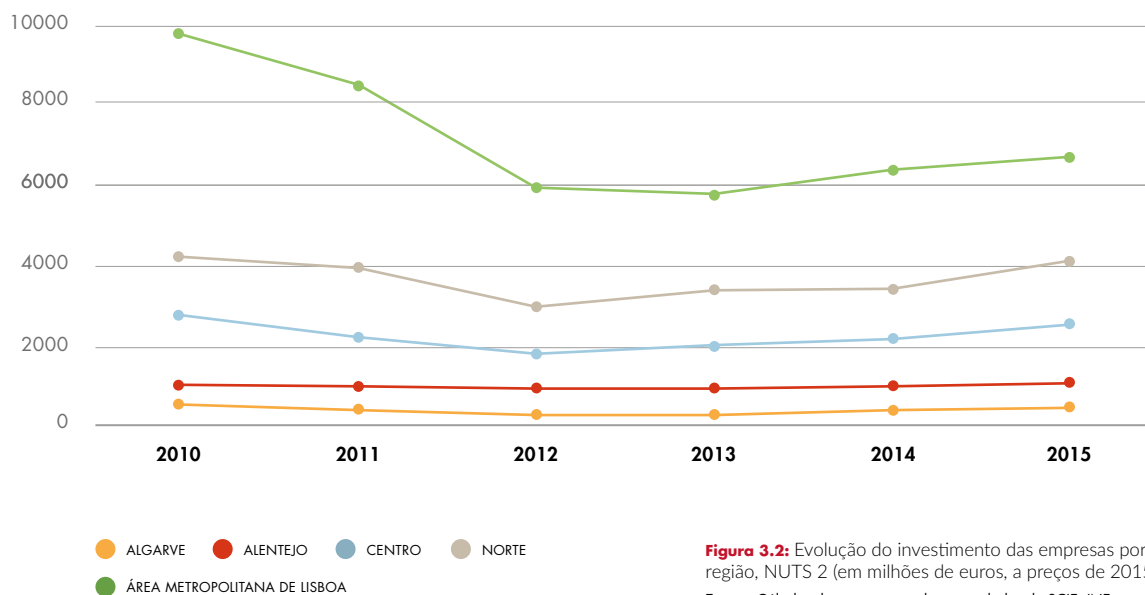


Figura 3.2: Evolução do investimento das empresas por região, NUTS 2 (em milhões de euros, a preços de 2015).
Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Investimento por dimensão das empresas /

Na Tabela 3.1, apresenta-se a evolução da repartição do investimento das empresas por escalão de dimensão, definido pelo número de trabalhadores, e, na última linha, a variação do investimento para cada um dos grupos entre 2010 e 2015. Conclui-se que a maior quebra no investimento se registou nas microempresas (menos de 10 trabalhadores), com uma quebra de 24,5%. As empresas com um número de trabalhadores entre 10 e 99 foram a que registaram a menor quebra no investimento, com uma redução de cerca 15% entre 2010 e 2015.

A Tabela 3.1 permite também concluir que as grandes empresas, com mais de 250 trabalhadores, representam cerca de 40% do investimento empresarial total (28% do emprego total em 2015). O peso do investimento das microempresas no investimento total situou-se entre 15% e 17%, tendo registado o valor mínimo de 15,3% em 2015.

3.1 Evolução do investimento das empresas no período de 2010-2015 /

Tabela 3.1

Peso por dimensão da empresa (número de trabalhadores) no investimento total das empresas (%)

Anos	[1-9 [	[ 10-49 [	[ 50-99 [	[ 100-249 [	≥ 250
2010	16,1%	19,1%	10,8%	16,2%	37,8%
2012	15,7%	19,9%	9,1%	14,4%	40,8%
2015	15,3%	20,4%	11,5%	15,4%	37,4%
Δ 2010 - 2015	-24,5%	-15,1%	-15,6%	-24,0%	-21,0%

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE. "Δ" indica a variação entre 2010 e 2015.

Investimento das empresas por setor de atividade /

Na Tabela 3.2, apresentam-se os pesos dos setores no investimento total das empresas nos anos de 2010 e 2015. Em termos de importância no investimento total, destaca-se o investimento das empresas do setor “Indústrias transformadoras”, que representava 22,5% do investimento total das empresas em 2010 e 24% em 2015 (25% do emprego total em 2015); o setor “Comércio”, que representava cerca de 14,5% do investimento total em 2010 e 14,9% em 2015 (22% do emprego total em 2015);

e os setores “Atividades de informação e de comunicação” (3,2% do emprego total em 2015), e “Eletricidade e outros” (0,4% do emprego total em 2015) que representavam, respetivamente, 12% e 8,3% do investimento total das empresas em 2015. Destaca-se ainda a forte quebra do peso do investimento das empresas do setor da “Construção” (9% do emprego total em 2015), pelas razões que foram discutidas no Capítulo 2, com uma redução de 5,4% em 2010 para 3,8% em 2015.

Tabela 3.2

Peso dos setores no investimento total das empresas (%)

	2010	2015
Agricultura, silvicultura e pesca	2,3%	3,3%
Indústrias extrativas	0,9%	0,8%
Indústrias transformadoras	22,5%	24,0%
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	7,8%	8,3%
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	6,0%	3,1%
Construção	5,4%	3,8%

Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	14,5%	14,9%
Transportes e armazenagem	7,7%	6,9%
Alojamento, restauração e similares	4,4%	5,3%
Atividades de informação e de comunicação	11,5%	12,0%
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	7,2%	8,0%

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Na Figura 3.1, vimos que o investimento das empresas atingiu um mínimo em 2012 e que iniciou a recuperação nesse ano. Na Tabela 3.3, apresentam-se as taxas de variação do investimento por setor de atividade para o período de 2010-2015 e para os subperíodos de 2010-2012 e de 2012-2015. Da análise da Tabela 3.3, conclui-se que apenas o setor da “Agricultura” tinha, em 2015, um volume de investimento superior ao registado em 2010.

Setores como o das “Indústrias transformadoras” (-15%), “Eletricidade” (-15%), “Água” (-59%) ou “Construção” (-43%) tinham, em 2015, valores de investimento muito inferiores aos registados em 2010. No entanto, alguns setores registaram uma recuperação significativa entre 2012 e 2015: “Indústrias transformadoras” (+22%), “Comércio” (+36%) e “Alojamento, restauração e similares” (+46%) – ver Tabela 3.3.

Tabela 3.3

Taxas de variação do investimento das empresas (%)

	2010-2012	2012-2015	2010-2015
Agricultura, silvicultura e pesca	-4%	22%	17%
Indústrias extrativas	-13%	-20%	-30%
Indústrias transformadoras	-30%	22%	-15%
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	-22%	9%	-15%
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	-47%	-21%	-59%
Construção	-32%	-17%	-43%
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	-39%	36%	-18%
Transportes e armazenagem	-47%	34%	-28%
Alojamento, restauração e similares	-34%	46%	-3%
Atividades de informação e de comunicação	-37%	32%	-17%
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	-42%	53%	-11%

Fonte: Cálculo dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Transacionáveis e não-transacionáveis /

Na distinção entre as empresas que pertencem a setores transacionáveis e as que pertencem a setores não-transacionáveis, utilizamos a classificação descrita no Capítulo 2²⁴.

A Figura 3.3 mostra que, entre 2010 e 2012, o investimento das empresas dos setores não-transacionáveis caiu 36%, e o das empresas dos setores transacionáveis caiu 33%. No período em que se registou um aumento do investimento das empresas, entre 2012 e 2015, o investimento das empresas dos setores não-transacionáveis aumentou 17,8%, e o dos setores transacionáveis 27,6%. A conjugação das variações naqueles dois períodos refletiu-se num aumento do peso do investimento das empresas dos setores transacionáveis de 43% do investimento total, em 2010, para 46% em 2015.

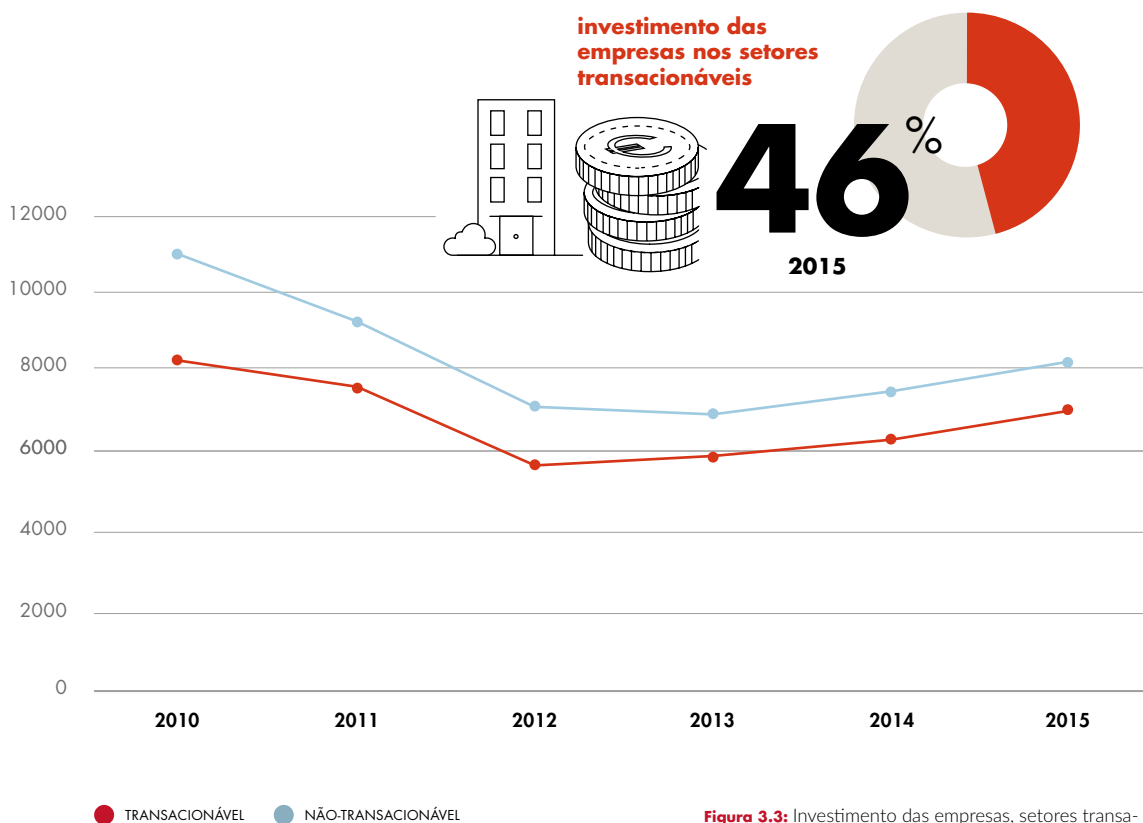


Figura 3.3: Investimento das empresas, setores transacionáveis e não-transacionáveis (milhões de euros, preços de 2015).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

²⁴ Essa transposição resulta na seguinte classificação:

Setores transacionáveis: Agricultura, silvicultura e pesca; Indústrias extrativas; Indústrias transformadoras; Transportes e armazenagem; Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares; Atividades administrativas e dos serviços de apoio.

Setores não-transacionáveis: Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio; Captação, tratamento e distribuição de água; Saneamento, gestão de resíduos e despoluição; Construção; Comércio por grosso e a retalho; Reparação de veículos automóveis e motociclos; Alojamento, restauração e similares; Atividades de informação e de comunicação; Atividades imobiliárias; Educação; Atividades de saúde humana e apoio social; Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas; Outras atividades de serviços.

3.2

Um modelo para o investimento privado agregado

Passamos agora à estimação de um modelo com vista a identificar os principais fatores que influenciam a evolução do investimento privado agregado (investimento total, excluindo o investimento público) em termos líquidos, isto é, deduzindo a depreciação do *stock* de capital existente²⁵. Os modelos económicos teóricos neoclássicos – ver, por exemplo, Hall e Jorgenson (1967) – sugerem que o investimento líquido será uma função da diferença entre o *stock* de capital necessário para satisfazer a procura de bens e serviços, medida pelo PIB, e o *stock* de capital existente. No modelo estimado incluímos, assim, o primeiro desfasamento do PIB real (recolhido da base de dados AMECO – Base de dados macroeconómicos da Comissão Europeia), do *stock* de capital do setor privado (estimado a partir de dados da AMECO), uma medida do custo de oportunidade do investimento²⁶ (função da taxa de depreciação do capital, da taxa de juro e da variação do preço dos bens de capital – todas estas variáveis recolhidas na AMECO) e um indicador de confiança da indústria (Indicador de Confiança da Indústria Transformadora produzido pelo INE). Além destas variáveis, o modelo inclui também o primeiro desfasamento do investimento privado líquido. Desta forma, as variáveis referidas anteriormente definem o valor para o qual o investimento privado líquido tenderá a convergir. Os dados são anuais e a amostra utilizada abrange o período de 1987 a 2016. O PIB real (*PIB*) e o *stock* de capital (*K*) estão medidos em milhares de milhões de euros e avaliados a preços de 2010. O investimento líquido (*inv*) também está avaliado a preços de 2010, mas está avaliado em centenas de milhares de milhões de euros. As outras duas variáveis são representadas abaixo como *CCP*, no caso do custo de oportunidade de capital, e *IC*, no caso do indicador de confiança. O modelo estimado tem a seguinte forma:

$$inv_t = \beta_1 + \beta_2 PIB_{t-1} + \beta_3 K_{t-1} + \beta_4 CCP_{t-1} + \beta_5 IC_{t-1} + \beta_6 inv_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Este modelo é semelhante, embora bastante mais parcimonioso, aos modelos discutidos em trabalhos recentes do Banco Central Europeu (Palenzuela e Dees, 2016) e do FMI (IMF, 2015), sobre o investimento na Área do Euro e na economia mundial, respetivamente. O modelo do estudo do BCE, em que a variável dependente é a formação bruta de capital fixo das empresas (*business investment*), foi estimado para um painel de 16 países da Área do Euro, com dados anuais de 2003 a 2013. Na versão base do modelo, apenas a taxa de utilização da capacidade e a taxa de juro têm coeficientes significativamente diferentes de zero. As outras variáveis, como os custos unitários do trabalho, o grau de abertura, lucros retidos e um índice de perceção da corrupção, não são estatisticamente significativas.

Os modelos estimados no estudo do FMI também seguem a mesma linha, partindo da abordagem do modelo do acelerador – ver, por exemplo, Chenery (1952) – e experimentando acrescentar outras variáveis. De acordo com os resultados apresentados pelo FMI, no caso português, o modelo que inclui o índice de incerteza (para a Área do Euro) parece ser o mais adequado, pelo menos nos anos mais recentes. Julgamos que o indicador de confiança que incluímos no nosso modelo poderá ajudar a captar o mesmo tipo de efeito.

Na Tabela 3.4, são apresentados os resultados da estimação. Como esperado, o coeficiente do PIB desfasado tem sinal positivo, e o coeficiente do *stock* de capital tem coeficiente negativo; portanto, o hiato entre o *stock* de capital necessário para satisfazer a procura e o *stock* de capital existente tem coeficiente positivo. Este resultado está de acordo com as previsões do modelo do acelerador,

²⁵ O consumo de capital fixo mede o desgaste e a obsolescência do *stock* de capital existente. Por conseguinte, o investimento líquido corresponde à variação do *stock* de capital líquido da depreciação sofrida ao longo do tempo.

²⁶ Este custo é designado por “custo de utilização do capital” (“*user cost of capital*” no original).

3.2 Um modelo para o investimento privado agregado /

ou seja, o investimento das empresas aumenta quando o nível do produto excede a capacidade produtiva. Dito de outro modo, a existência de excesso de capacidade tem um efeito negativo no investimento das empresas.

Também como esperado, o coeficiente do custo de oportunidade tem sinal negativo, refletindo, nomeadamente, o efeito adverso do custo de financiamento sobre o investimento. Finalmente, o indicador de confiança, que capta as expectativas dos investidores em relação ao crescimento futuro, tem sinal positivo. Como veremos abaixo, o nosso modelo sugere que o indicador de confiança tem efetivamente um papel importante na determinação do investimento em Portugal. Desta forma, os resultados fazem lembrar uma das ideias centrais do modelo proposto por John Maynard Keynes, que atribuiu grande importância, na explicação das flutuações macroeconómicas, às variações do investimento originadas pelos “animal spirits” (“estados de alma”) dos empresários.

O nosso modelo sugere que o indicador de confiança tem um papel importante na determinação do investimento em Portugal.

A Figura 3.4 mostra a evolução do investimento privado líquido, juntamente com a contribuição de cada elemento do modelo para o valor para o qual o investimento irá tender (que, portanto, corresponderá à sua “tendência”). A contribuição é medida como a diferença em relação à média dessa contribuição ao longo do período. O gráfico inclui um elemento constante que representa exatamente a média do investimento ao longo do período.

A Figura 3.4 sugere que a tendência de descida do investimento privado líquido reflete o aparecimento de um excesso de capacidade a partir do início do século XXI. Esta aumentou de forma significativa nos anos a seguir à crise financeira internacional, arrastando o investimento das empresas para valores abaixo da sua tendência de

Tabela 3.4

Resultados da estimação do modelo do investimento privado agregado

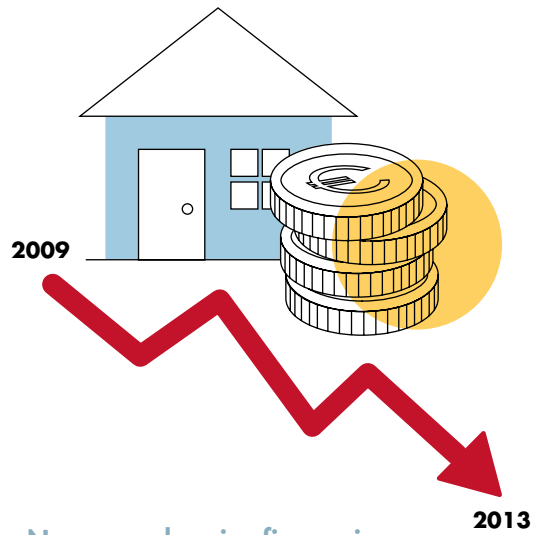
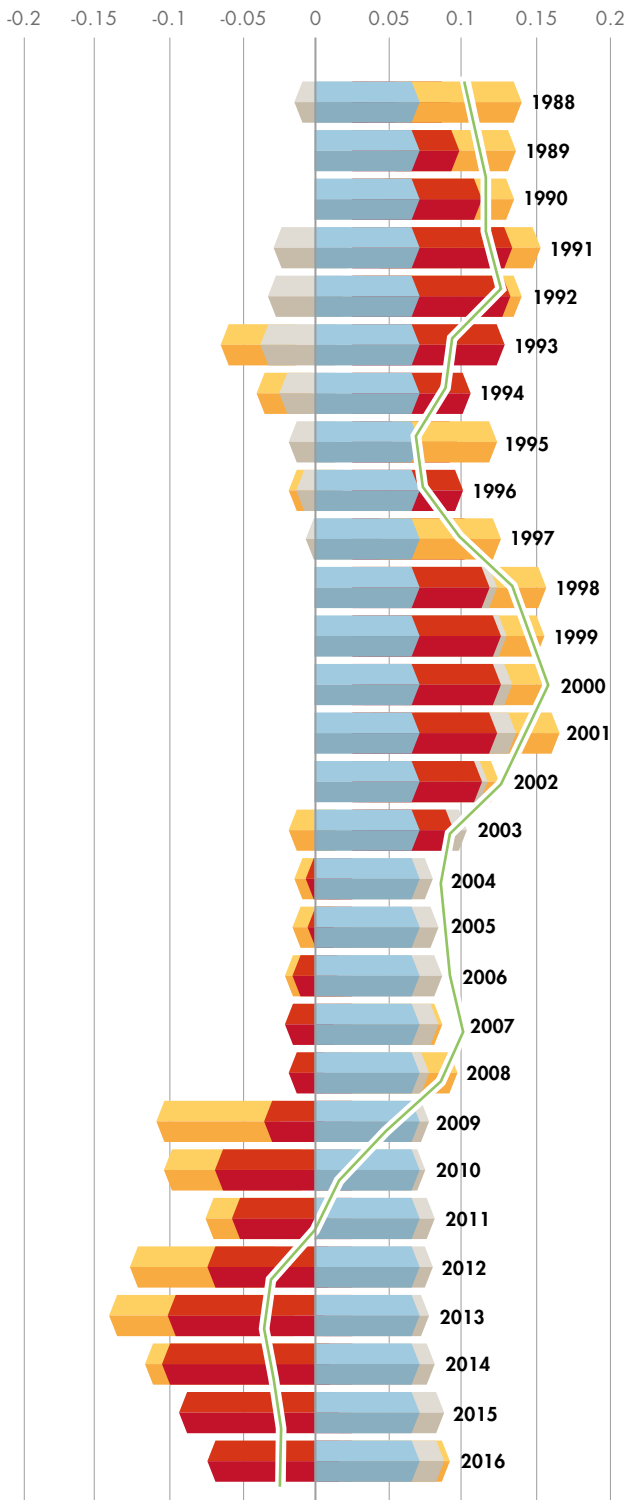
Variável	Coefficientes
PIB _{T-1}	1,929** (0,839)
K _{T-1}	-0,766** (0,310)
CCP _{T-1}	-0,138* (0,080)
IC _{T-1}	0,114*** (0,028)
inv _{T-1}	0,607*** (0,122)

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO e do INE. Níveis de significância: ***, 1%; **, 5%; *, 10%. Erros-padrão entre parêntesis. A média e o desvio-padrão da variável dependente são, respetivamente, 0,076 e 0,059. A variável dependente é a formação bruta de capital fixo das empresas. O R² é de cerca de 0,97, e a regressão é globalmente significativa; F(5,23) = 224,7. O número de observações é de 29. O modelo inclui uma constante não reportada na tabela.

longo prazo. De acordo com estes dados, nos últimos anos, o excesso de capacidade foi o fator que mais contribuiu para a quebra do investimento privado.

De acordo com estes dados, nos últimos anos, o excesso de capacidade foi o fator que mais contribuiu para a quebra do investimento privado.

Nos anos da crise financeira, entre 2009 e 2013, o investimento privado líquido foi também muito afetado negativamente pelo estado da confiança dos investidores, tendo melhorado significativamente nos últimos anos. Em termos agregados, o custo do investimento, nos últimos anos, não parece constituir a principal restrição à realização de investimento pelos privados. Os modelos estimados na próxima secção, utilizando dados microeconómicos, analisarão a questão das condições de financiamento do investimento com maior detalhe.



Nos anos da crise financeira, entre 2009 e 2013, o investimento privado líquido foi muito afetado negativamente pelo estado da confiança dos investidores, tendo melhorado significativamente nos últimos anos.

- MÉDIA
- HIATO
- CUSTO
- CONFIANÇA
- INVESTIMENTO

Figura 3.4: Investimento privado líquido e contributos para a evolução da sua tendência (desvios em relação à média).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO e do INE.

3.3

Determinantes do investimento das empresas: uma análise microeconómica

Nesta secção são estimados três modelos, usando dados do SCIE ao nível da empresa, com o objetivo de identificar os fatores que influenciam as decisões de investimento das empresas. O primeiro modelo é estimado pelo método dos mínimos quadrados simples, isto é, o modelo supõe que, pelo menos aproximadamente, nada distingue as decisões de investimento das empresas a não ser o facto de as variáveis que, de acordo com o modelo, determinam o investimento (mais propriamente, a taxa de investimento da empresa, definida como o quociente entre o investimento e o ativo) tomarem valores diferentes para cada empresa. O segundo modelo admite que haja heterogeneidade entre as empresas, ou seja, que, mesmo que as variáveis que, de acordo com o modelo, determinam o investimento tomassem valores iguais para todas as empresas, haveria fatores específicos a cada empresa que diferenciariam sistematicamente os níveis de investimento. Este modelo será estimado através de um estimador de “efeitos fixos”, aproveitando a dimensão longitudinal dos dados. O terceiro modelo tem um carácter diferente do dos dois primeiros. Enquanto os dois primeiros modelos procuram explicar o montante investido (em proporção do *stock* de capital da empresa), o terceiro modelo procura explicar por que é que certas empresas investem (querendo com isto significar que aumentam o *stock* de capital) e outras não. Portanto, a variável dependente neste modelo será binária (*dummy*) – tomará o valor um quando a empresa investir, e o valor zero quando não investir – e o modelo tomará a forma conhecida por “modelo *Probit*”. O modelo *Probit* permite-nos avaliar o efeito que as variáveis explicativas têm sobre a probabilidade de uma empresa investir e não sobre o montante investido, como era o caso nos dois primeiros modelos.

A escolha das variáveis utilizadas nos modelos baseou-se na extensa literatura existente sobre este tema²⁷. Com as variáveis por nós selecionadas, pretendemos avaliar a importância das condições de financiamento do investimento – em particular, do nível de endividamento –, do excesso/défice de capacidade produtiva, do potencial de crescimento das empresas e da sua dimensão.

Pretendemos avaliar a importância das condições de financiamento do investimento – em particular, do nível de endividamento –, do excesso/défice de capacidade produtiva, do potencial de crescimento das empresas e da sua dimensão.

Como indicadores das condições de financiamento do investimento, considerámos o nível de endividamento das empresas, a capacidade de gerar recursos internamente (medida pelo *cash flow*) e a tangibilidade dos ativos (que pode ser vista como uma medida da facilidade de acesso ao crédito, pois os bancos preferem conceder crédito a empresas com bens que possam ser apresentados como garantia). O interesse no estudo do impacto das condições financeiras sobre as decisões de investimento, na linha dos trabalhos realizados por Fazzari *et al.* (1988) ou Bernanke *et al.* (1999), tem sido grande nos últimos tempos, pois a atual crise económica teve na sua origem uma crise financeira que afetou de sobremaneira o setor financeiro e a concessão de crédito. No modelo estimado na secção anterior, utilizando dados macroeconómicos, o custo do financiamento não parece constituir uma restrição ao investimento. Porém, tal resultado não significa que não haja empresas para as quais o custo do

²⁷ Sobre o tema da identificação dos determinantes de investimento, salientamos os estudos de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), Chirinko (1993), Lang, Ofek e Stulz (1996), Aivazian, Ge e Qiu (2005) e Bond, Rodano e Serrano-Velarde (2015).

financiamento seja um obstáculo à realização de projetos de investimento. Num contexto de elevado endividamento das empresas e de dificuldades no setor bancário, é natural que muitas empresas se sintam limitadas no acesso ao crédito, possibilidade que pretendemos ter em atenção nos modelos microeconómicos estimados nesta secção. A este propósito, recorde-se que a questão do financiamento do investimento tem sido objeto de atenção política, com a proposta e implementação de programas específicos que pretendem dar resposta às dificuldades sentidas pelas empresas – esta questão será também tratada no Capítulo 4.

As questões do excesso ou défice de capacidade e potencial de crescimento das empresas são reconhecidamente importantes para as decisões de investimento, como vimos a respeito do modelo macroeconómico da secção anterior. No entanto, uma situação de excesso/défice de capacidade em termos agregados pode corresponder a situações muito diferentes, consoante os ramos de atividade ou, mesmo, de empresa para empresa dentro do mesmo ramo. Tal possibilidade ganha especial acuidade numa economia com baixo crescimento e em processo de alteração estrutural – ver Capítulo 2. Para ter esta

situação em linha de conta, incluímos como variáveis explicativas no modelo a taxa de crescimento das vendas e a dimensão exportadora das empresas. A taxa de crescimento das vendas poderá refletir a eventual existência de excesso (se for baixa) ou de défice (se for elevada) de capacidade, ou o potencial de crescimento da empresa (maior se a taxa de crescimento for elevada). Por seu turno, as empresas exportadoras poderão ter um potencial de crescimento mais elevado, pois o seu mercado não estará limitado à economia nacional.

Por fim, teremos em atenção a possibilidade de o comportamento das empresas ser diferente em função da sua dimensão, possivelmente por as necessidades de investimento serem diferentes, ou por as condições de acesso ao financiamento terem outras características. Com este fito, incluiremos no modelo variáveis relacionadas com o nível de vendas e de emprego da empresa. Em complemento, são feitas estimações utilizando diferentes subamostras, definidas com base na dimensão das empresas. Ao procedermos desta forma, estaremos a colocar a possibilidade de os parâmetros que descrevem o comportamento das empresas serem diferentes, conforme a dimensão da empresa.

Os modelos estimados /

A amostra da base de dados do SCIE do INE, descrita no capítulo anterior, foi utilizada para estimar pelo método dos mínimos quadrados simples (OLS) o seguinte modelo:

$$inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 endiv_{i,t-1} + \beta_2 export_{i,t-1} + \beta_3 txvendas_{i,t-1} + \beta_4 tang_ativos_{i,t-1} + \beta_5 cflow_{it} + \beta_6 lnvendas_{i,t-1} + \beta_7 lnpeessoal_{i,t-1} + \beta_8 nova_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Na equação (2), o primeiro índice (i) identifica a empresa, e o segundo (t ou $t-1$) identifica o período temporal. O modelo estimado pelo estimador de efeitos fixos apenas difere do modelo acima pelo facto de o termo constante (β_0) variar entre empresas (isto é, também varia com o índice i). Em ambos os modelos, a variável dependente, inv , é a taxa de investimento da empresa, medida pelo quociente entre o investimento líquido total no ano t (em ativos fixos tangíveis e intangíveis) e o total do ativo do ano anterior ($t-1$).

As variáveis explicativas são as seguintes: $endiv$ é uma medida do nível de endividamento da empresa, dada pelo rácio do passivo não-corrente sobre o capital próprio; $export$ mede as exportações da empresa como percentagem do volume de negócios, podendo ser entendida como uma *proxy* para oportunidades de crescimento das empresas, pois as empresas exportadoras têm um mercado potencial maior; $txvendas$ representa a taxa de crescimento das vendas, podendo também servir como uma medida das oportunidades de crescimento

de empresas, em particular de empresas não-cotadas; *tang_ativos* é uma medida da tangibilidade dos ativos, dada pelo peso dos ativos fixos tangíveis nos ativos totais, procurando medir o nível de garantias que a empresa pode oferecer aos seus credores; *cflow* é o rácio dos resultados líquidos mais depreciações sobre o total do ativo no período anterior, medindo os fundos gerados pela atividade da empresa; *lnvendas* é o logaritmo das vendas, sendo uma *proxy* para a dimensão da empresa;

lnpessoal é o logaritmo do número de trabalhadores, outra *proxy* para a dimensão da empresa; *nova* é uma variável que identifica as empresas mais jovens, definidas como tendo sido criadas depois de 2009.

No modelo *Probit*, a variável dependente é uma variável binária que, em cada ano, identifica as empresas com investimento líquido positivo. As variáveis explicativas são as mesmas que descrevemos acima.

Tabela 3.5

Determinantes do Investimento

		OLS	FE
<i>endiv</i>	Dívida LP/ Capital Próprio $T-1$	-0,0002*** (0,0000)	-0,0005*** (0,0001)
<i>export</i>	Rácio de Exportações $T-1$	0,0036*** (0,0012)	0,0116*** (0,0035)
<i>txvendas</i>	Taxa Cresc. Vendas $T-1$	0,0130*** (0,0003)	0,0050*** (0,0004)
<i>tang_ativos</i>	Tangibilidade dos Ativos $T-1$	0,0074*** (0,0011)	0,0747*** (0,0031)
<i>cflow</i>	Cash Flow T	0,0843*** (0,0007)	0,0746*** (0,0012)

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da SCIE, INE. Níveis de significância: ***, 1%; **, 5%; *, 10%. Desvio padrão entre parêntesis. A variável dependente de ambos os modelos é a taxa de investimento da empresa. O número de observações é de 575 621. As regressões incluem, adicionalmente, controlos para a dimensão, vendas e número de trabalhadores, bem como a indicação se se trata de uma empresa nova. A regressão OLS inclui ainda *dummies* para o ano e para o setor, enquanto a regressão FE (modelo de efeitos fixos) inclui apenas as *dummies* para o ano.

Tanto no caso do modelo estimado por OLS como no caso do modelo de efeitos fixos (FE) por empresa, os resultados das estimações – ver Tabela 3.5 – corroboram as previsões da teoria relativamente aos fatores determinantes do investimento, sendo todos os coeficientes estatisticamente significativos. Em particular, observa-se que as empresas mais endividadas – isto é, com maior peso da dívida de longo prazo no total dos capitais próprios – têm taxas de investimento mais baixas. Ainda relativamente ao efeito da capacidade de financiamento das empresas nas decisões de investimento, os resultados da estimação sugerem que as empresas com maior nível de colateral têm mais facilidade em aceder a financiamento para a realização de investimento.

Em particular, observa-se que as empresas mais endividadas – isto é, com maior peso da dívida de longo prazo no total dos capitais próprios – têm taxas de investimento mais baixas. Ainda relativamente ao efeito da capacidade de financiamento das empresas nas decisões de investimento, os resultados da estimação sugerem que as empresas com maior nível de colateral têm mais facilidade em aceder a financiamento para a realização de investimento. Por outro lado, conclui-se que as empresas com mais recursos financeiros gerados internamente, medidos pelo *cash flow*, investem mais.”

Por outro lado, conclui-se que as empresas com mais recursos financeiros gerados internamente, medidos pelo *cash flow*, investem mais. Numa situação de mercados financeiros eficientes, a relação desta variável com o investimento tende a ser nula. A existência de uma correlação positiva entre o *cash flow* e o investimento das empresas sugere que a política de investimento está, pelo menos parcialmente, dependente da geração de fundos internos. Uma situação deste tipo é tipicamente interpretada como evidência de restrições ao financiamento. Esta questão será analisada mais em detalhe nos modelos apresentados na secção seguinte.

Os resultados corroboram igualmente a hipótese de que as empresas com maior potencial de crescimento (ou com necessidade de suprir um eventual défice de capacidade produtiva instalada), quer este seja medido pelo crescimento das vendas quer pela sua capacidade exportadora, investem mais.

Em relação ao efeito da dimensão das empresas no investimento, medido pelo logaritmo das vendas e do número de trabalhadores, os resultados das estimações sugerem que empresas de maior dimensão e com maior produtividade investem mais²⁸. Finalmente, conclui-se que as empresas mais jovens investem mais, relativamente a empresas com as mesmas características, mas constituídas há mais tempo, o que corresponde ao esperado, pois quase certamente as empresas necessitam de ter capital instalado para poderem operar²⁹.

Modelo Probit /

Os resultados da estimação do modelo *Probit* vão ao encontro dos resultados dos dois modelos anteriores. Resumidamente, a probabilidade de investir é maior em empresas com uma estrutura de capitais mais favorável ao uso de capitais próprios, empresas mais exportadoras, com taxas de crescimento das vendas mais elevadas, maiores rácios de ativos tangíveis e maiores *cash flows*. Também a dimensão das empresas afeta positivamente a probabilidade de uma empresa investir. Dada a estabilidade das estimativas, optou-se por não listar estes resultados.

Os resultados corroboram igualmente a hipótese de que as empresas com maior potencial de crescimento, quer este seja medido pelo crescimento das vendas quer pela sua capacidade exportadora, investem mais. Em relação ao efeito da dimensão das empresas no investimento, medido pelo logaritmo das vendas e do número de trabalhadores, os resultados das estimações sugerem que empresas de maior dimensão e com maior produtividade investem mais. Finalmente, conclui-se que as empresas mais jovens investem mais, relativamente a empresas com as mesmas características, mas constituídas há mais tempo, o que corresponde ao esperado, pois quase certamente as empresas necessitam de ter capital instalado para poderem operar.

Estimações com subamostras por dimensão da empresa /

Tendo em conta que a natureza das decisões de investimento das empresas mais pequenas pode ser diversa da das empresas com maior dimensão, o modelo descrito acima foi estimado eliminando da amostra, alternadamente, as empresas com menos de 10 trabalhadores, as empresas com entre 10 e 250 trabalhadores, e as empresas com 250 ou mais trabalhadores. No entanto, os resultados das estimações com qualquer uma daquelas subamostras são muito semelhantes aos obtidos anteriormente, quer no modelo OLS, quer no modelo com efeitos fixos, pelo que não são reportados neste trabalho.

²⁸ A produtividade é medida como o rácio das vendas por trabalhador.

²⁹ As estimativas destes parâmetros não são reportadas nesta tabela.

3.4

Investimento, dinamismo económico e restrições financeiras

Nesta secção analisamos com maior detalhe a relevância das restrições financeiras nas decisões de investimento das empresas, distinguindo as empresas com base no seu dinamismo económico. A estimação levada a cabo nesta secção permitirá avaliar se as restrições no financiamento do investimento das empresas constituem um obstáculo ao crescimento da economia, na medida em que limitem o investimento e o crescimento das empresas mais dinâmicas.

A estimação levada a cabo nesta secção permitirá avaliar se as restrições no financiamento do investimento das empresas constituem um obstáculo ao crescimento da economia, na medida em que limitem o investimento e o crescimento das empresas mais dinâmicas.

As empresas mais dinâmicas são definidas como aquelas que apresentam taxas de crescimento das vendas superiores à mediana do ano ou do setor no ano. Dada a importância do setor exportador para o crescimento sustentável da economia portuguesa, identificam-se também as empresas com maior peso das exportações nas vendas totais e as restrições financeiras por elas sentidas nas decisões de investimento.

Nesta análise, as restrições financeiras são avaliadas com base num modelo que testa a sensibilidade do investimento ao *cash flow*. Este modelo, que tem sido amplamente usado na literatura, foi inicialmente proposto por Fazzari *et. al.* (1988). O modelo assenta na hipótese de que as empresas com mais dificuldades em obter financiamento externo estão mais dependentes dos fundos que geram internamente. Por essa razão, os níveis de investimento realizados estarão positivamente correlacionados com os *cash flows* gerados.

O modelo apresenta a seguinte formulação:

$$inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 cflow_{it} + \beta_2 lnactivo_{i,t-1} + \beta_3 txvendas_{i,t-1} + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

As variáveis *inv*, *cflow* e *txvendas* têm a mesma definição que demos na secção anterior. Assim, *inv* é a taxa de investimento da empresa (relativamente ao total do ativo do ano anterior); *cflow* é o rácio dos resultados líquidos mais depreciações sobre o total do ativo no período anterior; e *txvendas* representa a taxa de crescimento das vendas. A variável *lnactivo* é o logaritmo do total do activo, usado como controlo para a dimensão da empresa. Para além das variáveis indicadas, neste modelo são também incluídas *dummies* por setor e ano e um conjunto de variáveis, representadas por *X* na equação (3). Estimámos várias versões da equação (3), correspondendo a diferentes escolhas para as variáveis representadas por *X*. Procurámos com as nossas escolhas para essas variáveis destacar grupos de empresas com características que possam ser vistas como indiciadoras de “maior dinamismo”, ou seja, de maior crescimento atual ou potencial. A introdução dessas variáveis no modelo permitirá verificar se o comportamento desses grupos de empresas é diferente do comportamento das empresas “menos dinâmicas”.

A identificação dos grupos de empresas mais dinâmicos foi feita utilizando as seguintes variáveis binárias, incluídas à vez no vetor *X*: “crescimento 1”, que identifica as empresas com uma taxa de crescimento das vendas superior à mediana do ano; “crescimento 2”, que identifica as empresas com taxa de crescimento das vendas superiores à mediana do setor/ano; “exporta”, que identifica as empresas exportadoras; “setor exportador”, que identifica as empresas pertencentes aos setores com maior peso das exportações nas vendas totais, sendo essa classificação baseada na mediana daquele rácio em cada ano.

Para testar se as empresas com mais potencial de crescimento apresentam ou não uma maior sensibilidade do investimento ao *cash flow*, incluímos igualmente no vetor *X* a interação (multiplicação) das variáveis binárias acima descritas com o *cash flow*.

A coluna (1) da Tabela 3.6 mostra as estimativas dos coeficientes da equação (2) no caso em que o vetor X é omitido do modelo. Esta coluna corresponde no essencial aos modelos estimados na secção anterior e serve como referência. Note-se que os resultados apresentados na coluna (1) mostram que os níveis de investimento das empresas estão positivamente correlacionados com os *cash flows*, o que sugere que as empresas podem estar a enfrentar restrições no acesso ao financiamento externo, o que pode condicionar os planos de investimento das empresas.

As restantes colunas da Tabela 3.6 correspondem à introdução no modelo das variáveis binárias (e correspondente interação com a variável *cash flow*) referidas acima: “Crescimento 1”, “Crescimento 2”, “Exporta” e “Setor Exportador”. Independentemente da medida de

dinamismo utilizada, os coeficientes das interações com o *cash flow* são positivos e estatisticamente significativos. De acordo com estes resultados, as empresas com maior potencial de crescimento são aquelas em que o investimento depende mais da capacidade de gerar recursos próprios.

As empresas com maior potencial de crescimento são aquelas em que o investimento depende mais da capacidade de gerar recursos próprios. Ou seja, as empresas mais dinâmicas parecem ser aquelas que têm maiores restrições financeiras no financiamento do investimento.

Tabela 3.6

Sensibilidade do investimento ao *cash flow*

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Cash Flow T	0,0867*** (0,0007)	0,0451*** (0,0010)	0,0468*** (0,0010)	0,0808*** (0,0007)	0,0683*** (0,0010)
Log Ativo Total $T-1$	-0,0064*** (0,0001)	-0,0057*** (0,0001)	-0,0055*** (0,0001)	-0,0069*** (0,0001)	-0,0063*** (0,0001)
Taxa Cresc. Vendas $T-1$	0,0125*** (0,0003)	0,0124*** (0,0003)	0,0124*** (0,0003)	0,0122*** (0,0003)	0,0124*** (0,0003)
Crescimento $_1$		0,0211*** (0,0003)			
Crescimento $_1 \times$ Cash Flow		0,0668*** (0,0014)			
Crescimento $_2$			0,0215*** (0,0003)		
Crescimento $_2 \times$ Cash Flow			0,0614*** (0,0014)		
Exporta				0,0039*** (0,0005)	
Exporta \times Cash Flow				0,1019*** (0,0030)	
Setor Exportador					-0,0063*** (0,0011)
Setor Exportador \times Cash Flow					0,0396*** (0,0014)

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da SCIE, INE. Níveis de significância: ***, 1%; **, 5%; *, 10%. Desvio padrão entre parêntesis. A variável dependente dos vários modelos é a taxa de investimento da empresa. O número de observações é de 575 621; quer o R^2 quer o RMSE são idênticos nos 5 modelos; 0,06 e 0,12, respetivamente.

Tabela 3.7Investimento das empresas mais dinâmicas e *cash flow*

Definição de dinamismo	(-) Dinâmicas	(+) Dinâmicas
Crescimento ₁	0,0451	0,0451 + 0,0668 = 0,1119
Crescimento ₂	0,0468	0,0468 + 0,0614 = 0,1082
Exporta	0,0808	0,0808 + 0,1019 = 0,1827
Setor Exportador	0,0683	0,0683 + 0,0396 = 0,1079

Fonte: Ver estimativas apresentadas na Tabela 3.6. Definição de dinamismo: “Crescimento 1” corresponde a “empresas com uma taxa de crescimento das vendas superior à mediana do ano”; “Crescimento 2” corresponde a “empresas com taxa de crescimento das vendas superiores à mediana do setor/ano”; “Exporta” corresponde a “empresas exportadoras”; “Setor Exportador” corresponde a “empresas pertencentes aos setores com maior peso das exportações nas vendas totais, sendo essa classificação baseada na mediana daquele rácio no ano”.

Ou seja, as empresas mais dinâmicas parecem ser aquelas que têm maiores restrições financeiras no financiamento do investimento. Os resultados desta análise estão sintetizados na Tabela 3.7, que mostra que o efeito do *cash flow* no investimento é positivo e muito significativo. Com a exceção da medida de dinamismo baseada nas exportações por setor, a sensibilidade do investimento relativamente ao *cash flow* (indicador do efeito das restrições financeiras) é mais do dobro nas empresas dinâmicas.

Dado que as empresas mais dinâmicas, em particular as empresas exportadoras, são fundamentais para o crescimento da economia portuguesa, é importante fazer a sua caracterização em termos setoriais, dimensão, localização, entre outras características, para que possam ser definidas políticas que garantam as condições de financiamento necessárias ao seu crescimento. Esta análise é apresentada no último capítulo deste trabalho, relativo às propostas de políticas de estímulo ao investimento das empresas.

Os modelos apresentados na Tabela 3.6 foram também estimados numa subamostra que exclui as empresas com menos de 10 trabalhadores, sendo os resultados muito semelhantes aos da Tabela 3.6.

3.5 Conclusão

Este capítulo apresentou uma descrição da evolução do investimento das empresas, no período de 2010-2015, por região, por setor de atividade e por dimensão das empresas. Entre 2010 e 2015, o investimento das empresas diminuiu 25%. Ao nível das regiões, destaca-se a quebra do investimento na Região de Lisboa. A maior quebra no investimento registou-se nas microempresas. As grandes empresas representam cerca de 40% do investimento empresarial total. Ao nível dos setores de atividade, destaca-se o investimento das empresas no setor “Indústrias transformadoras”; no setor “Comércio”; e nos setores “Atividades de informação e de comunicação” e “Eletricidade e outros”. Destaca-se ainda a forte quebra do peso do investimento das empresas do setor da “Construção”. Entre 2010 e 2015, o peso do investimento das empresas dos setores transacionáveis aumentou relativamente ao das empresas dos setores não-transacionáveis.

Na segunda parte deste capítulo, estimámos vários modelos do investimento privado e das empresas em Portugal. Primeiro, foi estimado um modelo para o investimento agregado. De acordo com os resultados da estimação desse modelo, nos últimos anos o investimento em Portugal foi prejudicado essencialmente por um excesso de capacidade produtiva instalada face à procura. Igualmente importante desde o início da crise financeira internacional, mas a mostrar mais recentemente sinais claros de recuperação, foi a falta de confiança dos empresários. No modelo agregado, o custo do investimento, nos últimos anos, não parece constituir a principal restrição à realização de investimento pelos privados.

Os modelos desagregados do investimento, com dados ao nível da empresa, mostram que as empresas mais endividadas têm taxas de investimento mais baixas; as empresas com maior colateral têm mais facilidade em obter financiamento para a realização de investimento; as empresas de maior dimensão e com maior produtividade investem mais; e as empresas mais jovens investem mais.

Adicionalmente, as estimativas dos modelos microeconómicos sugerem que as empresas “mais dinâmicas”, no sentido de terem um maior potencial de crescimento (para o que usámos várias medidas, sendo as conclusões robustas), são mais sensíveis ao *cash flow*. Isto é, as suas decisões de investimento dependem em maior grau dos fundos que conseguirem gerar a partir da sua atividade. Este resultado tem sido interpretado na literatura financeira como uma indicação de dificuldades no acesso a financiamento com fundos externos. No entanto, estes resultados podem refletir uma opção mais conservadora de gestão financeira das empresas, sobretudo quando o período em análise foi antecedido de uma grave crise financeira. De qualquer forma, estes resultados sugerem a existência de empresas com potencial para apresentarem um crescimento mais rápido assente numa maior diversidade de fontes de financiamento, nomeadamente com o reforço da componente de financiamento externo.

Por outro lado, estes resultados mostram também a existência de oportunidades para as instituições financeiras, em particular para o setor bancário. Nos casos em que a opção pelo financiamento assente fundamentalmente em recursos próprios resultar de dificuldades na gestão, as instituições financeiras poderão contribuir para ultrapassar essas dificuldades, fornecendo competências técnicas e os meios financeiros que permitam um crescimento mais rápido e sustentado das empresas. Voltaremos a esta questão no Capítulo 7, onde identificamos e caracterizamos as empresas mais dinâmicas.

4

O financiamento do investimento

- 4.1** Caracterização da situação financeira das empresas
- 4.2** Endividamento, rentabilidade e dinamismo empresarial
- 4.3** Empresas "zombie"
- 4.4** Instrumentos e diversificação das fontes de financiamento
- 4.5** Conclusão

Como vimos no Capítulo 2, as empresas portuguesas estão entre as mais endividadas do mundo. O elevado endividamento é, em muitos casos, a origem de uma situação financeira e económica muito frágil, constituindo um entrave ao seu crescimento. As conclusões dos modelos microeconómicos estimados no Capítulo 3 sugerem que o endividamento tem um impacto negativo nas decisões de investimento das empresas.

Neste capítulo, começamos por analisar em maior detalhe a situação financeira das empresas, tendo em conta a região onde estão localizadas, o seu setor de atividade e a sua dimensão. Na nossa análise, consideramos os anos de 2010, o ano anterior ao pedido de resgate à *troika*, e de 2015, o último ano para o qual temos dados. Duma maneira geral, observa-se uma melhoria muito significativa na condição financeira das empresas entre 2010 e 2015. A análise é levada a cabo com base na informação disponível no SCIE (Sistema de Contas Integradas das Empresas disponibilizado pelo INE).

Na Secção 4.2, comparamos a situação financeira das empresas mais e menos dinâmicas de acordo com a definição adotada no Capítulo 3. Na Secção 4.3, analisamos a dimensão do fenómeno das empresas “*zombie*” em Portugal. Veremos que representam uma parte muito significativa da nossa amostra, o que reforça a ideia de que o setor financeiro teve e tem um problema na afetação do crédito. Esse problema de afetação do crédito tem correspondência num problema macroeconómico de baixo crescimento, pois os recursos financeiros não foram afetados aos setores e às empresas mais dinâmicos, dificultando a transformação estrutural de que a economia portuguesa necessita.

Havendo um problema com o crédito bancário, é necessário procurar alternativas. Na Secção 4.4, passamos em revista essas alternativas. Discutiremos, então, as possibilidades de diversificação das fontes de financiamento, o papel dos fundos comunitários e as iniciativas que os governos têm tomado neste domínio.

4.1

Caracterização da situação financeira das empresas

Nesta secção, fazemos uma caracterização geral da situação financeira das empresas portuguesas em termos dos principais rácios de liquidez, endividamento e rentabilidade. Os rácios financeiros usados estão definidos na Tabela 4.1. A caracterização será feita por região, dimensão da empresa e setor de atividade.

É comum os rácios financeiros apresentarem uma grande dispersão, principalmente em amostras grandes que cobrem empresas de dimensões muito diferentes, distribuídas por vários setores da economia³⁰. Nos casos em que essa dispersão é maior, é preferível usar os valores das medianas dos rácios financeiros, em vez dos das médias, dado que não são afetados pelos valores extremos e, portanto, são mais representativos da realidade das empresas e permitem tirar ilações mais corretas das comparações entre regiões, setores e categorias de dimensão das empresas.

Análise por região /

As Tabelas 4.2, 4.3 e 4.4 listadas abaixo apresentam as estatísticas descritivas (médias e medianas) dos rácios financeiros das empresas da nossa amostra, por região, para os anos de 2010 e 2015. Os rácios financeiros foram agrupados em três categorias: liquidez, endividamento e rentabilidade. Os rácios de liquidez são usados para analisar a capacidade das empresas para honrarem os seus compromissos financeiros de curto prazo: rácios superiores a 1 indicam que as empresas têm ativos líquidos superiores aos seus passivos de curto prazo. Rácios de liquidez excessivos, contudo, podem também significar algumas ineficiências na gestão de tesouraria.

No geral, os valores médios e medianos dos rácios de liquidez aumentaram de 2010 para 2015. A região onde

Tabela 4.1

Definição dos rácios financeiros

Liquidez Geral	Ativo Corrente / Passivo Corrente
Endividamento Total	Passivo / Ativo
Autonomia Financeira	Capital Próprio / Ativo
Rendibilidade do Capital Próprio	Resultado Líquido / Capital Próprio
Rendibilidade do Ativo	Resultado Operacional / Ativo

as empresas apresentam maiores rácios de liquidez é o Alentejo, tanto em 2010 como em 2015. A região onde as empresas apresentam menor liquidez de curto prazo é a Madeira.

Os rácios de endividamento refletem o peso da dívida no total dos ativos das empresas. No total da amostra, a mediana do endividamento total é menor em 2015. Em termos de autonomia financeira, há uma ténue melhoria nos valores medianos do início para o fim do período da amostra. Porém, a dispersão de valores é maior em 2015, havendo mesmo uma deterioração dos valores médios. Na segmentação por região, verificamos que as empresas da Região da Madeira são as que apresentam maiores rácios de endividamento total em ambos os anos.

³⁰ Para reduzir o impacto de possíveis *outliers* na amostra, ajustamos todas as variáveis ("winsorizing") por forma a tornar constantes as caudas das suas distribuições abaixo do percentil 1% e acima do percentil 99%. Contudo, mesmo após este ajustamento, as principais variáveis financeiras apresentam uma dispersão considerável.

Tabela 4.2

Rádios de liquidez geral por região

Região	2010		2015	
	Média	Mediana	Média	Mediana
Norte	3,23	1,45	3,79	1,68
Algarve	3,76	1,40	4,71	1,67
Centro	3,01	1,46	3,77	1,75
Lisboa	3,61	1,36	4,24	1,58
Alentejo	4,00	1,51	4,87	1,86
Açores	2,90	1,47	3,86	1,61
Madeira	3,19	1,29	3,73	1,36
Total	3,36	1,42	4,02	1,67

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE.**Tabela 4.3**

Rádios de solvabilidade por região

Região	Endividamento Total				Autonomia Financeira			
	2010		2015		2010		2015	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
Norte	0,83	0,76	0,86	0,71	0,21	0,24	0,17	0,25
Algarve	0,88	0,76	0,94	0,72	0,19	0,24	0,10	0,22
Centro	0,79	0,73	0,80	0,68	0,24	0,25	0,21	0,29
Lisboa	0,91	0,76	0,97	0,72	0,16	0,23	0,08	0,23
Alentejo	0,78	0,73	0,80	0,67	0,24	0,26	0,22	0,29
Açores	0,74	0,68	0,82	0,64	0,26	0,30	0,22	0,33
Madeira	0,93	0,78	1,05	0,77	0,14	0,22	0,05	0,23
Total	0,84	0,75	0,88	0,70	0,20	0,24	0,15	0,26

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE.

4.1 Caracterização da situação financeira das empresas /

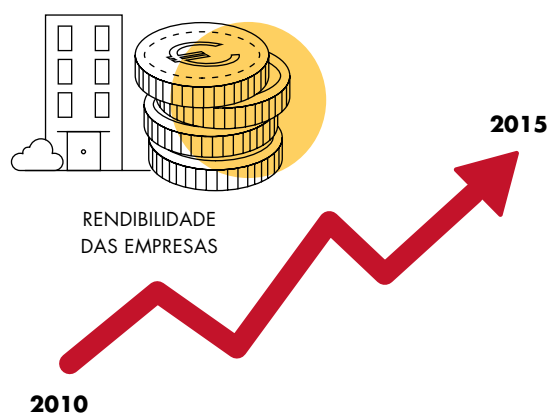
Tabela 4.4

Indicadores de rentabilidade por região

Região	Rentabilidade do Capital Próprio				Rentabilidade do Ativo			
	2010		2015		2010		2015	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
Norte	-7,57%	3,85%	1,80%	5,69%	-1,48%	2,46%	-0,61%	3,44%
Algarve	-24,00%	0,89%	2,30%	5,43%	-4,39%	1,55%	-0,42%	3,94%
Centro	-7,23%	3,63%	0,60%	5,04%	-0,58%	2,52%	0,44%	3,35%
Lisboa	-13,35%	2,43%	4,61%	4,75%	-3,78%	2,16%	-2,63%	3,42%
Alentejo	-7,54%	3,21%	3,75%	4,65%	-0,19%	2,50%	0,54%	3,19%
Açores	-0,32%	3,62%	0,30%	2,99%	1,02%	2,77%	-1,33%	2,34%
Madeira	-27,17%	0,88%	-13,13%	1,38%	-5,19%	1,21%	-7,96%	0,88%
Total	-10,22%	3,17%	2,13%	5,08%	-2,06%	2,34%	-1,00%	3,35%

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE.

Quanto à rentabilidade das empresas, analisamos os rácios de rentabilidade dos ativos e dos capitais próprios. Apesar de estes rácios apresentarem uma grande dispersão de valores, o primeiro resultado a destacar é a clara melhoria na rentabilidade da generalidade das empresas portuguesas entre 2010 e 2015. Este resultado está patente na evolução positiva dos valores médios e medianos dos indicadores de rentabilidade. Em 2010, é nas regiões Norte, Centro e Açores que se localizam as empresas mais rentáveis, com valores mais elevados das medianas dos rácios de rentabilidade do ativo e dos capitais próprios. Em 2015, as empresas das regiões do Norte e Centro continuam a registar rentabilidades mais elevadas, mas a estas junta-se também a Região do Algarve (e da Área Metropolitana de Lisboa, se considerarmos apenas a rentabilidade do ativo). Com os piores resultados, destacam-se, em 2010, as regiões da Madeira, Área Metropolitana de Lisboa e Algarve, e, em 2015, as regiões da Madeira e Açores.



2010
Apesar de estes rácios apresentarem uma grande dispersão de valores, o primeiro resultado a destacar é a clara melhoria na rentabilidade da generalidade das empresas portuguesas entre 2010 e 2015.

Análise por dimensão da empresa /

Nas Tabelas 4.5, 4.6 e 4.7, apresentamos o mesmo tipo de estatísticas descritivas, para as mesmas classes de rácios financeiros, mas agora segmentando a amostra por dimensão da empresa, para o que usámos as categorias de dimensão descritas no Capítulo 3. Os resultados na Tabela 4.5 indicam que são as empresas mais pequenas (até 50 trabalhadores) as que apresentam rácios de liquidez mais elevados, o que é de esperar dado que estas empresas têm um peso dos ativos correntes *versus* ativos fixos mais elevado em comparação com empresas de maior dimensão.

No que respeita ao endividamento (Tabela 4.6), são também as empresas de menor dimensão (até 50 trabalhadores) – as que apresentam maiores rácios médios de endividamento total. São ainda estas empresas (em particular a categoria das mais pequenas – 1 a 9 trabalhadores) as que têm um serviço da dívida mais pesado, apresentando rácios de cobertura dos juros mais baixos. Claramente, são as empresas mais pequenas (1 a 9 tra-

balhadores) as que apresentam pior autonomia financeira e, no geral, pior solvabilidade. Em contrapartida, as empresas de maior dimensão são as que apresentam melhores indicadores de solvabilidade financeira. Esta situação é semelhante em 2010 e em 2015.

Claramente, são as empresas mais pequenas (1 a 9 trabalhadores) as que apresentam pior autonomia financeira e, no geral, pior solvabilidade.

Na Tabela 4.7, apresentamos as médias e medianas dos rácios de rendibilidade. O padrão que encontramos é semelhante ao da solvabilidade: as empresas mais pequenas apresentam resultados piores em todos os indicadores de rendibilidade quando comparadas com as empresas de maior dimensão.

Tabela 4.5

R rácios de liquidez geral por dimensão da empresa

Dimensão	2010		2015	
	Média	Mediana	Média	Mediana
Trabalhadores 1/9	3,76	1,46	3,56	1,32
Trabalhadores 10/49	2,04	1,34	1,95	1,19
Trabalhadores 50/99	1,56	1,27	1,44	1,08
Trabalhadores 100/249	1,57	1,29	1,39	1,06
Trabalhadores 250/max	1,43	1,20	1,24	1,07
Total	3,36	1,42	3,18	1,27

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE.

4.1 Caracterização da situação financeira das empresas /

Tabela 4.6

Rácios de solvabilidade por dimensão da empresa

Dimensão	Endividamento Total				Autonomia Financeira			
	2010		2015		2010		2015	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
Trabalhadores 1/9	0,87	0,76	0,92	0,72	0,18	0,24	0,12	0,24
Trabalhadores 10/49	0,76	0,73	0,75	0,67	0,25	0,25	0,25	0,29
Trabalhadores 50/99	0,76	0,73	0,71	0,66	0,25	0,25	0,27	0,30
Trabalhadores 100/249	0,69	0,70	0,66	0,65	0,29	0,28	0,31	0,30
Trabalhadores 250/max	0,71	0,69	0,67	0,66	0,27	0,27	0,30	0,30
Total	0,84	0,75	0,88	0,70	0,20	0,24	0,15	0,26

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE.

Tabela 4.7

Indicadores de rentabilidade por dimensão da empresa

Dimensão	Rentabilidade do Capital Próprio				Rentabilidade do Ativo			
	2010		2015		2010		2015	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
Trabalhadores 1/9	-13,01%	2,77%	-0,49%	4,58%	-3,05%	2,06%	-2,14%	3,05%
Trabalhadores 10/49	-2,32%	4,02%	9,72%	6,24%	1,10%	2,94%	2,76%	4,04%
Trabalhadores 50/99	0,78%	4,43%	12,17%	6,92%	1,95%	3,16%	4,23%	4,24%
Trabalhadores 100/249	6,42%	5,55%	19,05%	7,95%	3,52%	3,50%	5,30%	4,54%
Trabalhadores 250/max	26,80%	8,74%	26,95%	10,40%	5,20%	4,41%	6,02%	5,06%
Total	-10,22%	3,17%	2,13%	5,08%	-2,06%	2,34%	-1,00%	3,35%

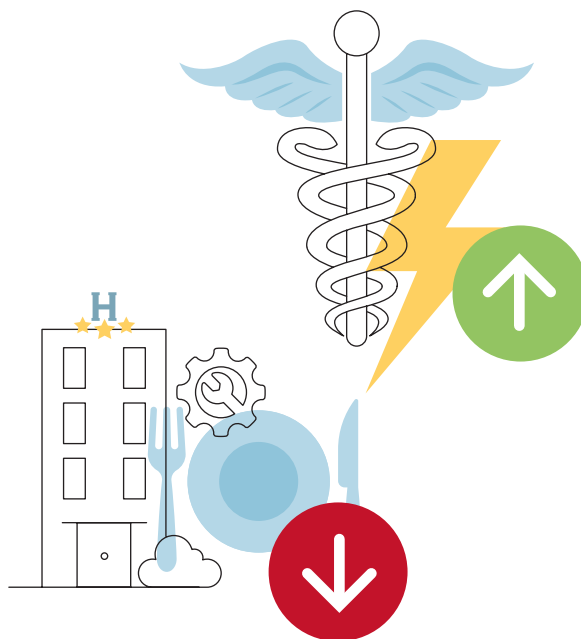
Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE.

Análise por setor de atividade³¹ /

No que respeita à liquidez, são as empresas dos setores dos transportes e da saúde as que possuem maior capacidade de honrar os seus compromissos de curto prazo, apresentando rácios de liquidez mais elevados. Uma possível razão para o elevado nível de ativos correntes destas empresas é o facto de terem prazos médios de recebimento mais alargados, o que faz aumentar as suas rubricas de clientes. Entre os que apresentam valores médios mais baixos de liquidez geral (em 2010 e 2015), estão os setores da eletricidade e da água, que são tipicamente setores onde o peso dos ativos correntes tende a ser menor.

O setor do alojamento e restauração é o que, em termos gerais, apresenta rácios de endividamento mais elevados, pior performance na cobertura dos juros e pior autonomia financeira. Os setores dos transportes, da saúde e da informação e comunicação são os que, no geral, apresentam menores valores de endividamento total.

Quanto aos rácios de solvabilidade, o setor do alojamento e restauração é o que, em termos gerais, apresenta rácios de endividamento mais elevados, pior performance na cobertura dos juros e pior autonomia financeira. Note-se, contudo, que há uma elevada dispersão destes indicadores por setor. Por exemplo, usando como referência os valores das medianas, o setor da eletricidade é o que apresenta o maior rácio de endividamento (tanto em 2010 como em 2015). Embora as empresas deste setor tivessem, em 2010, a maior capacidade de pagamento de juros, a situação piorou em 2015, com os valores médios e medianos dos rácios de cobertura dos juros a descerem abaixo dos do total da amostra. Os setores dos transportes, da saúde e da informação e comunicação são os que, no geral, apresentam menores valores de endividamento total,



Relativamente aos indicadores de rendibilidade, os setores da eletricidade e da saúde são os que apresentam melhor performance em todos os indicadores. Os setores do alojamento e restauração e de outras atividades e serviços são os que apresentam pior desempenho.

tanto no início como no final do período da amostra. Em termos da capacidade de pagamento de juros, em 2015, destacam-se também os setores da saúde e das atividades de consultoria, que apresentam os valores mais elevados.

Relativamente aos indicadores de rendibilidade, os setores da eletricidade e da saúde são os que apresentam melhor performance em todos os indicadores. Os setores do alojamento e restauração e de outras atividades e serviços são os que apresentam pior desempenho.

³¹ Para facilitar a organização do texto, não apresentamos as tabelas (que tomariam grandes dimensões) com os dados em que se baseia esta análise.

4.2

Endividamento, rendibilidade e dinamismo empresarial

Tendo em conta as nossas estimações e os resultados encontrados no Capítulo 3 relativamente às restrições no acesso ao financiamento externo das empresas mais dinâmicas, é importante fazermos uma análise comparativa da situação económica e financeira das empresas mais e menos dinâmicas. Para esse efeito, analisamos as diferenças de médias entre os grupos de empresas mais e menos dinâmicas, em termos dos principais rácios de endividamento e rendibilidade³².

Para distinguir as empresas mais dinâmicas das menos dinâmicas, usamos dois dos critérios explicados no Capítulo 3. Em concreto, usamos duas formas de segmentar a amostra, com base nas seguintes variáveis: “crescimento” identifica as empresas com uma taxa de crescimento das vendas superior à mediana do ano; “exportadoras” identifica as empresas exportadoras.

Na Tabela 4.8, apresentamos os resultados da aplicação de um teste estatístico que testa a hipótese de as médias dos indicadores financeiros (rácio de endividamento total, autonomia financeira, rendibilidade do ativo e rendibilidade do capital próprio) serem iguais para as empresas que mais crescem e para as empresas que menos crescem (parte superior da Tabela 4.8) e de serem iguais para as empresas que exportam e para as em-

presas que não exportam (parte inferior da Tabela 4.8). Quanto ao endividamento, os resultados sugerem que as empresas mais dinâmicas têm níveis de endividamento menores, apresentando um peso do passivo no total dos ativos inferior ao das empresas menos dinâmicas. Este resultado é interessante porque sugere que as restrições financeiras que estas empresas parecem enfrentar (discutidas no Capítulo 3) não resultam de um excesso de endividamento. Em conjunto, estes resultados sugerem que, nas empresas mais dinâmicas, a dependência do investimento em relação aos fundos gerados internamente não ocorre por falta de capacidade de endividamento adicional. Não só os rácios de endividamento são mais baixos, como estas empresas apresentam uma maior autonomia financeira e melhor desempenho operacional (medido pelos rácios de rendibilidade). Esta constatação abre portas para outro tipo de razões que expliquem a maior sensibilidade do investimento aos fundos gerados internamente, nomeadamente a preferência dos gestores por uma gestão financeira mais conservadora. Se, por um lado, essa gestão mais cautelosa favorece a solvabilidade financeira, por outro lado, sendo excessiva, leva a subinvestimento, comprometendo a possibilidade de tirar mais partido das oportunidades de crescimento destas empresas.

Tabela 4.8

Testes de igualdade de médias entre grupos de empresas mais e menos dinâmicas

	Endividamento Total	Autonomia Financeira	Rendibilidade do Cap. Próprio	Rendibilidade do Ativo
Crescimento (1)	0,83	0,18	0,18	0,02
Restantes (0)	0,91	0,19	-0,05	-0,08
Dif. (1) - (0)	-0,08***	-0,02***	0,22***	0,10***
Exportadoras (1)	0,72	0,29	0,06	0,02
Restantes (0)	0,90	0,17	0,07	-0,04
Dif. (1) - (0)	-0,18***	0,12***	-0,01	0,06***

Notas: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE. O teste usa a estatística *t*. Níveis de significância: ***, 1%; **, 5%; *, 10%. Em caso de a estatística ter significância, a hipótese rejeitada é a da igualdade da média nos dois grupos (“1” e “0”).

³² Para ser consistente com a análise das regressões do Capítulo 3, nesta secção usamos a mesma amostra que aí foi utilizada para a estimação das regressões.

4.3

Empresas “zombie”

Nesta secção, analisamos a incidência de empresas “zombie” na nossa amostra e, em particular, nos grupos de empresas mais e menos dinâmicas. Genericamente, a designação de empresas “zombie” aplica-se a empresas com situação financeira débil, com forte dependência em relação aos bancos e incapazes de cumprirem as suas obrigações financeiras para com estes.

No contexto da economia portuguesa, cujo processo de alteração estrutural tem enfrentado desde o início do século XXI bloqueios difíceis de ultrapassar, o prolongamento artificial da vida de empresas pelos bancos pode ser um obstáculo adicional à alteração estrutural da economia e ao aumento do seu potencial de crescimento.

Ambos, bancos e devedores em dificuldade de solver os seus compromissos financeiros, têm pouco incentivo para revelarem que os empréstimos são incobráveis. Com efeito, é do interesse dos bancos assumirem uma política de tolerância para com os seus mutuários em

dificuldade financeira, a fim de não terem de registar imparidades com empréstimos incobráveis. Um banco pode poupar-se a um aumento das provisões para cobrir empréstimos em incumprimento se disponibilizar crédito suficiente às empresas insolventes para que estas paguem os juros e amortizem os empréstimos pendentes, evitando que as empresas declarem imediatamente falência. Naturalmente, esta “luz verde” de empréstimos também beneficia as empresas insolventes, pois pelo menos adia a sua falência. No entanto, como mostram Caballero *et al.* (2008), o prolongamento da vida das empresas “zombie” impede a realocação de recursos humanos e do investimento das empresas inviáveis para as empresas mais lucrativas. No contexto da economia portuguesa, cujo processo de alteração estrutural tem enfrentado desde o início do século XXI bloqueios difíceis de ultrapassar, o prolongamento artificial da vida de empresas pelos bancos pode ser um obstáculo adicional à alteração estrutural da economia e ao aumento do seu potencial de crescimento.

Neste trabalho, classificamos as empresas como “zombie” apenas com base na nossa avaliação da natureza das suas dívidas, que depende da resposta à questão: serão “subsídios” sob a forma de empréstimos bancários contínuos, ou empréstimos fundamentados na sua produtividade e/ou rentabilidade?

Metodologia para identificar empresas “zombie” /

Classificamos uma empresa como “zombie” com base em dois critérios: (1) se a empresa recebe “crédito subsidiado” de acordo com a metodologia definida por Caballero *et al.* (2008); e (2) se o lucro da empresa é menor que a bonificação de juros, conforme sugerido por Fukuda e Nakamura (2011). Assim, o procedimento para identificar as empresas “zombie” envolve três etapas:

Etapa 1 Cálculo do valor mínimo do juro que se esperaria que fosse exigido à empresa em cada ano. Este juro mínimo é o juro que a empresa pagaria caso as taxas de juro (de curto e de longo prazo) das suas dívidas fossem aquelas que são aplicadas a devedores de risco baixo³³.

Etapa 2 Cálculo do hiato das taxas de juros, ou seja, a diferença entre a taxa de juro média efetivamente paga pela empresa em cada ano e a taxa de juro média que corresponderia ao juro mínimo calculado na Etapa 1. De acordo com a interpretação dada, por exemplo, por Caballero *et al.* (2008), se o hiato for negativo, a empresa recebeu um “subsídio” (pagou menos juros do que pagariam devedores de risco baixo com as mesmas dívidas) e o seu índice “zombie” é 1; caso contrário, é 0.

Note-se a filosofia conservadora assumida na *Etapa 1* ao selecionarmos taxas de juro extremamente vantajosas para o mutuário: o juro mínimo é de facto menor do que a maioria das empresas pagaria na ausência de juros subsidiados. Deve-se também notar que, dado o procedimento seguido na determinação do hiato, não seremos capazes de detetar todos os tipos de empréstimos subsidiados. Em particular, se um banco faz novos empréstimos a uma empresa a taxas de juros normais para pagar os empréstimos passados, a nossa variável hiato não revela a existência de subsídio. Do mesmo modo, se um banco compra ativos a um cliente a preços excessivamente generosos, a nossa medida não deteta a assistência.

Etapa 3 Posto que na *Etapa 2* existe a possibilidade de classificarmos erroneamente as não-“zombie” como “zombie” apenas porque funcionam bem e têm um custo com juros relativamente baixo, se o lucro da empresa for suficiente para pagar o valor “subsidiado” (diferença entre o juro mínimo e o pagamento efetivo de juros), então a empresa é reclassificada como uma não-“zombie”.

Incidência de empresas “zombie” na amostra /

Nas Tabelas 4.9 e 4.10, apresentamos a incidência de empresas “zombie” por região e por dimensão para todos os anos da amostra³⁴. Em termos agregados, é no ano de 2012 (35%) que se verifica uma maior incidência de empresas “zombie”, tendo essa percentagem vindo a decrescer, encontrando-se em 2015 em torno dos valores de 2011 (26%). Em consonância com a análise dos níveis de endividamento das empresas que efetuámos na Secção 4.1, verificamos que é nos segmentos onde anteriormente identificámos empresas mais endividadas que se encontra a maior percentagem de empresas “zombie”. Assim, em termos de incidência por região, no total dos cinco anos, é nas regiões da Madeira, Algarve e Área Metropolitana de Lisboa que se encontra a maior concentração de empresas “zombie”. Contudo, em 2015, são as regiões da Madeira e Açores as que apresentam maior

incidência de empresas “zombie”. É também nas empresas de menor dimensão que se encontra a maior incidência destes casos, em qualquer dos anos.

Na segmentação por setor de atividade, a maior incidência de empresas “zombie” ocorre nos setores do alojamento e restauração: 52% das empresas em 2012 e 40% em 2015. Os setores da eletricidade (12% das empresas em 2015) e saúde (18% das empresas em 2015) são os que apresentam menor incidência de empresas “zombie”. A indústria transformadora e o comércio tinham, em 2015, uma incidência de empresas “zombie” de 23% e 24%, respetivamente.

Em 2015, na nossa amostra, as empresas “zombie” tinham um peso significativo na economia, representando 14,3% do emprego, 6,7% do VAB, 7% do volume de negócios, 3,8% dos juros pagos e 10% do endividamento.

³³ Como taxa de juro de referência de curto prazo, usamos a taxa de juro do mercado interbancário a 3 meses e, como taxa de longo prazo, a taxa de juro das obrigações do Estado a 10 anos. Fonte: OCDE.

³⁴ O ano de 2010 não está incluído nas tabelas porque a metodologia usada para identificar as empresas “zombie” obriga a recorrer a variáveis com desfasamento de um ano.

Tabela 4.9

Incidência de empresas “zombie” região/ano (%)

Região	2011	2012	2013	2014	2015
Norte	25,9%	34,2%	30,5%	27%	24,6%
Algarve	29,8%	38,4%	34,3%	29,4%	24,7%
Centro	23,7%	33,9%	30,3%	27%	23,9%
Lisboa	27,6%	37%	32,4%	28,4%	25%
Alentejo	24,0%	32,7%	30,5%	27,3%	24,8%
Açores	19%	28,1%	30,8%	30,2%	25,4%
Madeira	28,8%	44,1%	39,3%	36,6%	34,1%
Total	25,5%	35,5%	32,6%	29,4%	26,1%

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.**Tabela 4.10**

Incidência por dimensão da empresa/ano (%)

Dimensão	2011	2012	2013	2014	2015
Trabalhadores 1/9	28,2%	37,3%	33,6%	30,1%	26,7%
Trabalhadores 10/49	19,1%	28,2%	23,9%	20,5%	19,1%
Trabalhadores 50/99	13,4%	21,3%	17%	13%	13,2%
Trabalhadores 100/249	9,8%	20,4%	16,1%	11,2%	9,3%
Trabalhadores 250/max	6,4%	22%	16,5%	5,7%	4,5%
Total	25,5%	35,5%	32,6%	29,4%	26,1%

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Empresas “zombie” e empresas dinâmicas /

Para o nosso estudo, é particularmente relevante analisar a incidência de empresas “zombie” nos grupos de empresas mais e menos dinâmicas, usando os mesmos indicadores do dinamismo das empresas que usámos na Secção 4.2 e que seguem o que fizemos no Capítulo 3³⁵.

Na Tabela 4.11, apresentamos a percentagem de empresas “zombie” por grupo, a diferença de incidência entre os grupos de empresas mais e menos dinâmicas e o respetivo teste para averiguar a significância estatística dessa diferença.

Os resultados sugerem que a percentagem de empresas “zombie” é significativamente menor entre as empresas mais dinâmicas.

Os resultados sugerem que a percentagem de empresas “zombie” é significativamente menor entre as empresas mais dinâmicas. Em média, o grupo de empresas mais dinâmicas (usando as várias classificações identificadas na tabela) apresenta uma menor incidência de empresas “zombie” de 11 a 13 pontos percentuais – uma diferença que é estatisticamente significativa e de magnitude relevante. Este resultado evidencia, mais uma vez, que as empresas menos dinâmicas são, em média, as que apresentam maiores problemas de solvabilidade, sendo por isso mais “subsidiadas” pelos bancos que, dessa forma, adiam um eventual registo de imparidades. Empréstimos bancários adicionais concedidos a estas empresas sob a forma de um “subsídio” (i.e., com taxas de juros baixas que não refletem o seu nível de risco) representam crédito que não está ao serviço das melhores oportunidades de crescimento das empresas do País. Em vez disso, servem um propósito de camuflagem de eventuais perdas para os bancos.

Tabela 4.11

Empresas “zombie” por grupos de empresas mais e menos dinâmicas

Crescimento (1)	24,7%
Restantes (0)	38,1%
Dif. (1) - (0)	-13,4 pp ***
Exportadoras (1)	21,8%
Restantes (0)	33,2%
Dif. (1) - (0)	-11,4% ***

Notas: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE. O teste usa a estatística *t*. Níveis de significância: ***, 1%; **, 5%; *, 10%. Em caso de a estatística ter significância, a hipótese rejeitada é a da igualdade da média nos dois grupos (“1” e “0”).

³⁵ Para esta análise, utilizámos as mesmas observações usadas para estimar as regressões apresentadas no Capítulo 3.

4.4

Instrumentos e diversificação das fontes de financiamento

Se o setor bancário está ocupado a proteger as empresas “zombie”, as empresas mais dinâmicas poderão ter de recorrer a outras fontes de financiamento, para lá de, como vimos na secção anterior e no Capítulo 3, recorrerem aos fundos gerados internamente. Nesta secção, referimo-nos às fontes alternativas de financiamento, em particular aos apoios do setor público ao investimento.

Diversificação das fontes de financiamento /

As dificuldades de financiamento da economia portuguesa, associadas ao elevado endividamento dos agentes económicos nacionais e à dificuldade de acesso aos mercados financeiros internacionais, reduzem a oferta de crédito para investimento das empresas, sobretudo para projetos de maior risco.

A forte dependência das empresas do financiamento bancário é também um fator que explica, em parte, o decréscimo do investimento nos últimos anos. Vários estudos (por exemplo, Becker e Ivashina, 2014) mostram que a crise da dívida soberana levou a que muitos bancos nacionais de países da Zona Euro canalizassem os seus recursos para a compra de títulos de dívida nacionais e reduzissem consideravelmente o financiamento às empresas.

Uma alternativa ao crédito bancário seria o recurso à emissão de obrigações por parte das empresas. Contudo, essa prática, embora possível para empresas não cotadas, não é muito frequente no caso português. Várias razões podem explicar este fenómeno: por um lado, a escassa liquidez do mercado obrigacionista eleva o custo deste tipo de financiamento, sobretudo para empresas com menor transparência e pior qualidade

de governação; por outro lado, a própria emissão dos títulos e os procedimentos necessários junto dos reguladores financeiros envolvem custos acrescidos para as empresas.

O elevado nível de endividamento das empresas é também revelador de um fraco financiamento por capitais próprios, que pode ser voluntário ou não. Apesar de a alavancagem financeira ter efeitos positivos, ela deve ser utilizada essencialmente em investimentos com forte potencial de crescimento e elevada rendibilidade. Em setores com menos oportunidades de crescimento, o recurso a capitais próprios tem a vantagem de obrigar a uma escolha mais criteriosa (e, naturalmente, mais conservadora) dos projetos.

A maioria dos governos usa uma ampla gama de instrumentos de política económica para promover o investimento privado. Os Fundos Europeus, nomeadamente os canalizados para o apoio ao desenvolvimento regional e ao investimento em Investigação e Desenvolvimento (I&D), constituem um dos principais instrumentos usados (recorde-se que a política de concorrência impede os Estados-membros de subsidiarem diretamente as empresas). No caso do investimento em I&D, as empresas têm vindo a identificar como principais obstáculos à inovação a falta de financiamento interno e externo e as dificuldades na obtenção de subsídios ou apoios públicos³⁶. Sendo inquestionável que os subsídios à inovação têm ajudado as empresas a investirem mais em I&D, Silva e Carreira (2012; 2017) concluíram também que estes não têm ajudado as empresas a aliviarem as suas restrições financeiras. Importa, pois, aprofundar o impacto dos fundos comunitários no desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas, nomeadamente no investimento das micro, pequenas e médias empresas (PME).

³⁶ Direção-Geral de Estatísticas da Educação e Ciência (2016). Sumários Estatísticos: CIS 2014 - Inquérito Comunitário à Inovação.

Fundos comunitários /

Os fundos comunitários têm tido uma importância muito grande no financiamento do investimento em Portugal. O programa atual – Portugal 2020, que abarca o período de 2014-2020 – prevê que o financiamento por fundos europeus atinja quase 26 mil milhões de euros. Até ao final de 2016, já tinham sido aprovados apoios com fundos comunitários no valor de 10,6 mil milhões de euros, que contribuirão para a realização de investimentos orçados em 16,7 mil milhões de euros. No total, prevê-se que os 26 mil milhões de euros de fundos comunitários venham a apoiar investimentos no valor de 32 mil milhões de euros, ou seja, quase 20% do PIB anual português, ou quase 3% do PIB durante os sete anos do programa Portugal 2020. Esses investimentos beneficiam ainda de mais cerca de 4 mil milhões de euros de apoios públicos, correspondentes ao financiamento adicional vindo do Orçamento do Estado (a comparticipação nacional). O programa anterior – QREN (Quadro de Referência Estratégica Nacional) – apresentou valores da mesma ordem de grandeza: contava com fundos comunitários no valor de 21 mil milhões de euros e com 4 mil milhões de euros de comparticipação nacional, para apoiar investimentos com um financiamento total previsto de quase 29 mil milhões de euros.

Contudo, convém notar que o conceito de investimento usado no contexto destes programas comunitários não coincide exatamente com o conceito de investimento usado nas análises macroeconómicas (em geral, formação bruta de capital fixo). Nas contas nacionais, o investimento corresponde, essencialmente, a bens adquiridos (ou produzidos) para serem utilizados na atividade produtiva durante um período superior a um ano. Por consequência, a definição de investimento das contas nacionais exclui as despesas com a remuneração do pessoal, despesas que, pelo menos em parte, poderão ser financiadas por fundos comunitários e, portanto, estarem contabilizadas no investimento financiado pelos programas associados aos fundos

europeus. É igualmente importante notar que grande parte deste financiamento comunitário acaba por ser aplicado em projetos do setor público e em formação de pessoas. Com efeito, no caso do QREN, se excluirmos as tipologias de investimento em que predominam entidades ligadas ao setor público e as relacionadas essencialmente com a formação de pessoas, o que sobra são tipologias que representam um financiamento comunitário inferior a 4 mil milhões de euros, isto é, menos de um quinto do total.

Outro exemplo do peso dos projetos de investimento de iniciativa pública é a lista dos “grandes projetos” (projetos de investimento com um custo total superior a 50 milhões de euros) do QREN. Enquanto os projetos aprovados no contexto do Programa Operacional Fatores de Competitividade a favor de iniciativas do setor privado (de empresas como a CELBI, a CUF, a Continental Mabor, a Embraer e a Portugal Telecom) receberam um apoio comunitário de 313 milhões de euros, três dos projetos aprovados no contexto do Programa Operacional Valorização do Território – apresentados pela Estradas de Portugal, S.A., para a construção da CRIL – Buraca/Pontinha, da Autoestrada Transmontana e do Túnel do Marão – receberam, no total, 361 milhões de euros.

De qualquer modo, não faltam exemplos da vontade em aplicar os fundos disponíveis no reforço da competitividade das empresas, como é agora o caso do Programa Interface (Programa CITec – Programa Capacitar a Indústria Portuguesa). Este programa pretende reforçar a atuação dos Centros de Interface Tecnológico, entidades empenhadas na canalização do conhecimento produzido no sistema científico (universidades, politécnicos e centros de investigação) para as empresas. Para assegurar alguma estabilidade no financiamento dos seus apoios, este programa vem acompanhado pela criação do FITEC – Fundo de Inovação, Tecnologia e Economia Circular.

Instituição Financeira de Desenvolvimento /

Com a criação, em 2014, da Instituição Financeira de Desenvolvimento (IFD, “banco de fomento”), pretendeu-se, explicitamente, colmatar as falhas de mercado no financiamento do investimento das PME, nomeadamente nos setores transacionáveis. Uma das atividades principais da IFD será a gestão dos programas financeiros dos Fundos Europeus Estruturais e de Investimento, que incluem o Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional, o Fundo Social Europeu, o Fundo de Coesão, o Fundo Europeu Agrícola de Desenvolvimento Rural e o Fundo Europeu dos Assuntos Marítimos e das Pescas. Enquanto sociedade financeira, a atividade da IFD será “grossista”, isto é, não concederá crédito diretamente às empresas, antes irá colocar fundos à disposição de bancos com os

quais acordará os termos da aplicação desses fundos na concessão de crédito por esses bancos às empresas. Outra dimensão importante da atuação da IFD será a sua articulação com entidades especializadas no financiamento de empresas, via participações no capital, como sociedades de “*business angels*” ou de “*venture capital*”.

O perfil de atuação da IFD enquadra-se no espírito do Horizonte 2020, o programa comunitário de apoio à inovação e desenvolvimento. Com efeito, um dos pilares deste programa é a “liderança industrial”, na qual se insere uma secção de “acesso a financiamento de risco”. Um dos objetivos desta secção é apoiar o acesso de empresas inovadoras a financiamento.

O “Programa Semente” e a tributação de mais-valias em IRS /

O Orçamento do Estado para 2017 aditou ao Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF) o artigo 43.º-A, que cria o “Programa Semente”. Segundo o disposto nesta norma, os sujeitos passivos de IRS que efetuem investimentos elegíveis no âmbito deste programa, fora do âmbito de atividades geradoras de rendimentos empresariais e profissionais (categoria B), podem deduzir à coleta do IRS, até ao limite de 40% desta, um montante correspondente a 25% do montante dos investimentos elegíveis efetuados em cada ano³⁷.

São elegíveis, para efeitos do benefício fiscal, os investimentos realizados em empresas que, cumulativamente, reúnam os seguintes requisitos:

- a) Sejam qualificadas como micro ou pequenas empresas;
- b) Não tenham mais do que 20 trabalhadores e não detenham bens e direitos sobre bens imóveis cujo valor global exceda € 200 000;
- c) Não estejam cotadas em mercado regulamentado ou não-regulamentado de bolsa de valores;
- d) Tenham a sua situação fiscal e contributiva regularizada;

- e) Sejam certificadas pela Rede Nacional de Incubadoras.

As mais-valias que resultem da alienação das participações sociais correspondentes a investimentos elegíveis que tenham beneficiado da dedução prevista, desde que detidas durante, pelo menos, 48 meses, não são consideradas no montante a tributar como mais-valias em sede do IRS, caso o sujeito passivo reinvesta, no ano da realização ou no ano subsequente, a totalidade dos respetivos valores de realização em investimentos elegíveis.

Assim, há neste programa dois incentivos: um, no início da vida das empresas, à sua capitalização; o outro, aquando da venda das participações, ao reinvestimento em idênticos fins, tendo como vantagem fiscal a não-tributação de eventuais ganhos na venda dessas participações sociais.

É uma medida que, além de visar a dinamização da atividade empresarial, procura reforçar a estrutura financeira das micro e pequenas empresas, merecendo apreciação positiva, tal como outras medidas que serão analisadas no Capítulo 5.

³⁷ Para efeitos da dedução prevista no número anterior, o montante anual dos investimentos elegíveis, por sujeito passivo, não pode ser superior a € 100 000.

4.5 Conclusão

O sistema financeiro, em particular o sistema bancário, tem a função fundamental de canalizar a poupança da economia para os setores e as empresas mais eficientes, contribuindo assim para o desenvolvimento das economias.

Como vimos acima, no período anterior à crise financeira internacional, a alocação do crédito pelo sistema bancário português contribuiu para a manutenção de uma estrutura produtiva que estava esgotada. O direcionamento do crédito para os setores não-transacionáveis reforçou o peso na economia nacional de setores nos quais o potencial de crescimento da produtividade é menor.

Além disso, o setor bancário continuou a financiar empresas “*zombie*”, procurando evitar o reconhecimento da perda dos créditos concedidos a essas empresas. Os resultados apresentados neste capítulo indicam que, nos últimos anos, mais de um quarto das empresas poderá ter estado nessa situação, com destaque para o ano de 2012, em que poderão ter sido mais de um terço. As decisões do setor bancário sobre as empresas “*zombie*” que continuará a apoiar e as que deixará cair terão um importante impacto na velocidade e na qualidade da alteração da estrutura setorial da economia.

Neste contexto, é também importante referir os alertas que alguns economistas – por exemplo, Sam Langfield e Marco Pagano (2015) – têm feito sobre a necessidade de acabar com o “enviesamento a favor dos bancos” existente na Europa, promovendo a diversificação das fontes de financiamento. Como discutimos neste capítulo, em Portugal parece caminhar-se nesse sentido, em especial através dos programas dos fundos europeus.

Outra dimensão relevante para as condições de financiamento das empresas, que tem vindo a sofrer alterações nos últimos anos, é a do enquadramento fiscal da dívida e do capital próprio. Esta e outras questões relativas aos efeitos da fiscalidade nas decisões de investimento das empresas são tratadas no próximo capítulo.

O sistema financeiro, em particular o sistema bancário, tem a função fundamental de canalizar a poupança da economia para os setores e as empresas mais eficientes, contribuindo assim para o desenvolvimento das economias. Como vimos acima, no período anterior à crise financeira internacional, a alocação do crédito pelo sistema bancário português contribuiu para a manutenção de uma estrutura produtiva que estava esgotada.

O direcionamento do crédito para os setores não-transacionáveis reforçou o peso na economia nacional de setores nos quais o potencial de crescimento da produtividade é menor.



A fiscalidade e o investimento empresarial

- 5.1** A fiscalidade empresarial no contexto internacional
- 5.2** A fiscalidade e o endividamento empresarial
- 5.3** Os benefícios fiscais e a tributação empresarial em Portugal
- 5.4** O ambiente institucional: a relação entre a AT e os contribuintes
- 5.5** Conclusão

Ainda que ao fator tributário não seja geralmente imputada uma relevância de primeiro plano nas decisões de investimento, é certo que a literatura lhe atribui um papel não despidendo na deteção e avaliação das oportunidades de investimento. Este capítulo tem por objetivo analisar a relevância da dimensão fiscal – em particular, a tributação do rendimento empresarial – para as decisões de investimento.

Para a competitividade fiscal, são também relevantes as questões relativas à determinação da matéria coletável (*u.g.*, regimes tributários relativos a depreciações e amortizações, provisões, imparidades e encargos financeiros), bem como algumas dimensões que afetam os investimentos internacionais, como sejam os preços de transferência, as fusões, os regimes de “*intellectual property box*”, a tributação de dividendos e mais-valias e a aplicação crescente de cláusulas antievasivas. Outra dimensão muito relevante para a competitividade fiscal, e que tem sofrido muitas alterações nos últimos anos, é a do regime do reporte de prejuízos.

Adicionalmente, a política fiscal oferece uma vasta panóplia de incentivos fiscais ao investimento (isenções, deduções ao rendimento, deduções à coleta) aplicáveis na aquisição e desenvolvimento de ativos tangíveis e intangíveis, no reforço do capital próprio por parte dos sócios ou no reinvestimento de lucros.

Na Secção 5.1, analisa-se, em termos comparativos, como a taxa nominal de tributação em sede do IRC, as taxas efetivas e outras variáveis tributárias influenciam o grau de competitividade fiscal na atração de potenciais investidores. Na Secção 5.2, trata-se do enquadramento fiscal da dívida e do capital próprio no financiamento empresarial. Na Secção 5.3, descrevem-se e quantificam-se as diversas modalidades dos benefícios fiscais no contexto da tributação do rendimento empresarial. Na Secção 5.4, abordam-se o ambiente institucional, a litigância e a arbitragem fiscal.

5.1

A fiscalidade empresarial no contexto internacional

Como vimos no Capítulo 2, a dificuldade em controlar o aumento da despesa pública tem conduzido a aumentos dos impostos. Por outro lado, as dificuldades em controlar a dívida pública geram também expectativas nos investidores em relação a aumentos futuros dos impostos. A gestão da receita do Estado, e as variáveis de política fiscal que a influenciam, são, pois, um elemento crítico, qualquer que seja o ângulo de análise da fiscalidade portuguesa.

A competitividade fiscal foi usada por muitos países na tentativa de captação de investimento, tendo resultado numa redução muito acentuada na taxa geral ajustada de imposto sobre as sociedades³⁸. A redução das taxas de tributação não foi uniforme e criou uma situação de grande desigualdade entre os países.

No entanto, nas últimas décadas, na OCDE, o contributo da tributação do rendimento empresarial manteve-se estável, em torno de 8% da receita total. Portugal regista uma evolução que coloca o peso das receitas deste imposto um pouco acima da média dos países da OCDE. Em 2013, a receita do IRC representou 9,9% da receita fiscal total, o que comparava com um valor médio para a OCDE de 8,5%, de 6,2% em Espanha e de 5,7% na França.

A taxa nominal do imposto sobre o rendimento das sociedades não é a única variável relevante para os investidores. Certos tributos adicionais (*e.g.*, tributação autónoma de despesas; derramas) e, também, os elementos centrais na determinação da matéria tributável podem afetar sobremaneira a rentabilidade dos projetos. Também os benefícios fiscais e as limitações ao uso

de tais benefícios podem influir significativamente na rentabilidade do capital investido nos projetos.

De acordo com elementos estatísticos da OCDE – ver Tabela 5.1 –, em 2016, a taxa nominal do IRC em Portugal (21%) não compara mal com a taxa nominal média simples (22,52%) dos países pertencentes àquela organização.

Todavia, o caso muda de figura quando se compara a designada taxa “*all in*” (isto é, a taxa que inclui tributação acessórias ou complementares, como as derramas estadual e municipal). Neste caso, a média da OCDE, em 2016, era de 24,7%. A título de exemplo – ver Tabela 5.1 –, essas taxas atingiam, em 2016, 12,5% na Irlanda, 20% no Reino Unido e na Finlândia e 39% nos Estados Unidos. Em Portugal, em 2016, a taxa de IRC global podia atingir um valor máximo de 29,5%³⁹.

A perceção dos investidores, quer nacionais quer internacionais, é negativamente afetada por um regime que apresenta uma taxa nominal aparentemente competitiva, mas que, de facto, impõe uma carga fiscal determinada por um conjunto de elementos adicionais (derramas e tributação autónomas) que elevam a taxa global (“*combined tax rate*”) bem acima da taxa nominal. De facto, a derrama estadual eleva substancialmente a carga fiscal. Em 2017, a derrama estadual impunha uma taxa adicional de 3% para lucros tributáveis entre 1,5 milhões e 7,5 milhões de euros; 5% para resultados entre 7,5 milhões e 35 milhões de euros; e 7% para resultados superiores a 35 milhões de euros. Ou seja, uma análise da competitividade fiscal empresarial não pode basear-se apenas na taxa nominal do IRC.

³⁸ Ver “Taxa geral ajustada de imposto sobre as sociedades, EU-27, EA-17, EUR-12 e Portugal, 1995-2013”, Figura 7, página 24, em “Comissão para a reforma do imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas – 2013, Anteprojeto de reforma”, 30 de junho de 2013. Documento disponível em, <https://www.occ.pt/fotos/editor2/relatorioirc.pdf>; descarga feita em abril, 25, 2017.

³⁹ Soma da taxa nominal do IRC (21%), da derrama municipal (1,5%) e da derrama estadual máxima (7%). O Orçamento do Estado para 2018 inclui um aumento da derrama estadual para 9%, elevando o máximo da taxa de IRC global para 31,5%.

Tabela 5.1

Taxas IRC em países da OCDE, 2016

	Receita do Governo central			Receita de governos regionais ou de municipalidades	Taxa de tributação global ou combinada ("all in")
	Taxa legal adicionada de sobretaxas e derramas a nível nacional	Taxa legal ou estatutária de tributação	Taxa legal de tributação (diminuída de deduções por taxas regionais ou municipais, se a dedução for permitida)		
França	34,43	33,33	34,43	-	34,43
Alemanha	15,83	15,00	15,83	14,35	30,18
Grécia	29,00	-	29,00	-	29,00
Irlanda	12,50	-	12,50	-	12,50
Itália	27,50	-	27,39	3,90	31,29
Japão	23,40	-	22,59	7,38	29,97
Luxemburgo	22,47	21,00	22,47	6,75	29,22
Holanda	25,00	-	25,00	-	25,00
Polónia	19,00	-	19,00	-	19,00
Portugal	28,00	21,00	28,00	1,50	29,50
Espanha	25,00	-	25,00	-	25,00
Suécia	22,00	-	22,00	-	22,00
Reino Unido	20,00	-	20,00	-	20,00
Estados Unidos	35,00	-	32,89	6,04	38,92

Fonte: OCDE.

Também ao nível da tributação autónoma das despesas – fenómeno que, na sua extensão, não tem paralelo conhecido nos sistemas de tributação do rendimento de países da UE –, o campo de aplicação expandiu-se de forma muito acentuada, quase funcionando como um expediente para obter receita fiscal sem que se alterem

a taxa do IRC ou as regras de apuramento do lucro tributável. O propósito inicial da tributação autónoma era a luta contra a evasão e a fraude. No entanto, atualmente, existe uma amálgama de objetivos cujo fio condutor parece ser angariar mais receita. Neste âmbito, por exemplo, pode referir-se a tributação diferenciada de

5.1 A fiscalidade empresarial no contexto internacional /

gastos com veículos em função dos tipos de combustível, que parece assentar em preocupações ambientais.

Neste contexto, é importante sublinhar a importância destas receitas fiscais para o Orçamento do Estado. Por exemplo, em 2015, a receita da derrama estadual foi de 501 milhões de euros, a da derrama municipal foi de 222 milhões de euros, e a das tributações autónomas foi de 507 milhões de euro de receita, ou seja, cerca de 33% da coleta normal do imposto (que se cifrava em 3,73 mil milhões de euros).

Em suma, esta multiplicação de fontes de carga tributária sobre as empresas é um fenómeno que não coloca Portugal numa posição especialmente competitiva

no contexto de captação de investimentos, quando se analisa a carga fiscal a que, em termos de taxas, os rendimentos empresariais estão sujeitos⁴⁰.

Em suma, esta multiplicação de fontes de carga tributária sobre as empresas é um fenómeno que não coloca Portugal numa posição especialmente competitiva no contexto de captação de investimentos, quando se analisa a carga fiscal a que, em termos de taxas, os rendimentos empresariais estão sujeitos.

A taxa efetiva de IRC /

O uso da taxa nominal como indicador da atratividade de um dado país para os investidores fica muito aquém do real impacto do sistema fiscal na decisão de investir. O uso da taxa legal ou estatutária no estudo da carga fiscal suportada pelos rendimentos de fonte societária não permite avaliar o efeito de elementos com uma importância crucial na determinação da verdadeira carga fiscal a que esses rendimentos estão submetidos. A evolução da taxa nominal, ou estatutária, do IRC em Portugal, entre 2008 e 2016, é apresentada na Tabela 5.2.

À semelhança da tendência mundial descrita acima, registou-se uma tendência de decréscimo. Todavia, a taxa legal não leva em conta aspetos de determinação

da base tributável que são essenciais para se efetuar a comparação da carga fiscal que atinge o rendimento societário e, nessa medida, influencia a atratividade dos investimentos. Como já antes referimos, e para citar apenas alguns desses elementos, os regimes de depreciações e amortizações, de provisões, de reporte de perdas, a não-dedutibilidade de certos custos, as deduções à coleta resultantes de certos regimes de apoio ao investimento, a isenção de determinados rendimentos e outros traços normativos da tributação societária podem fazer divergir largamente a carga fiscal realmente suportada por empresas que estão sujeitas a idêntica taxa legal.

Tabela 5.2

A evolução da taxa nominal do IRC em Portugal (2008-2016)

Ano	2008-12	2013	2014	2015	2016
Taxa nominal do IRC (%)	25	25	23	21	21

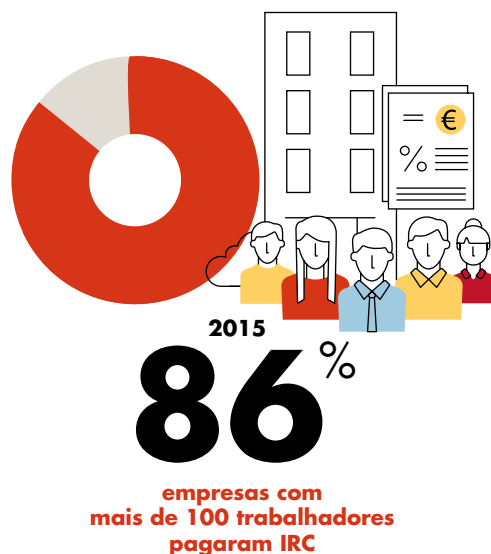
Fonte: "CIRC (Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas)"

⁴⁰ E isto mesmo levando em conta que muitos concelhos não aplicam a taxa máxima da derrama municipal (1,5%), ou até isentam as entidades que neles se instalam desta componente tributária.

Por exemplo, em 2016, nos Estados Unidos, o *Government Accountability Office* (GAO) publicou um estudo, GAO (2016), sobre a tributação das sociedades norte-americanas. Este estudo concluiu que as taxas efetivas de IRC pagas pelas empresas americanas foram muito inferiores às taxas nominais. No período de 2006-2012, cerca de dois terços das empresas registadas não pagaram imposto sobre o rendimento. No âmbito das grandes empresas (segmento que, como é comum, suportou a maior parte do imposto sobre as sociedades), 19,5% também não pagaram imposto sobre o rendimento. Os autores daquele estudo concluíram também que, entre 2008 e 2012, a taxa de imposto efetiva foi de cerca de 22% (a taxa nominal, como vimos acima, é de cerca de 40%). Um estudo para o Reino Unido, Devereux e Loretz (2011), na linha do estudo do GAO norte-americano, mostra também uma forte disparidade entre a taxa legal e a taxa efetiva de tributação no Reino Unido.

Tais resultados mostram a grande discrepância que existe em muitos casos entre a taxa nominal de tributação e a taxa efetiva. Essa discrepância é atribuída a características da tributação empresarial (*e.g.*, reporte de perdas em sociedades individualmente tributadas ou a adoção de regime de grupos e o imediato “*loss relief*”) na carga fiscal efetiva das sociedades. Por outro lado, fatores como a dimensão das empresas e o grau de internacionalização afetam as taxas efetivas de tributação. Existe também grande variabilidade de taxas efetivas entre setores de atividade.

Para Portugal, Martins *et al.* (2008) calcularam a taxa efetiva para as entidades sujeitas a IRC, usando dados das declarações fiscais entre 2003 e 2006. Os autores concluíram que, naqueles anos, a taxa efetiva de IRC foi de 15,6% em 2003, de 13,4% em 2004, de 12,5% em 2005 e de 12,3% em 2006. Utilizando uma vez mais a base de dados do Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE) do INE, para o período de 2010-2015, podemos calcular a taxa efetiva de IRC paga pelas sociedades não-financeiras. As taxas efetivas de tributação do tipo *backward looking* podem ser calculadas recorrendo a diversas variáveis. Tendo em conta as variáveis de que dispomos, será calculada a relação entre imposto estimado e resultado contabilístico. No entanto, outras formas de cálculo usuais consideram o quociente entre imposto e resultado tributável ou entre imposto e



matéria coletável, resultando naturalmente em valores distintos para a taxa efetiva de IRC.

De referir ainda que, no modo de apuramento que utilizamos, se devem excluir taxas efetivas negativas que resultam, por exemplo, de resultados negativos e tributação positiva por via das tributações autónomas. É ainda importante referir que, utilizando esta opção de cálculo da taxa efetiva, é possível encontrar taxas efetivas superiores a 100%, quando, numa determinada entidade, a um pequeno resultado contabilístico positivo se associam tributações autónomas que lhe são superiores. A medida usada apresenta, contudo, uma desvantagem a sublinhar: compara uma variável de natureza contabilística com uma variável fiscal. O confronto entre resultado fiscal e imposto seria, porventura, mais adequado. Porém, no sentido de se apurar a carga fiscal sofrida pelo excedente económico das empresas (cuja aproximação será dada pelo resultado apurado na contabilidade), a variável que usamos merece, ainda assim, análise e divulgação.

Da análise dos dados, conclui-se que, em 2015, 78% das empresas pagaram IRC. Quando consideramos a dimensão das empresas, conclui-se que, entre as empresas com mais de 100 trabalhadores, 86% pagaram IRC (75% no caso das microempresas). As empresas com mais de 250 trabalhadores representam 30% do total da receita de IRC (20% no caso das microempresas), com

5.1 A fiscalidade empresarial no contexto internacional /

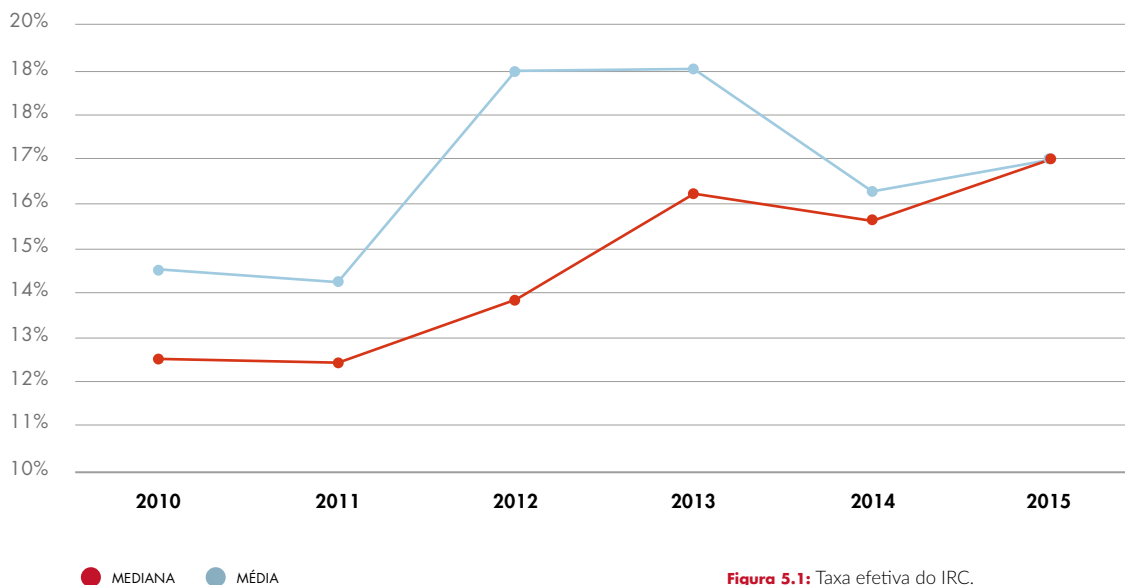


Figura 5.1: Taxa efetiva do IRC.

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

um valor médio de 1,3 milhões de euros (cerca de 5 mil euros no caso das microempresas).

Na Figura 5.1, apresentamos os cálculos para a taxa efetiva de IRC média e mediana para o período de 2010-2015. O primeiro aspeto a salientar é o facto de a taxa média e a taxa mediana serem, em todos os anos considerados, inferiores à taxa nominal de IRC – ver Tabela 5.2, acima. No período de 2010 e 2013, que inclui anos de aplicação do plano de ajustamento da *troika*, registou-se um aumento da taxa efetiva de IRC paga pelas empresas: a taxa de IRC mediana aumentou de 12,5% para 16%. A queda na taxa efetiva de IRC entre 2013 e 2014 (a taxa média e mediana diminuíram, respetivamente, de 19% para 16,3% e de 16,2% para 15,5%) poderá refletir, em parte, a redução da taxa nominal de IRC de 25% para 23%, em resultado da implementação da reforma do IRC. No entanto, a redução daquela taxa, entre 2014 e 2015, de 23% para 21% não se traduziu numa redução da taxa efetiva de IRC média e mediana.

Na Tabela 5.3, apresentamos os dados para as taxas efetivas de IRC, tendo em conta a dimensão das empresas. Verifica-se que as empresas até 50 trabalhadores suportam taxas efetivas de IRC mais reduzidas. As empresas até 10 trabalhadores são as que apresentam taxas efetivas mais baixas, tendo vindo a aumentar desde 2010. Este resultado sugere uma maior eficácia da máquina fis-

cal, dado que o aumento da taxa efetiva ocorreu, apesar da diminuição da taxa nominal de IRC de 25% para 21%.

As taxas efetivas de IRC média e mediana para o período de 2010-2015... foram, em todos os anos considerados, inferiores à taxa nominal de IRC.

Utilizando a base de dados Amadeus, para o ano de 2016, fazemos a análise da taxa de IRC efetiva usando as mesmas variáveis que anteriormente, mas fazendo a distinção entre empresas de capital nacional e aquelas que são detidas maioritariamente por capital estrangeiro. A taxa de IRC efetiva resulta do rácio entre o imposto pago e os resultados antes de impostos. No cálculo da distribuição desta taxa, em particular no cálculo da taxa média e da taxa mediana, eliminamos os valores negativos desta taxa, bem como os valores superiores a 100%. Conclui-se que as empresas estrangeiras apresentam uma taxa efetiva de IRC superior em cerca de 1,5 pp às empresas nacionais; 24,8% *versus* 23,4% na taxa média, e 22,6% *versus* 20,1% na taxa mediana. Estes resultados corroboram a análise de Martins e Augusto (2009).

Tabela 5.3

Taxas de IRC efetivas por dimensão da empresa (número de trabalhadores) (%)

Ano	Trabs: 1/9		Trabs: 10/49		Trabs: 50/99		Trabs: 100/249		Trabs: 250/max	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
2010	15	13	24	22	28	26	27	26	27	26
2011	14	12	25	22	30	27	28	26	27	26
2012	19	14	29	27	31	28	30	27	28	27
2013	19	16	28	27	28	26	27	25	27	26
2014	16	16	25	23	27	25	26	24	27	25
2015	17	17	24	22	26	23	25	23	25	23

Fonte: Cálculos dos autores com base de dados SCIE, INE.

Reporte de prejuízos /

O regime de reporte de prejuízos é um fator importante na determinação da taxa efetiva de tributação dos lucros gerados pelos investimentos. Sendo natural que, no período de arranque de um projeto, se possam gerar perdas, o lapso temporal de recuperabilidade de tais perdas é um tema fiscalmente relevante. O regime de reporte de prejuízos consagrado na tributação do rendimento empresarial em Portugal é bastante restritivo, quando comparado com o de outros países.

Segundo Pomerleau e Lundeen (2014), em 2014, 11 dos 34 países da OCDE concediam um período indefinido para o reporte de perdas. Para os países com um prazo para o reporte de perdas, o período médio era de 17,3 anos. Em 2011, o prazo de reporte de perdas, em Portugal, era de 4 anos. Como a Tabela 5.4 ilustra, Portugal comparava de forma não-atrativa com a generalidade dos países comparados. Em 2013, antes da reforma do IRC então efetuada, o prazo era de 5 anos. A reforma, procurando alinhar o regime português com a tendência internacional, fixou esse prazo em 12 anos. Além do prazo de reporte, constitui ainda elemento fulcral deste

Tabela 5.4

Prazos de reporte de prejuízos, 2011

Países	Período de reporte
Austrália	Ilimitado
Canadá	20 anos
Dinamarca	Ilimitado
Espanha	15 anos
EUA	20 anos
França	Ilimitado
Holanda	9 anos
Itália	5 anos
Suíça	7 anos

Fonte: Quitério (2015).

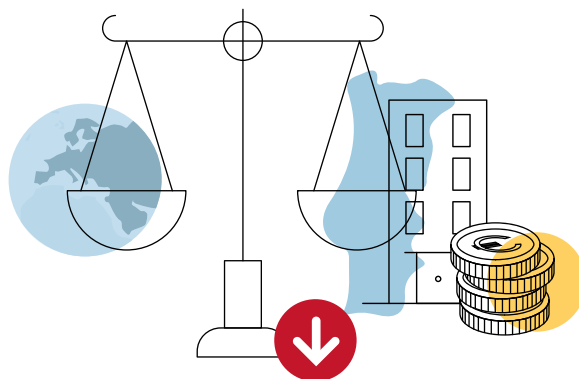
5.1 A fiscalidade empresarial no contexto internacional /

regime a percentagem de lucro tributável que o reporte de perdas pode abater. Ou seja, caso no ano “N” uma entidade apresente um lucro de 100, e em “N-1” tenha registado um prejuízo de 100, o regime pode restringir, por exemplo, a 50% o lucro do ano “N” que pode ser diminuído pelo reporte, ficando ainda 50 para reportar a “N+1”.

A reforma do IRC de 2013 alargou o prazo de 5 para 12 anos e baixou de 75% para 70% o lucro de um determinado ano que poderia ser abatido pelos prejuízos reportados de anos anteriores. Contra a tendência geral de prazos alargados de reporte, Portugal voltou, em 2016, a restringir o prazo de reporte a 5 anos. Na ótica de investimentos com período de recuperação longo e que gerem perdas iniciais, tal mudança de filosofia não se afigura fator de atratividade para os investidores internacionais.

A determinação da matéria tributável do IRC /

Na relação entre a contabilidade e a fiscalidade, avulta a designada regra geral sobre dedução de gastos, que visa estabelecer um princípio geral a que todos os gastos contabilizados devem obedecer a fim de poderem, caso outras disposições do CIRC o não impeçam, ser fiscalmente aceites. A matéria coletável, e assim a taxa efetiva de IRC a pagar pelas empresas, é afetada, entre outros elementos, pelo regime fiscal das depreciações, o regime fiscal dos intangíveis e das despesas em desenvolvimento, o tratamento dos rendimentos da propriedade intelectual, ou pelo regime fiscal das imparidades. Neste âmbito, Portugal tem acompanhado as tendências seguidas na UE. Podem aqui salientar-se, como regimes recentes, o designado “*participation exemption*” (para dividendos e mais-valias) e o “*patent box*” (para rendimentos de certos ativos intangíveis).



O regime de reporte de prejuízos consagrado na tributação do rendimento empresarial em Portugal é bastante restritivo, quando comparado com o de outros países.

5.2

A fiscalidade e o endividamento empresarial

A taxa efetiva de IRC suportada pelas empresas é também afetada pelo tratamento fiscal dos encargos financeiros. Esse tratamento fiscal influencia também a estrutura de capitais das empresas (que discutimos no Capítulo 4) e, também por essa via, as decisões de investimento das empresas (como vimos no Capítulo 3). Em particular, o tratamento fiscal dado aos encargos financeiros tem sido entendido como uma das causas do elevado endividamento das empresas – ver, por exemplo, Alexandre *et al.* (2017). A importância do endividamento societário enquanto fator de impacto do investimento justifica uma análise do seu tratamento fiscal.

O tratamento fiscal dado aos encargos financeiros tem sido entendido como uma das causas do elevado endividamento das empresas.

A perspetiva justificadora do tratamento preferencial que aos juros tem sido conferido na generalidade dos sistemas fiscais reside no facto de estes serem considerados custos (gastos) inerentes à atividade, ou ao negócio. Ou seja, numa empresa endividada, a remuneração dos credores abate ao rendimento dos acionistas, e é este (o lucro) que constitui a base do imposto de rendimento das sociedades. Porém, a tal princípio contrapõe-se um outro, bem conhecido da teoria fiscal: o da eficiência. Segundo este, as escolhas dos agentes económicos não deveriam ser influenciadas pelo

tratamento fiscal de diversas formas de organização ou de diferentes formas de financiamento. Em estudo recente, o Fundo Monetário Internacional (IMF, 2017)⁴¹ dá elevado relevo ao impacto da neutralidade fiscal nos investimentos e no financiamento na produtividade das economias.

Do confronto entre estas duas perspetivas, surgem as medidas possíveis para lidar com o problema da falta de neutralidade na tributação dos rendimentos resultantes das formas de financiamento empresarial. Uma solução consistiria na pura e simples abolição da dedutibilidade dos juros em sede da tributação empresarial. Uma segunda passaria por manter esta dedutibilidade e admitir a possibilidade de as empresas deduzirem uma remuneração convencional do capital próprio (Tomaz, 2013). Adotando-se a segunda perspetiva, quer uma fonte de financiamento, quer outra teriam a sua remuneração abatida no apuramento do lucro tributável. Entre ambas as soluções, encontra-se uma outra: a de manter, como princípio geral, a dedutibilidade dos juros e introduzir cláusulas antiabusivas, como a subcapitalização ou a aplicação das regras dos preços de transferência, sempre que se entenda que as escolhas financeiras têm efeitos tendencialmente abusivos.

A Alemanha foi o Estado pioneiro na introdução da limitação geral à dedutibilidade de gastos de financiamento. O limite de 30% do EBITDA (“*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*”) (ou de 3 milhões de euros, o maior dos dois) para os encargos financeiros dedutíveis foi aí avançado⁴². Outros Estados europeus, como a Itália ou a Finlândia, entenderam

⁴¹ Ver em particular o Capítulo 2, “Upgrading the tax system to boost productivity”, pp. 1-47.

⁴² Todavia, em certas situações (tais como, no caso de sociedades pertencentes a grupos, a verificação de um “*equity ratio*” que não divirja em mais de 2% da mesma relação para o grupo no seu todo), afasta-se a aplicação da regra.

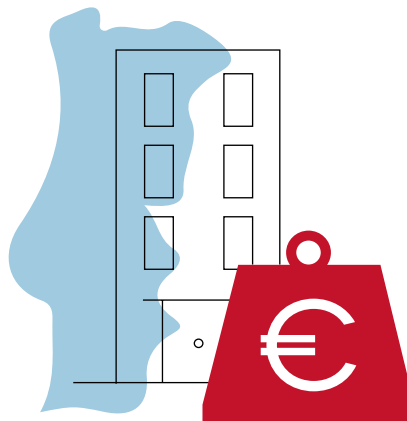
⁴³ Quanto a Itália, e desde 2008, a quantia de juro pago que excede o juro recebido pode ser deduzida até à proporção de 30% do EBITDA da entidade que o suporta. A parte não-dedutível (“*excess interest*”) pode ser reportada indefinidamente para anos posteriores e dedutível aos resultados então obtidos.

No que respeita à solução finlandesa, a qual começou a vigorar em 2013, ela é semelhante à italiana. Ou seja, usa-se o EBITDA como elemento-base e restringe-se a dedutibilidade dos juros a uma proporção de 30% desse resultado. Contudo, também à semelhança do caso italiano, o juro não-dedutível num dado ano é reportável indefinidamente.

seguir esta tendência e modificar as regras fiscais referentes à dedutibilidade dos juros, aplicando uma limitação quantitativa também em função do resultado antes de juros, depreciações, amortizações e impostos⁴³.

Neste contexto, não foi surpresa a introdução no CIRC, em 2013, de uma norma (artigo 67.º) visando a restrição da dedutibilidade dos Gastos Financeiros Líquidos (GFL). Na sua redação atual, tal artigo restringe a dedutibilidade dos GFL ao maior dos seguintes valores: (1) 1 milhão de euros; (2) 30% do EBITDA. De notar que, com a introdução desta regra, se previu um período transitório, mediante o qual, em 2013, se consideraria 70% do EBITDA e só em 2017 se atingiria 30% deste agregado contabilístico. Certo é que, para empresas fortemente endividadas e de média ou grande dimensão⁴⁴, existe um incentivo à desalavancagem financeira, ou uma penalização fiscal do endividamento.

Em 2017, operou-se uma mudança importante na atratividade fiscal do capital próprio. Como se sabe, a remuneração desse capital – dividendos – não constitui, em regra, gasto contabilístico nem fiscal. Todavia, algumas jurisdições⁴⁵ permitiram que se registre como gasto fiscal uma remuneração convencional do capital próprio. Aliás, as obras de referência sobre política fiscal, levando em conta a neutralidade entre formas de financiamento, recomendam esse regime (*e.g.*, ver Mirrlees *et al.*, 2011). O regime fiscal adotado em 2017 é mais generoso, possibilitando uma taxa de remuneração mais elevada e estendendo o regime a todas as empresas. Até aí, apenas as PME dele podiam beneficiar⁴⁶. Pretende-se, pela via fiscal, contribuir para fortalecer a estrutura financeira das empresas portuguesas, minorando a tradicional dependência do endividamento. Este incentivo ao reforço do capital é concomitante com uma maior restrição nas regras do artigo 67.º, ou seja, o limite de dedução dos GFL passa agora para 25% do EBITDA. Assim, reforça-se o capital próprio e penaliza-se ainda mais a dedutibilidade dos juros.



Pretende-se, pela via fiscal, contribuir para fortalecer a estrutura financeira das empresas portuguesas, minorando a tradicional dependência do endividamento.

⁴⁴ Para uma pequena empresa, a dedutibilidade de 1 milhão de euros de juros suporta, em regra, a totalidade da dívida.

⁴⁵ Vg., Itália e Alemanha.

⁴⁶ A proposta de Orçamento de Estado para 2018 estende o incentivo ao reforço do capital próprio, uma vez que a dedução a efetuar, que já considerava, em 2017, as entradas em espécie correspondentes à conversão de suprimentos ou de empréstimos de sócios, é agora alargada à conversão de créditos de terceiros realizados a partir de 1 de janeiro de 2018.

5.3

Os benefícios fiscais e a tributação empresarial em Portugal

Os incentivos fiscais ao investimento manifestam-se sob a forma de um tratamento preferencial estabelecido na lei tributária com a finalidade de incentivar ou induzir determinado tipo de escolhas empresariais (neste caso, relativas a investimentos, embora possam estender-se a outras áreas, como a criação de emprego). Nesta medida, os incentivos (seja sob a forma de deduções ao rendimento, deduções à coleta ou outra modalidade) implicam perda de receita fiscal. Assim, num contexto de exigência orçamental, outras atividades ou agentes económicos deverão suportar uma tributação acrescida.

A literatura empírica sobre o efeito dos incentivos fiscais ao investimento nas decisões empresariais é vasta. As suas conclusões são, como seria de esperar, algo díspares. Bergstrom e Sodersten (1984), por exemplo, analisaram, para o caso sueco, o impacto de alguns incentivos fiscais ao investimento e concluem que o principal efeito dos incentivos estudados terá sido o de aumentarem os lucros de projetos que teriam sido concretizados mesmo na ausência de tais incentivos, e não um contributo efetivo para novos projetos. Por outro lado, Weiner (2009) conclui, com base na análise de vários estudos

sobre a região norte-americana de *New England*, que os incentivos fiscais têm impacto nas decisões ou atividades que procuram dinamizar. Todavia, a autora sublinha que alguns investimentos teriam ocorrido independentemente dos incentivos e ainda que os créditos fiscais ao investimento teriam, muitas vezes, influenciado mais a distribuição do investimento entre os seis Estados que constituem a região, em desfavor de incrementar o nível global de investimento realizado.

A literatura empírica sobre o impacto dos benefícios fiscais no investimento está longe de ter uma resposta definitiva. Todavia, a maioria dos estudos parece apontar no sentido de que os incentivos fiscais ao investimento tenham impacto. Por outro lado, existe nos incentivos fiscais, como na generalidade da lei tributária, um efeito de disseminação ou imitação. Se um dado país disponibiliza aos investidores um leque de incentivos, os Estados que com ele competem na atração de investimento são levados a iniciar processos semelhantes, sob pena de se verem negativamente discriminados nos processos comparativos dos regimes de apoio ao investimento.

Os incentivos ao investimento em Portugal: caracterização e utilização pelas empresas /

Os regimes fiscais de apoio ao investimento⁴⁷ a seguir salientados, que consideramos muito relevantes e que atuam na modalidade de deduções à coleta – isto é, proporcionam, caso exista coleta, uma poupança direta em imposto a pagar –, são os seguintes:

- BFCIP: Benefícios Fiscais Contratuais ao Investimento Produtivo
- RFAI: Regime Fiscal de Apoio ao Investimento
- SIFIDE II: Sistema de Incentivos Fiscais em Investigação e Desenvolvimento Empresarial
- DLRR: Dedução por Lucros Retidos e Reinvestidos

Estes regimes podem incrementar a rentabilidade dos investimentos, já que reduzem o imposto a pagar e constituem inegáveis elementos de política fiscal de apoio ao investimento. Numa apreciação geral daqueles regimes, podem salientar-se os seguintes pontos:

- O leque de ativos a que os regimes se aplicam é vasto, incluindo ativos tangíveis e intangíveis afetos à exploração.
- As percentagens de dedução à coleta são, na generalidade, interessantes do ponto de vista de um investidor.

⁴⁷ Regime em que se encontram estabelecidos no Decreto-Lei n.º 162/2014.

5.3 Os benefícios fiscais e a tributação empresarial em Portugal /

- Porém, e como se sabe, muitos projetos geram prejuízos nos primeiros anos, e só mais tarde surgem coletas positivas. A possibilidade que os regimes consagram de reporte futuro de créditos fiscais que, por ausência ou insuficiência de coleta não possam ser deduzidos, é uma medida apropriada.
- Existem majorações regionais que procuram incentivar a localização em áreas menos favorecidas.
- A DLRR, como mecanismo de apoio ao autofinanciamento, deveria ser estendida a todo o tecido empresarial, tal como em 2016 se consagrou para a remuneração convencional do capital social.
- Estas medidas de apoio ao reforço do capital próprio, conjugadas com as restrições à dedutibilidade dos juros que o CIRC (Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas) consagrou para 2017, podem ter um contributo assinalável no reequilíbrio das estruturas financeiras de empresas nacionais.
- Aquando da criação deste tipo de apoios fiscais, deve o legislador ter a preocupação de os articular com o disposto no artigo 92.º do CIRC. Esta norma impede que a coleta do imposto, após a dedução de benefícios fiscais, seja inferior a 90% do que seria sem a consideração desses benefícios. Claro está que, se tal norma não fosse adaptada à forma de operar destes regimes,

perder-se-ia quase totalmente o seu efeito de poupança fiscal. Assim, dessa restrição têm vindo a ser excluídos os benefícios acima caracterizados. De todo o modo, nem sempre tal afastamento da restrição mencionada foi concomitante com a criação do regime, o que deu azo a litígios entre a AT e alguns contribuintes.

Na Tabela 5.4, apresentam-se os dados relativos a 2015 para os benefícios fiscais em sede de IRC que operam por dedução à coleta.

Podemos observar na Tabela 5.5 que, em 2015, a totalidade dos benefícios fiscais em IRC que operam por dedução à coleta atingiram cerca de 354 milhões de euros. Em 2015, o regime dos grandes projetos (contratuais), o RFAI, o SIFIDE e a DLRR representaram 84% do total.

É ainda de realçar que, dos quatro regimes acima caracterizados, o RFAI e o SIFIDE absorvem a larga maioria dos créditos fiscais (67% do total em 2015), o que mostra efetiva importância destes dois sistemas para as empresas nacionais.

De notar a fraca expressão do apoio a projetos de investimento para a internacionalização, cujas razões conviria aprofundar.

Tabela 5.5

Benefícios fiscais, em IRC, deduções à coleta (milhões de euros)

	2015 (€ Milhões)	%
Grandes projetos de investimento	18	5,1
Projetos de investimento para a internacionalização	1,2	0,3
SIFIDE – Sistema de incentivos fiscais em investigação e desenvolvimento empresarial	106	29,9
RFAI – Regime fiscal de apoio ao investimento	130	36,7
Crédito fiscal extraordinário ao investimento	44	12,4
Entidades licenciadas na Zona Franca da Madeira	10	2,8
DLRR – Dedução por lucros retidos e reinvestidos pelas PME	43	12,1
Outros	1,8	0,5
Subtotal Deduções à Coleta	354	

Fonte: Autoridade Tributária.

Distribuição dos benefícios fiscais por região e por setor de atividade /

As Tabelas 5.6 e 5.7 mostram, para o ano de 2015, a distribuição dos benefícios fiscais, em sede do IRC, por região e por setor de atividade económica (CAE – Classificação das Atividades Económicas). Para tal, utilizaram-se os dados constantes do sítio eletrónico da AT, onde se elencam as entidades beneficiárias de cada tipo de incentivo fiscal e ainda os elementos económico-financeiros da base de dados Amadeus⁴⁸.

A base de dados Amadeus coincide com a da AT, quanto a empresas com benefícios fiscais, em 65% do número de entidades. Ainda assim, consideramos que se trata de uma amostra bastante representativa quanto ao valor dos benefícios usufruídos. Com a exceção do setor financeiro – relevante em termos de benefícios fiscais –, as outras entidades, que não surgem na base de dados

Amadeus e constam da base da AT, são do tipo “Associações”, “Comissões”, “Centros Culturais” e similares, que, tendo óbvio relevo social, não constituem, todavia, o foco do nosso trabalho.

Quanto ao valor total dos benefícios, as entidades que não constam da base de dados Amadeus (e que se encontram na base da AT) representavam, em 2015, cerca de 33% do montante global (ascende a 871 milhões de euros). Porém, a larga fatia deste montante deve-se ao setor financeiro, que não é analisado no âmbito deste trabalho.

A Tabela 5.6 mostra a distribuição dos benefícios fiscais por região.

Tabela 5.6

Distribuição de alguns benefícios fiscais em IRC por região (%)

Região	Total	RFAI	SIFIDE	Grandes projetos	Projetos de internacionalização	DLRR
Norte	28,4	40,6	34,2	64,3	46,5	43,5
Algarve	0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	3
Centro	14,7	26,2	15,9	15,0	18,9	34,5
Área Metropolitana de Lisboa	29,4	27,2	48,3	6,3	18,2	13,4
Alentejo	2,9	4,3	0,6	14,4	0,1	4,6
Açores	0,4	0,1	0,1	0,0	16,4	0,5
Madeira	23,6	0,9	0,6	0,0	0,0	0,5

Fonte: Cálculos dos autores com base nos dados da Autoridade Tributária e da base de dados AMADEUS.

⁴⁸ Base de dados coligida pela empresa Bureau van Dijk com informação financeira comparável para as empresas públicas e privadas em toda a Europa. Informação adicional disponível aqui: <https://amadeus.bvdinfo.com>.

Como se observa, no total, a Área Metropolitana de Lisboa e a Região Norte captam as percentagens mais importantes (cerca de 30% cada uma). A Madeira, em face da relevância da Zona Franca como destinatária de benefícios fiscais, surge numa posição de relevo. De salientar, todavia, que, analisando a decomposição dos benefícios individuais da Tabela 5.5, a Madeira não tem idêntico peso, dado que os benefícios em causa nesta tabela operam por dedução à coleta e a Zona Franca usufrui de incentivos do tipo “isenção” ou “redução de taxa”.

Entrando na análise individual dos benefícios, nota-se que o RFAI é usufruído por empresas predominantemente sediadas no Norte (40% do valor total), seguidas, em igual medida, pelo Centro e pela Área Metropolitana de Lisboa (cada uma com 27% do valor total).

Já no SIFIDE, dirigido à I&D, os benefícios concentram-se maioritariamente na Área Metropolitana de Lisboa, com quase 50% do total.

Os grandes projetos, a internacionalização e a DLRR voltam a registar o Norte como região com largo predomínio no usufruto de incentivos (47% do valor total).

No SIFIDE, dirigido à I&D, os benefícios concentram-se maioritariamente na Área Metropolitana de Lisboa, com quase 50% do total. Os grandes projetos, a internacionalização e a DLRR voltam a registar o Norte como região com largo predomínio no usufruto de incentivos (47% do valor total).

A Tabela 5.7 apresenta a distribuição de alguns dos principais benefícios por setor de atividade económica.

Quanto ao total dos benefícios fiscais – nas suas várias modalidades, que, como atrás se viu, vão desde deduções ao rendimento, isenções, deduções à coleta –, as “Indústrias transformadoras”, as “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares” e o “Comércio por grosso e a retalho e reparação de veículos automóveis e motociclos” concentram 66% dos benefícios auferidos. O setor dos “Transportes” e o da “Eletricidade” captaram, também, parcelas não despidiendas.

Observando a distribuição por tipo de benefício fiscal, é de notar que, no RFAI, a “Indústria transformadora” representa mais de 50% do total, surgindo as “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares”, com 17%, na segunda posição.

No SIFIDE, dirigido essencialmente ao investimento em ativos intangíveis (I&D), as “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares”, com 34,6%, já se aproximam bastante mais das “Indústrias transformadoras” (42,8%).

Nos grandes projetos – do regime contratual –, as “Indústrias transformadoras”, as “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares” são as mais representativas. No apoio à internacionalização, os “Transportes e armazenagem” e as “Atividades de informação e de comunicação” juntam-se ao predomínio das “Indústrias transformadoras” e das “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares”.

Na DLRR, são de destacar, além das “Indústrias transformadoras”, o “Comércio por grosso e a retalho e a reparação de veículos automóveis e motociclos”.

Em suma, as “Indústrias transformadoras” e as “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares” surgem em claro destaque em todos os tipos de benefícios constantes da Tabela 5.6.



As “Indústrias transformadoras” e as “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares” surgem em claro destaque em todos os tipos de benefícios.

Tabela 5.7

Distribuição de alguns benefícios fiscais em IRC por setor de atividade (%)

	Total	RFAI	SIFIDE	Grandes projetos	Projetos de internacionalização	DLRR
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	1,0	1,1	0,2	0,0	0,5	3,3
Indústrias transformadoras	30,3	55,6	42,8	43,4	46,9	45,7
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	5,5	13,9	0	0,0	0,0	0,3
Construção	3,5	0,5	1,1	0,0	0,2	3,9
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	12,2	4,6	5	0,0	1,8	25,5
Transportes e armazenagem	6,6	0,4	0,3	0,0	16,2	6,1
Alojamento, restauração e similares	1,0	1,2	0	0,0	0,0	5,2
Atividades de informação e de comunicação	3,4	0,2	8,5	0,0	13,9	0,7
Atividades financeiras e de seguros	3,2	3,4	5,9	4,9	0,0	0,3
Atividades imobiliárias	1,1	0,1	0,4	0,0	0,0	1,5
Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	23,7	17,2	34,6	38,7	20,3	2,4
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	2,4	0,3	0,5	0,0	0,0	0,9
Atividades de saúde humana e apoio social	3,6	0,0	0,3	0,0	0,2	1,5

Fonte: Cálculos dos autores com base nos dados da Autoridade Tributária e da base de dados AMADEUS.

5.4

O ambiente institucional: relação entre a AT e os contribuintes

O funcionamento da justiça é sistematicamente identificado pelos investidores como um dos fatores que mais negativamente afetam a percepção de competitividade na atração de investimento em Portugal. O *World Economic Forum, no Global Competitiveness Report, 2016-2017*⁴⁹, atribui a Portugal, no item “*efficiency of legal framework in settling disputes*”, a classificação de 126, a pior do pilar *Institutions*.

Sendo conhecida a situação das finanças públicas portuguesas, a AT enfrenta, como se entende, uma forte pressão para a cobrança e fiscalização dos tributos.

Sendo conhecida a situação das finanças públicas portuguesas, a AT enfrenta, como se entende, uma forte pressão para a cobrança e fiscalização dos tributos. Assim, a sua atividade é exercida num contexto em que uma parte dos decisores políticos traça metas quantitativas exigentes pelas quais a AT deve nortear-se, e uma outra parte dos decisores públicos recebe as queixas dos empresários sobre a atuação da administração fiscal. Esta, há que reconhecê-lo, não tem uma tarefa fácil. De facto, a sofisticação das estratégias de evasão e fraude fiscal tem-se acentuado, e o número de empresas que a elas pode ter acesso (por via de efeitos de difusão entre os que as congeminam e as entidades que as adotam) é crescente.

A atividade inspetiva da AT é atualmente realizada num contexto em que se manifesta uma evidente busca de pretextos para efetuar correções ou ajustamentos a favor do Estado. A própria avaliação do desempenho de organismos internos da AT e dos seus agentes individuais

leva fortemente em conta o montante das correções efetuadas. Tal contribui para criar um clima pouco propício à cooperação entre as empresas e a AT.

Relacionado com o aspeto que se acaba de referir, está também o facto de, em muitas situações, o contribuinte ficar com a sensação de que não existem, nos estratos decisórios superiores da AT, em especial nos casos de reclamação graciosa, a vontade ou a determinação para corrigir eventuais excessos que os agentes inspetivos possam cometer.

Mais ainda, num número não despidendo de casos, correções fiscais efetuadas em sede de fiscalização vão contra a jurisprudência dos tribunais. Tal incrementa a litigância, consome recursos à AT e aos contribuintes e leva a que processos se arrastem durante anos nos tribunais, com escassas probabilidades de êxito para a AT.

Num número não despidendo de casos, correções fiscais efetuadas em sede de fiscalização vão contra a jurisprudência dos tribunais.

Também deveria existir a necessária cautela relativamente ao chamado “direito circulatório”. Por vezes, a lei carece de afinamentos. Sendo essa possível clarificação muitas vezes efetuada por via de circulares emanadas da AT, elas vinculam, como se sabe, os membros da administração tributária, mas não se impõem aos contribuintes nem aos tribunais.

Também a existência de manuais explicativos da aplicação da lei fiscal, ou de códigos comentados com exemplos práticos que a AT conhece, serviriam de apoio

⁴⁹ <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2016-2017-1>

aos contribuintes, evitando algumas dúvidas mais frequentes e reduzindo a sobrecarga a que os serviços de atendimento da AT estão sujeitos.

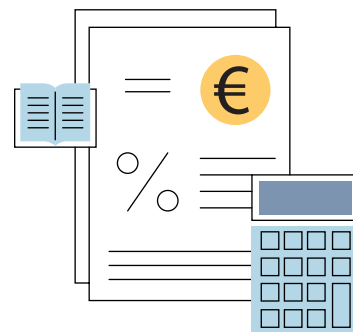
Os prazos de emissão de informações vinculativas poderiam ser reduzidos, contribuindo para a certeza na aplicação da Lei, minorando a probabilidade de litígio. Claro que os dois tópicos que se acabam de focar requerem recursos de que a AT terá de se socorrer. Mas

A litigância fiscal e o investimento /

O panorama de grande descontentamento com os tempos da justiça fiscal e o prazo médio de resolução de litígios não têm diminuído. No caso dos investidores internacionais, não valerá de muito publicitar determinados benefícios fiscais, em várias modalidades, se à pergunta, inevitável, sobre o tempo de resolução de litígios, a resposta for de molde a desencorajar opções de investimento que outros elementos do sistema fiscal podem até incentivar. Se o grau de litigiosidade fiscal se mantiver, como tudo indica, elevado, o reforço de meios, ou o recurso a formas alternativas de resolução de litígios, para decidir as pendências em prazos que se não afastem de boas práticas internacionais, será fundamental para a captação de investimento.

A arbitragem fiscal, que funciona como forma alternativa de resolução de litígios tributários, foi criada em 2011. Registou-se um incremento assinalável de processos até 2014 e uma posterior estabilização em torno de um milhar de processos por ano. Os tempos de decisão são claramente um dos pontos fortes do Centro de Arbitragem Administrativa (CAAD), sendo que o prazo legal para decisão é de 6 meses, excepcionalmente prorrogável por mais 2 meses. Uma vez que aí se decidem apenas processos até 10 milhões de euros e que certas áreas de tributação estão excluídas da arbitragem (*e.g.*, métodos indiretos), existe campo para estudo e ponderação da extensão da arbitragem, em face dos resultados encorajadores que tem evidenciado. Também na ótica dos investidores internacionais, tal mecanismo alternativo afigura-se uma característica relevante e positiva do nosso panorama tributário.

não se pode prestar um bom serviço ao investidor, em especial a entidades internacionais, sem que os serviços tributários tenham meios para responder com brevidade e qualidade às questões que as empresas suscitam, além de que esses investidores têm termo de comparação com outras administrações fiscais de países onde desenvolvem atividades.



A arbitragem fiscal, que funciona como forma alternativa de resolução de litígios tributários, foi criada em 2011. Registou-se um incremento assinalável de processos até 2014 e uma posterior estabilização em torno de um milhar de processos por ano.

5.5 Conclusão

Neste capítulo, analisámos a relevância da dimensão fiscal – em particular, a tributação do rendimento empresarial – para as decisões de investimento. Concluímos que, no tocante à taxa global ou ajustada do IRC, Portugal não é internacionalmente competitivo.

Para esse resultado, contribuem significativamente as derramas e a tributação autónoma.

Quanto à determinação da matéria coletável (*u.g.*, depreciações e amortizações, imparidades, encargos financeiros, dividendos e mais-valias), Portugal tem acompanhado o que, sobretudo ao nível da UE, têm sido as tendências gerais acolhidas na tributação empresarial.

Relativamente às dimensões da fiscalidade especialmente importantes para os investimentos internacionais, como sejam os preços de transferência, as fusões, os regimes de “*intellectual property box*”, os regimes de tributação de grupos e aplicação crescente de cláusulas antievasivas, Portugal tem seguido as recomendações de organismos como a UE e a OCDE, também adotadas noutros países.

Quanto ao regime do reporte de prejuízos, a evolução recente é desfavorável aos investidores, sendo Portugal um dos Estados com normas mais restritivas.

A política fiscal oferece uma vasta panóplia de incentivos fiscais ao investimento (isenções, deduções ao rendimento, deduções à coleta) aplicáveis na aquisição e no desenvolvimento de ativos tangíveis e intangíveis, no reforço do capital próprio por parte dos sócios ou no reinvestimento de lucros. A majoração de tais benefícios, que, no contexto das receitas do imposto se não apresentam desproporcionados, deve ser ponderada em entidades exportadoras.

O ambiente institucional na área da fiscalidade continua a projetar uma imagem negativa aos olhos dos investidores, nacionais e internacionais, sobretudo no tocante aos prazos de funcionamento da justiça tributária. A arbitragem fiscal pode ter um papel não despidendo na mudança desta situação. Também a forma de atuação da Autoridade Tributária (AT), e suas condicionantes em termos da obtenção de receita fiscal num contexto difícil das finanças públicas, gera um notório nível de litigância, sendo também certo que a difusão de mecanismos evasivos em parte do universo empresarial tem contribuído para isso.

O ambiente institucional na área da fiscalidade continua a projetar uma imagem negativa aos olhos dos investidores, nacionais e internacionais, sobretudo no tocante aos prazos de funcionamento da justiça tributária. A arbitragem fiscal pode ter um papel não desprecioso na mudança desta situação. Também a forma de atuação da Autoridade Tributária (AT), e suas condicionantes em termos da obtenção de receita fiscal num contexto difícil das finanças públicas, gera um notório nível de litigância, sendo também certo que a difusão de mecanismos evasivos em parte do universo empresarial tem contribuído para isso.



Mercado de trabalho e capital humano

- 6.1** Flexibilidade e segmentação no mercado de trabalho
- 6.2** Qualificações e retorno à educação
- 6.3** Desajustamentos: desemprego de longa duração, NEEF e sobre-educação
- 6.4** Alteração estrutural, novos empregos e novas competências
- 6.5** Conclusão

Como vimos em capítulos anteriores, a alteração estrutural da economia portuguesa a favor dos setores transacionáveis é uma condição necessária para o aumento do produto potencial. O redirecionamento dos fatores produtivos, capital e trabalho, para os setores com maior potencial de crescimento requer, por um lado, instituições do mercado de trabalho suficientemente flexíveis para permitir às empresas o necessário ajustamento na força de trabalho e, por outro lado, as qualificações necessárias à implementação de novas tecnologias e processos produtivos. Dada a importância da aquisição de novas competências ao longo da vida, a influência das instituições do mercado de trabalho na acumulação de capital humano, através dos incentivos à formação, tem-se tornado cada vez mais importante.

A dotação em capital humano de um país ou de uma economia, entendido como o conhecimento e as competências incorporadas nos indivíduos que lhes permitem criar valor económico, é um determinante cada vez mais relevante para o seu crescimento e desenvolvimento no longo prazo (Romer, 1990). Ao nível da empresa, inúmeros trabalhos demonstram o papel da qualidade do seu capital humano, quer no seu crescimento (Gossling e Rutten, 2007), quer como facilitador da inovação (Leiponen, 2005; McGuirk, Lenihan e Hart, 2015). A maioria das inovações ao nível da empresa é incremental, pelo que a dotação de capital humano de uma empresa é crucial para a geração, adaptação e difusão da mudança técnica e organizacional (Toner, 2011).

Na Secção 6.1, descrevemos algumas das principais características do funcionamento do mercado de trabalho português, com enfoque nas suas implicações para a aquisição de capital humano pelos trabalhadores e para a alteração estrutural da economia portuguesa. Na Secção 6.2, descrevemos a evolução de medidas quantitativas de capital humano e indicadores de rendibilidade e de eficiência dos investimentos em educação. Na Secção 6.3, analisamos os desajustamentos entre procura e oferta de qualificações. Na Secção 6.4, discutimos o perfil dos novos empregos e qualificações no contexto das alterações tecnológicas em curso e algumas implicações para o sistema de ensino e para o processo de formação dos trabalhadores que contribuam para a promoção da necessária alteração estrutural da economia.

6.1

Flexibilidade e segmentação no mercado de trabalho

A reforma do mercado de trabalho faz parte do conjunto de reformas estruturais mencionadas em todos os relatórios de instituições internacionais como necessárias para melhorar a competitividade da economia portuguesa – ver, por exemplo, Comissão Europeia (2017) e OCDE (2017). Na mesma linha, o último relatório *Global Competitiveness Index do World Economic Forum* posiciona Portugal na posição 55 em termos de eficiência do mercado de trabalho (globalmente, a economia portuguesa está na posição 42)⁵⁰, sendo considerada a regulamentação laboral como o terceiro fator mais problemático para o desenvolvimento de negócios, atrás da burocracia e da fiscalidade. Na generalidade, as reformas preconizadas vão no sentido de uma maior flexibilidade nas suas três diferentes vertentes: flexibilidade externa, entendida como diminuição das restrições ao despedimento e à contratação; flexibilidade interna, seja ao nível do horário e tempos de trabalho, seja ao nível da organização funcional; e, por último, flexibilidade salarial.

As reformas mais recentes do Código de Trabalho, nomeadamente aquelas que resultaram do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) assinado com a *troika*, conduziram a uma maior flexibilidade laboral nas vertentes descritas anteriormente, nomeadamente ao nível da flexibilidade externa e interna e, em menor grau, ao nível da flexibilidade salarial.

Ao nível da flexibilidade externa, são de referir a redução das indemnizações por despedimento, a introdução de novos motivos para o despedimento com justa causa como o despedimento por “inadaptação” (embora o Tribunal Constitucional tenha declarado inconstitucional a proposta de normas que facilitavam o despedimento por este motivo) ou a introdução de critérios mais objeti-

vos para o despedimento dos trabalhadores no caso de extinção do posto de trabalho. São ainda de referir a criação do Fundo de Compensação do Trabalho e do Fundo de Garantia de Compensação do Trabalho, para cobrir parte do valor das indemnizações em caso de despedimento, e a extensão extraordinária da duração máxima dos contratos a termo de 3 para 5 anos (que deixou de vigorar no final de 2015).

É possível comparar os níveis de flexibilidade externa existentes em diferentes países analisando os indicadores de proteção do emprego da OCDE, construídos com base no quadro regulamentar existente em cada país e que abrange três domínios: proteção contra o despedimento individual (contratos sem termo), proteção suplementar em caso de despedimento coletivo e regulamentação do trabalho com contrato a termo e por via de agências de trabalho temporário. Acompanhando o movimento nos outros países da OCDE, desde meados da década de 1980, o mercado de trabalho português tornou-se mais flexível⁵¹, em resultado de uma redução da proteção dos trabalhadores com contratos a termo e também, em menor grau, da proteção dos trabalhadores com contratos permanentes. No entanto, apesar das alterações no sentido de uma maior flexibilização do mercado de trabalho, Portugal, em 2013⁵², continuava a ser o país da OCDE, em termos das normas aplicáveis ao despedimento individual, com maior índice de proteção do emprego (2,2 que compara com um valor médio de 1,5 no conjunto da OCDE) e o sétimo país com maior valor global – ver Figura 6.1.

Outra dimensão relevante para a competitividade das empresas, e que tem sido tema de acesa discussão política, é a da duração do trabalho e da flexibilidade

⁵⁰ <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018>

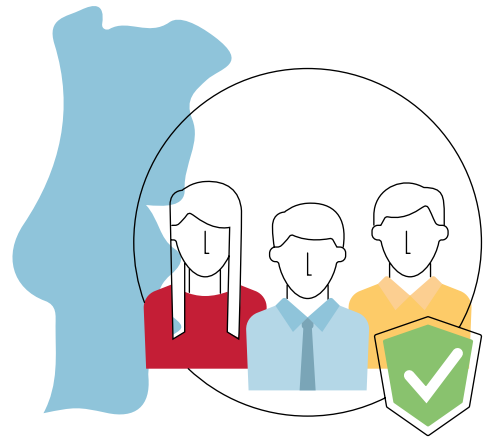
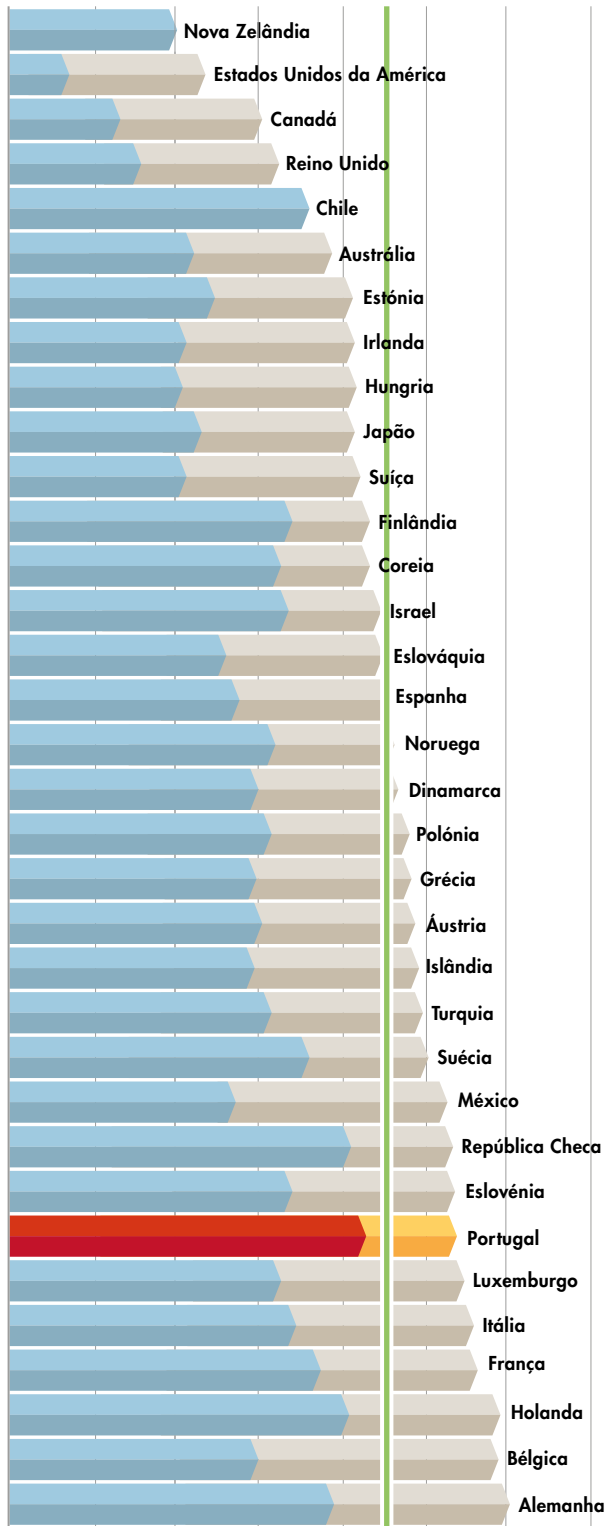
⁵¹ Para uma descrição das alterações legislativas que resultaram na maior flexibilização do mercado de trabalho português, ver, por exemplo, Varejão *et al.* (2014).

⁵² O índice ainda não foi atualizado, pelo que os valores apresentados não têm em conta as últimas alterações legislativas.

⁵³ <http://www.oecd.org/els/emp/oecdindicatorsofemploymentprotection.htm>

Escala 0-6

0.0 0.5 1.0 1.5 2.0 2.5 3.0 3.5



Apesar das alterações no sentido de uma maior flexibilização do mercado de trabalho, Portugal, em 2013, continuava a ser o país da OCDE, em termos das normas aplicáveis ao despedimento individual, com maior índice de proteção do emprego e o sétimo com maior valor global.

● DESPEDIMENTO INDIVIDUAL ● DESPEDIMENTO COLETIVO
● VALOR MÉDIO DA OCDE = 2,3

Figura 6.1: Indicadores de Proteção Contra o Risco de Despedimento Individual e Coletivo – OCDE, 2013.

Fonte: OECD Employment Database on Strictness of Employment Protection⁵³.

quanto ao ajustamento do horário de trabalho. Entre 1986 e 2011, Portugal passou de segundo país da União Europeia (a seguir à Grécia) com o maior número médio de horas anuais de trabalho efetivo por trabalhador para uma situação abaixo da média da OCDE. Esta redução resultou do efeito combinado da redução da duração máxima do trabalho semanal e do aumento da incidência do trabalho a tempo parcial. Esta tendência foi em parte revertida durante o período de vigência do memorando assinado com a *troika*, seja por via do aumento do horário de trabalho dos funcionários público para as 40 horas semanais (revertido em 2016), seja pela eliminação de feriados (repostos em 2016) ou pela diminuição do número de dias de férias (de 25 para 22 dias úteis). As reformas laborais ocorridas durante o PAEF permitiram uma maior flexibilidade na gestão dos tempos de trabalho, obtida pela extensão do recurso ao banco de horas ao nível individual e coletivo.

Flexibilidade salarial e salário mínimo /

Em Portugal não é permitida, por lei, a redução dos salários nominais, salvo em situações muito excecionais. Num contexto de baixa inflação, as empresas estão assim privadas de um mecanismo de ajustamento salarial real, necessário em processos de adaptação a choques negativos. No entanto, convém referir que, para além das restrições de natureza legal ou contratual, o impacto sobre a motivação e o desempenho dos trabalhadores e o risco de abandono dos melhores trabalhadores são também obstáculos importantes, não só à redução, mas também ao congelamento dos salários por parte das empresas.

Durante o período de vigência do PAEF, foram introduzidos alguns elementos de flexibilidade salarial, que permitiram a redução dos custos do trabalho. A redução do pagamento por horas extraordinárias ou nos feriados, a não-publicação de portarias de extensão dos contratos coletivos de trabalho, o congelamento do valor nominal da remuneração mínima mensal, bem como a maior flexibilidade horária, possibilitaram uma redução dos ganhos salariais no setor privado.

Uma das maiores determinantes da flexibilidade salarial nominal diz respeito à política de fixação da remuneração mínima mensal, ou salário mínimo, dado o seu valor ser cada vez mais relevante na fixação dos níveis salariais

das novas contratações. O acordo de concertação social de 2006 resultou num aumento muito significativo do salário mínimo entre 2007 e 2010, que seria retomado a partir de 2015, com um aumento de 5% em termos nominais, de 505 euros para 530 euros. Em 2016, o novo Governo aumentou o salário mínimo para 557 euros (5,1%) e comprometeu-se com aumentos para os próximos anos, para que o salário mínimo atinja os 600 euros em 2019. O salário mínimo previsto para 2018 é de 580 euros. A subida recente do salário mínimo em termos reais, mais acentuada do que as atualizações salariais fixadas no âmbito da negociação coletiva, tem implicado uma aproximação do salário mínimo ao salário mediano, fazendo com que o índice de Kaitz, dado pelo rácio entre o salário mínimo e o salário mediano, seja dos mais elevados da Europa – ver Figura 6.2. Neste contexto, aumentos do salário mínimo acentuam os riscos de efeitos negativos no emprego. No entanto, é importante referir que o salário mínimo por hora era, em 2016, o quinto mais baixo da Zona Euro (apenas a República Eslovaca e os três países bálticos apresentavam um valor inferior).

Segmentação do mercado de trabalho e qualificação /

Desde a década de 1970, Portugal, como outros países do Sul da Europa, alterou a legislação laboral com o objetivo de contrariar as pressões para o aumento do desemprego. As alterações na legislação laboral criaram uma clivagem que se foi acentuando entre os trabalhadores com contrato temporário e os trabalhadores com contrato permanente, dando origem a um mercado de trabalho dual ou segmentado – ver, por exemplo, sobre o mercado de trabalho em Portugal, o livro de Mário Centeno (2013) e, sobre a dualidade nos mercados de trabalho da UE, o artigo de Juan Dolado (2017).

Como resposta às restrições legais ao despedimento de trabalhadores com contratos permanentes, os empregadores têm recorrido a outras formas de contratação, nomeadamente aos contratos a termo. Em 2015, estes representavam 22% do emprego total (11,4%, valor médio dos países da OCDE). A opção crescente pela contratação a termo, tal como acontece noutros países do Sul da Europa, tem a sua origem na diferença significativa na proteção do emprego entre trabalhadores com contratos sem termo e trabalhadores com contratos temporários

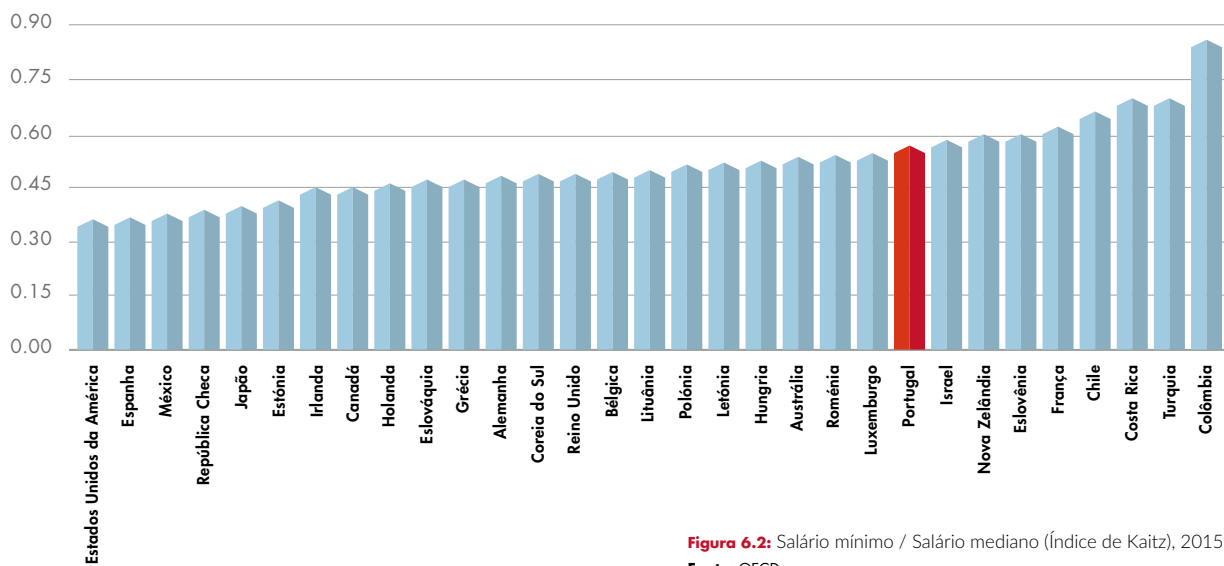


Figura 6.2: Salário mínimo / Salário mediano (Índice de Kaitz), 2015.
Fonte: OECD.

ou a prazo. Esta dualidade muito marcada do mercado tem implicações para o desempenho do mercado de trabalho – ver, por exemplo, Saint-Paul (1996), OECD (2017) ou Cabrales, Dolado e Mora (2014) – e para a competitividade da economia.

A contratação a termo pode facilitar o ajustamento do volume de emprego das empresas a variações sazonais ou temporárias da procura, bem como contribuir para uma maior eficácia dos processos de recrutamento, melhorando a qualidade do ajustamento entre as necessidades das empresas e a oferta de trabalho por parte dos trabalhadores. No entanto, o recurso sistemático à contratação a prazo poderá gerar uma elevada rotação no mercado de trabalho. Num mercado segmentado, o ajustamento das empresas na fase recessiva do ciclo económico será realizado por uma maior rotação de trabalhadores temporários, dado os custos de despedimento de contratação destes trabalhadores serem inferiores aos dos que têm contratos permanentes. Uma consequência das estruturas muito segmentadas do mercado de trabalho é que o investimento em formação, quer por parte das empresas, quer por parte dos trabalhadores com contratos a prazo, será menor, afetando negativamente a produtividade e o crescimento potencial da economia.

Por outro lado, um mercado mais flexível, com maiores fluxos de entrada/contratações e de saída/separações,

permite às empresas um melhor ajustamento da força de trabalho às condições dos mercados e tecnológicas, o que favorecerá a sua eficiência. Do ponto de vista macroeconómico, um mercado de trabalho mais flexível permitirá uma deslocação mais eficiente da força de trabalho e dos recursos das empresas para os setores mais dinâmicos, favorecendo o crescimento do produto potencial da economia. Assim, para reduzir os custos inerentes à mobilidade entre empregos ou funções, são necessárias políticas de formação e requalificação dirigidas não só à população desempregada, mas também aos ativos empregues em setores ou empresas em processos de contração ou reestruturação. Adicionalmente, há que ter também presentes os custos associados à mobilidade geográfica, os quais poderão trazer fricções adicionais ao processo desejável de realocação da força de trabalho. Uma menor despesa das famílias em transportes e um mercado de arrendamento mais dinâmico e flexível permitem menores custos na transição entre empregos e um alargamento das oportunidades de emprego para a população desempregada.

Antes de analisarmos os problemas de desajustamento no mercado de trabalho, que constituem obstáculos à sua alteração estrutural, vamos descrever a situação das qualificações e do incentivo ao investimento em educação em Portugal.

6.2

Qualificações e retorno à educação

O contributo da educação e da formação profissional para o crescimento e o desenvolvimento económico tem vindo a tomar um interesse crescente no debate académico e público. No caso português, este debate é claramente reforçado não só pelo facto de o País ter observado um crescimento acelerado dos níveis de qualificação das gerações mais jovens, mas também pelo consenso quanto à relevância da qualificação da força de trabalho como condição *sine qua non* para a transição para uma economia cada vez mais baseada no conhecimento, com padrões de qualidade de vida mais próximos dos verificados nos países mais avançados da Europa.

As sucessivas reformas verificadas na segunda metade do século XX e a adesão de Portugal à CEE, em 1986, contribuíram para um forte crescimento da escolaridade média da população ativa portuguesa, duplicando a percentagem de ativos com escolaridade igual ou

superior ao ensino secundário no período de 15 anos, passando de 19,3%, em 1998, para 40,6%, em 2013. Ainda assim, em 2016, a percentagem de ativos com escolaridade igual ou superior ao ensino secundário era inferior a 50%, quando nos países mais avançados da União Europeia (UE 15) este rácio era já de 71,4%. Em 2016, 70% da população ativa com idades entre os 25 e os 34 anos já tinham concluído o ensino secundário ou superior, valor ainda inferior à média da União Europeia a 15 em 12 pontos percentuais - ver Figura 6.3.

A redução da diferença face aos países da Europa ainda não foi suficiente para retirar Portugal do grupo dos quatro países da Europa com menores níveis de qualificação académica, mesmo quando se consideram apenas as faixas etárias mais jovens. Em 2016, apenas Espanha, Malta e Turquia apresentavam taxas de conclusão do secundário no grupo etário dos 25 aos 34 anos inferiores à portuguesa.

Figura 6.3: Painel A

% da população dos 15-64 anos com ensino secundário ou superior

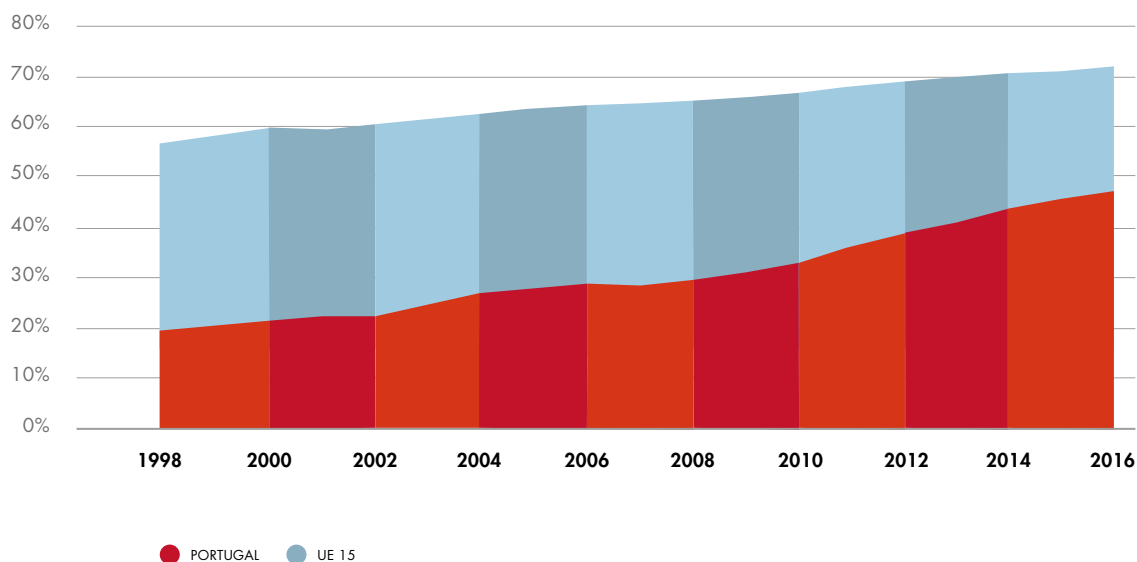


Figura 6.3: Painel B

% da população dos 25-34 anos com ensino secundário ou superior

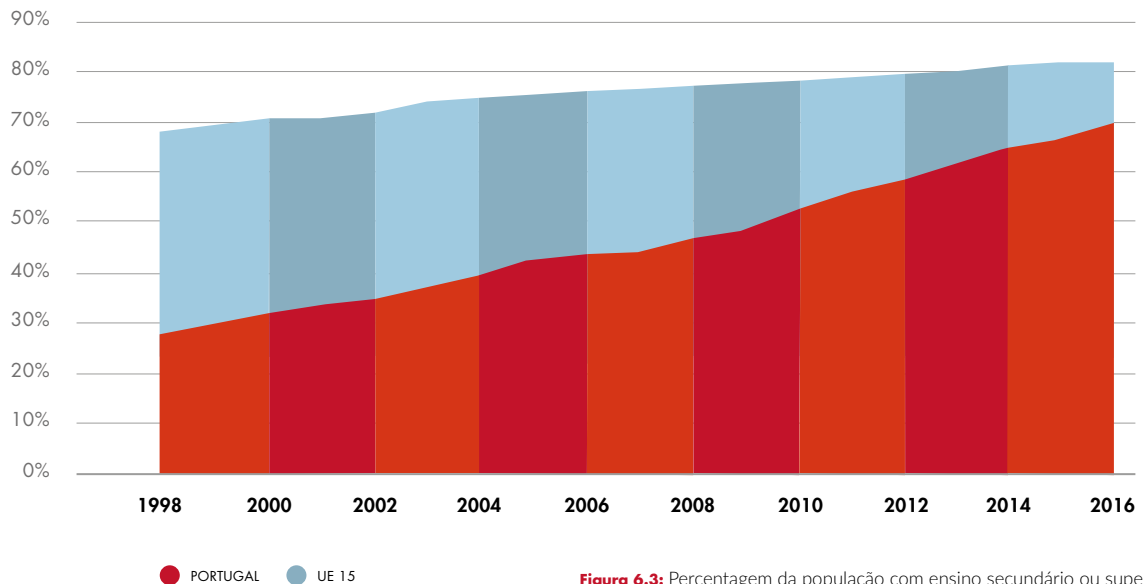


Figura 6.3: Percentagem da população com ensino secundário ou superior. Fonte: Eurostat – Population by educational attainment level, sex and age (%) – main indicators.

A redução da diferença face aos países da Europa ainda não foi suficiente para retirar Portugal do grupo dos quatro países da Europa com menores níveis de qualificação académica, mesmo quando se consideram apenas as faixas etárias mais jovens. Em 2016, apenas Espanha, Malta e Turquia apresentavam taxas de conclusão do secundário no grupo etário dos 25 aos 34 anos inferiores à portuguesa.

Mais recentemente, vários economistas têm analisado a importância não só da “quantidade de educação”, mas também da qualidade da educação recebida. Hanushek e Woessman (2012) mostram que os países onde os estudantes obtêm melhores resultados em testes internacionais padronizados de aferição de conhecimentos tendem a crescer mais. Os testes constantes do PISA

(“Program for International Student Assessment”), da responsabilidade da OCDE, avaliam os conhecimentos dos estudantes com 15 anos de 72 países nos domínios da literacia matemática, científica e de leitura, sendo amplamente utilizados para comparar a *performance* relativa dos vários sistemas nacionais de ensino. Nos últimos anos, os estudantes portugueses registaram progressos importantes: partindo de valores inferiores à média da OCDE nas edições de 2006, 2009 e 2012, em 2015, pela primeira vez, os estudantes portugueses obtiveram resultados acima da média nos três domínios avaliados.

Esta melhoria dos resultados foi confirmada pelos resultados obtidos no TIMSS (“Trends in International Mathematics and Science Study”) ⁵⁴ nos testes realizados por alunos do 4.º ano de escolaridade nas áreas das ciências e da matemática. Enquanto, nas ciências, os alunos portugueses ficaram ligeiramente abaixo da média de 47 países, no caso da matemática os alunos portugueses obtiveram um resultado claramente acima da média, o que pode ser um sinal encorajador para o futuro.

⁵⁴ <https://nces.ed.gov/timss/>

Rendibilidade do investimento em educação /

Quando se compara com outros países da OCDE, as taxas de rendibilidade líquida do investimento em ensino superior em Portugal, relativamente ao ensino secundário, são das mais elevadas.

Quando se compara com outros países da OCDE, as taxas de rendibilidade líquida do investimento em ensino superior em Portugal, relativamente ao ensino secundário, são das mais elevadas.

Apenas seis países, de um total de 22, apresentam taxas de retorno financeiro privado líquido superiores, sugerindo que o investimento em educação, nomeadamente no ensino superior, em Portugal, é, em média, um investimento bastante rentável.

Na última década, registou-se algum declínio da vantagem salarial dos diplomados com educação superior, maior nos licenciados do que nos pós-graduados, embora estes continuem a usufruir de uma vantagem muito significativa face aos indivíduos com qualificações mais baixas. Este declínio é mais pronunciado nos graduados com menor experiência no mercado de trabalho (menos de dez anos de experiência) – o acréscimo salarial de um licenciado face a um trabalhador com ensino secundário era, em 2015, de 41%, uma descida de 17 pontos percentuais face a 2006. A vantagem salarial mais baixa, 38%, ocorreu em 2013⁵⁵.

Os retornos salariais do ensino superior também variam significativamente consoante a área de formação. Diplomados nas áreas das Ciências, Tecnologias, Engenharias e Matemáticas, com experiência inferior a três anos, apresentam sistematicamente retornos superiores aos diplomados noutras áreas, sendo esta diferença de 19 pontos percentuais em 2015 – ver Figura 6.4.

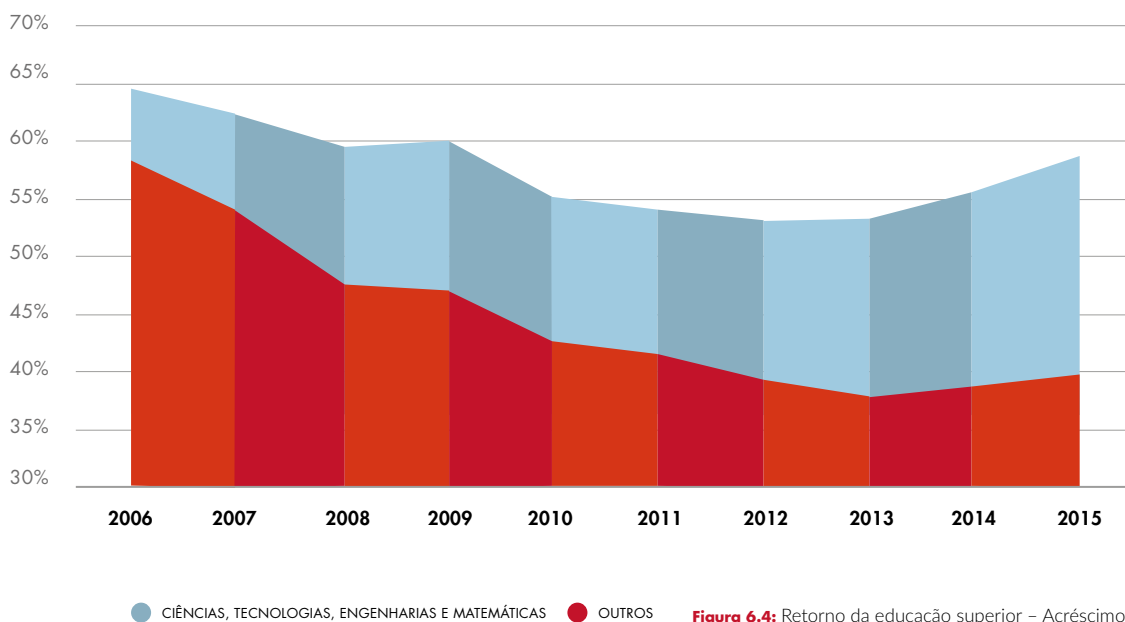


Figura 6.4: Retorno da educação superior – Acréscimo salarial (em %) em relação ao ensino secundário por área de formação, trabalhadores com experiência inferior a 3 anos.
Fonte: Cálculos próprios com base nos Quadros de Pessoal (2006-2015), MTSSS.

⁵⁵ Cálculos dos autores com base nos Quadros de Pessoal (QP), Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social (MTSSS), para o período de 2006 a 2015.

6.3

Desajustamentos: desemprego de longa duração, NEEF e sobre-educação

Uma das falhas mais graves do sistema económico português é a sua incapacidade de garantir o pleno emprego. As elevadas taxas de desemprego da última década representam a incapacidade de a economia utilizar os recursos de que dispõe de forma ótima. De facto, existem no mercado de trabalho sintomas de desajustamentos graves. O sintoma mais grave é, sem dúvida, o período muito longo de elevado desemprego e a elevada percentagem de trabalhadores que permanece nessa condição durante muito tempo. Para além dos efeitos no bem-estar individual, períodos longos de desemprego resultam na depreciação do capital humano e, assim, em prejuízos para o crescimento potencial do país. Nesta secção, apresentamos evidência do desajustamento existente no mercado de trabalho e das qualificações, enfatizando o papel das características do mercado de trabalho e das qualificações dos trabalhadores.

Taxa de desemprego elevada /

A taxa de desemprego da economia portuguesa tem vindo a diminuir de forma muito rápida desde janeiro de 2013, quando ultrapassou o valor de 17%, um máximo histórico das últimas décadas. No entanto, atualmente, a taxa de desemprego continua muito elevada, em torno dos 9%. Na Figura 6.5, apresentamos os dados da taxa de desemprego global, da taxa de desemprego dos jovens e da taxa de desemprego de longa duração, desde 1998.

Da análise dos dados, para além dos valores elevados em que se mantém a taxa de desemprego, destaca-se a crescente e elevada taxa de desemprego dos jovens, que atingiu um valor máximo de 38% em 2012 e 2103. Desde aí tem vindo a diminuir, mas em 2016 situava-se ainda em 28%. Em relação à taxa de desemprego de longa duração (relativa aos trabalhadores que estão em situação de desemprego há mais de um ano), esta tem vindo a ganhar peso na taxa de desemprego total: em

2005, os desempregados de longa duração representavam cerca de 50% do desemprego total, valor que se manteve constante até 2011. Desde essa altura, o peso do desemprego de longa duração aumentou, atingindo um valor máximo de 66% do total em 2014. Em 2016, representava cerca de 62% do desemprego total.

Aqueles dois factos, a elevada taxa de desemprego jovem e o elevado desemprego de longa duração refletem dois graves desajustamentos do mercado de trabalho português. Em relação aos jovens, as elevadas taxas de desemprego – um paradoxo numa sociedade que tem como um dos seus mais graves problemas estruturais a baixa taxa de natalidade e o envelhecimento acelerado – são explicadas pela segmentação acima descrita, a qual implica uma maior reação às flutuações inerentes ao ciclo, bem como por uma possível desadequação da oferta formativa existente face às necessidades das empresas. De acordo com os dados dos Quadros de Pessoal de 2015, a percentagem de trabalhadores com menos de 30 anos com contrato a termo era de cerca de 47% (este valor era de 40% em 2000) – na UE, a média é de 33,3% (Comissão Europeia, 2017).

Por outro lado, os dados sugerem que há, entre os desempregados mais jovens e nos desempregados de longa duração, uma percentagem elevada que não possui as qualificações mais adequadas para a integração no mercado de trabalho. A este propósito, na Figura 6.6 apresentam-se os dados da taxa de desemprego de longa duração e da taxa de NEEF (jovens não-empregados que não estão em educação ou formação), que mostra a existência de uma relação positiva entre o desemprego de longa duração e o aumento da percentagem de jovens sem educação que estão fora do mercado de trabalho e que não estão integrados em ações de formação, refletindo um desajustamento crescente do mercado de trabalho, não só em Portugal, mas também em outras economias do Sul da Europa.

6.3 Desajustamentos: desemprego de longa duração, NEEF e sobreeducação /

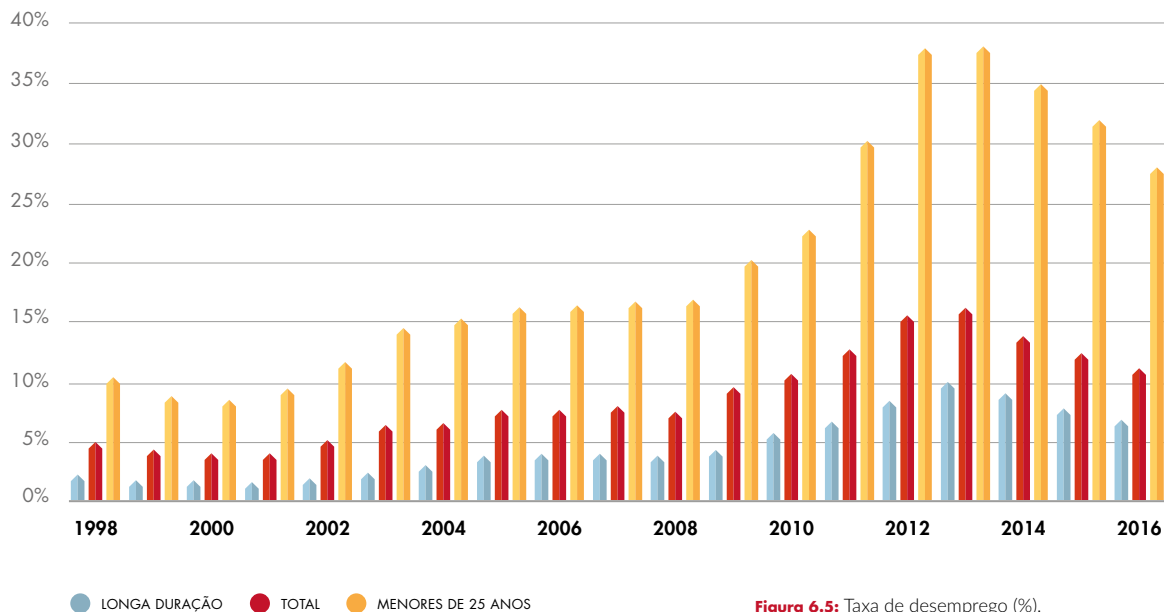


Figura 6.5: Taxa de desemprego (%).
Fonte: INE, Inquérito ao Emprego – Série 1998 e Série 2011.

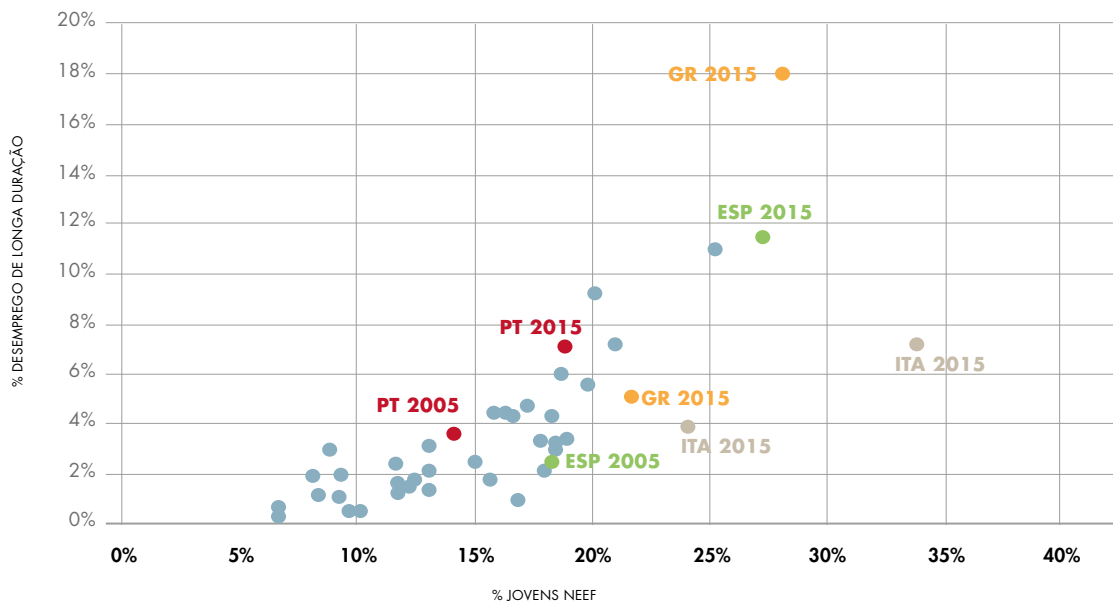


Figura 6.6: Percentagem de desempregados de longa duração e percentagem de jovens NEEF em 2005 e 2015, por país.
Fonte: OCDE (2016), Education at a Glance 2016, Table C5.2. e OCDE – LFS – Unemployment by Duration (Dataset Level Metadata DUR – D).

Outra dimensão do desajustamento existente no mercado de trabalho diz respeito às qualificações dos trabalhadores e às qualificações que são exigidas para o posto de trabalho. De acordo com os dados da OCDE, Portugal tem uma percentagem de trabalhadores sobrequalificados – com qualificações superiores às necessárias para o exercício de cada profissão – entre os 18% e os 20%, sendo atualmente superior em cinco pontos percentuais face à média da OCDE. Este resultado mostra uma afetação ineficiente dos recursos e uma qualificação dos trabalhadores desajustada a uma parte significativa da procura do mercado de trabalho.

6.4

Alteração estrutural, novos empregos e novas competências

A massificação e o uso de tecnologias baseadas na digitalização, inteligência artificial, robótica e automação, seja na indústria seja nos serviços, estão a alterar o perfil da procura de trabalho em desfavor de ocupações intensivas em tarefas rotineiras, isto é, ocupações cujas funções seguem um conjunto de procedimentos bem definidos, codificáveis e, como tal, passíveis de serem substituídas ou por equipamentos computadorizados ou pela sua deslocalização para países com vantagens comparativas em termos do custo da mão de obra.

Para que consiga retirar o máximo benefício desta rápida evolução tecnológica, Portugal necessita de uma força de trabalho dotada das competências exigidas pelas novas indústrias e profissões. À medida que empregos e ocupações rotineiras vão sendo substituídos por equipamentos ou pela deslocalização, novas oportunidades de emprego são criadas. Estes empregos surgem pela introdução de atividades e tarefas mais exigentes e complexas, nas quais o trabalho tem uma vantagem comparativa face ao capital.

Por exemplo, Acemoglu e Restrepo (2016) referem que, entre 1980 e 2007, metade do crescimento do emprego total nos EUA é explicado pelo crescimento do emprego em ocupações com novas designações. Assim, para estes autores, devemos considerar a dinâmica dos mercados de trabalho modernos nas economias avançadas como sendo caracterizada por uma corrida entre duas forças tecnológicas: a automação, do lado das máquinas, e a criação de novas tarefas complexas, do lado do homem. Enquanto a automação é um processo contínuo que, em todos os outros aspetos, afasta o emprego da força de trabalho, a criação de novas tarefas complexas é também um processo contínuo que gera novos empregos para trabalhadores com as competências requeridas.

A previsão do CEDEFOP – *European Center for the Development of Vocational Training* (CEDEFOP, 2017), quanto ao crescimento do emprego por grupo profissio-

nal aponta para uma maior polarização do mercado de trabalho em favor das profissões com maior prevalência de tarefas não-rotineiras. A Figura 6.7 é elucidativa quanto à polarização do crescimento do emprego: é nos grupos profissionais constituídos por técnicos, especialistas e dirigentes e trabalhadores de serviços pessoais e vendedores, e trabalhadores não-qualificados que se espera um maior crescimento da procura na próxima década, seja em Portugal, seja na União Europeia. Nestes grupos, é esperado um aumento do emprego de 11,5% (cerca de 160 mil efetivos), enquanto nos grupos profissionais constituídos por administrativos, trabalhadores qualificados da agricultura, das pescas, da indústria e da construção se espera uma redução do emprego em -2,7% (cerca de 50 mil efetivos).



É nos grupos profissionais constituídos por técnicos, especialistas e dirigentes e trabalhadores de serviços pessoais e vendedores, e trabalhadores não-qualificados que se espera um maior crescimento da procura na próxima década, seja em Portugal, seja na União Europeia.

6.4 Alteração estrutural, novos empregos e novas competências /

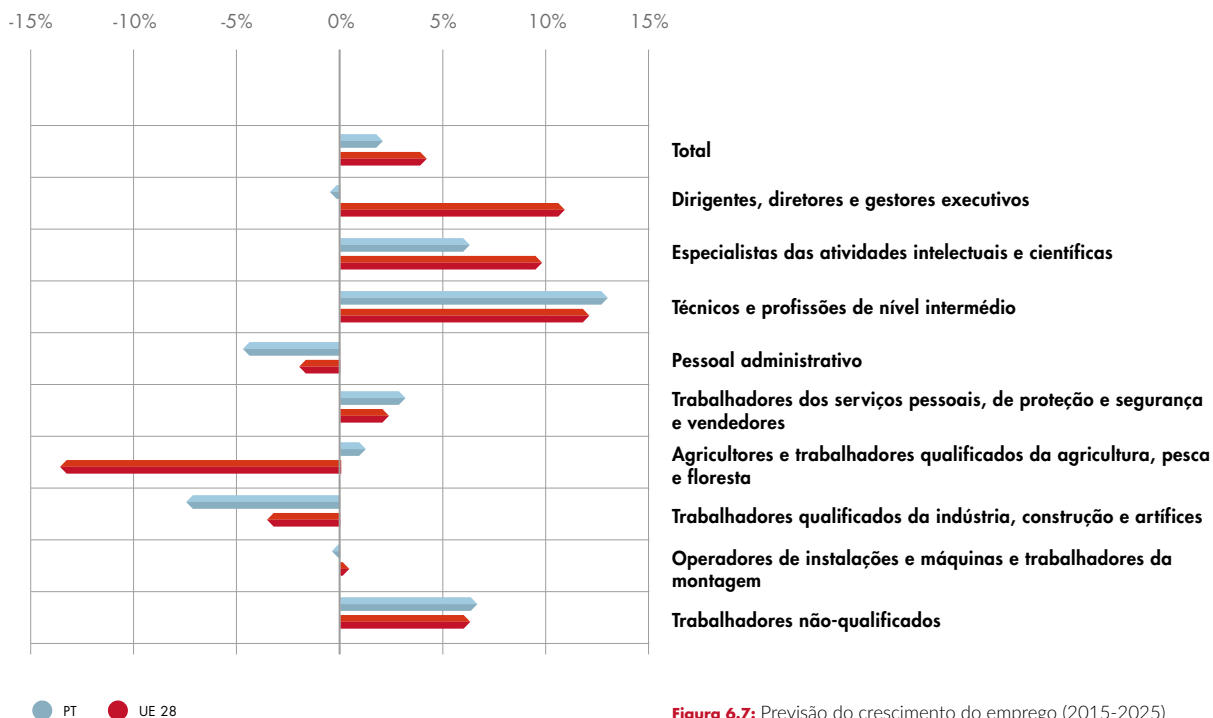


Figura 6.7: Previsão do crescimento do emprego (2015-2025) por grupo profissional.

Fonte: CEDEFOP (2017), *Skills Forecast*. PT: Portugal. UE: União Europeia.

Os desajustamentos no futuro: os défices de qualificação /

O CEDEFOP publica regularmente relatórios-síntese sobre os desajustamentos dos mercados de trabalho nacionais dos países da União Europeia. Para o caso português, o relatório de outubro de 2016, *“Portugal: Mismatch priority occupations occupations”*, identifica as ocupações em que se verificará uma falta de profissionais nos próximos 3 a 4 anos. Entre essas ocupações, encontram-se os profissionais nas áreas das tecnologias de informação e comunicação (TIC): o ritmo de crescimento da procura nesta área é talvez aquele em que se tem verificado um maior dinamismo. Em 2012, 13% das empresas criadas em Portugal estavam relacionadas com o setor das TIC. Antecipa-se que a expansão da oferta atual na área não será suficiente para responder às necessidades da procura, o que poderá limitar a opção de localização em Portugal de multinacionais do setor, nomeadamente associadas a processos de *“nearshore”*, através de centros de serviços partilhados e de serviços em regime de *outsourcing*. O potencial de Portugal neste setor poderá ficar comprometido

caso não se invista em cursos adicionais, superiores ou profissionais, de forma a reduzir o hiato no mercado de trabalho.

Outro grupo de ocupações em que se prevê a falta de profissionais (de que já existem sinais de estar a acontecer) é o dos engenheiros e técnicos nas áreas das ciências físicas e de controlo de processo. A reconversão tecnológica observada na indústria, particularmente nas regiões Norte e Centro, onde a modernização das empresas em setores tradicionais, e o crescimento de empresas em novos setores, necessita de recursos humanos com as qualificações que permitam a substituição da mão de obra atual, bem como a expansão das empresas. Convém, no entanto, referir que Portugal já apresenta uma percentagem de diplomados nas áreas das ciências e engenharias (24% dos licenciados e 28% dos mestres em 2014), superior à média dos países da OCDE (22% dos licenciados e 21% dos mestres) – ver Figura 6.8.

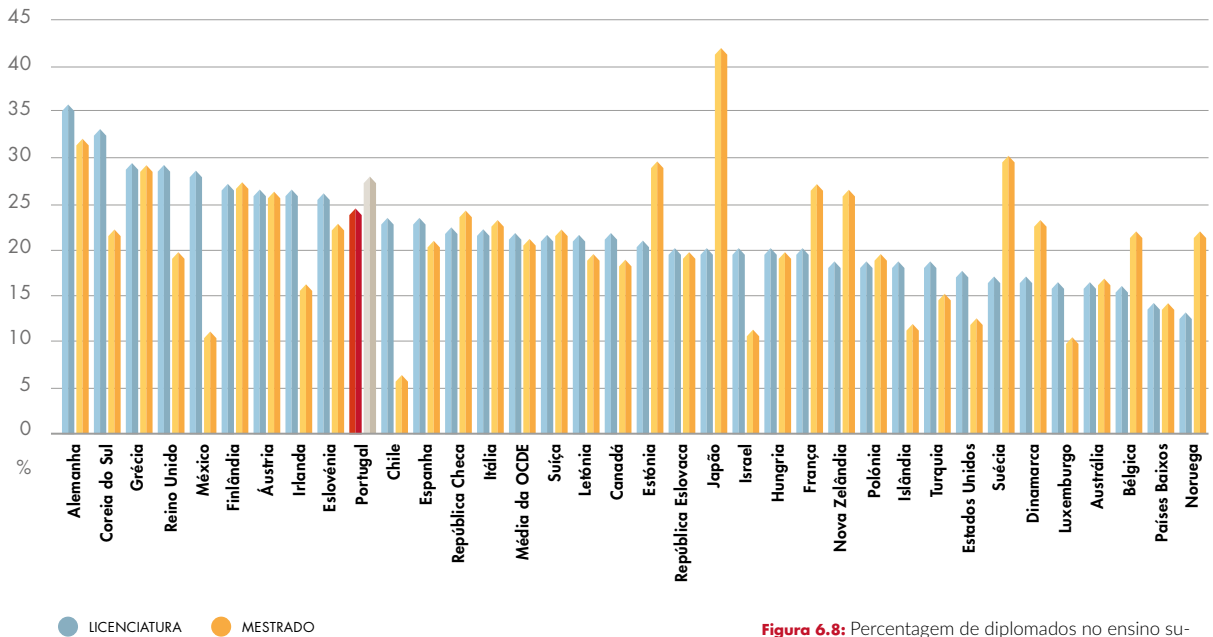


Figura 6.8: Percentagem de diplomados no ensino superior nas áreas das ciências e engenharias, em 2014.
Fonte: OCDE – Education at a Glance 2016: Tabela A3.1.

Uma estimação do prémio salarial do ensino profissional /

De forma a corrigir os desajustamentos do mercado de trabalho que descrevemos na secção anterior e eliminar as ineficiências que daí resultam, é essencial que a oferta de qualificações responda à procura das empresas. Para além de quadros superiores para funções de gestão ou de elevada especialização técnica, as empresas procuram quadros técnicos intermédios com formação adequada às suas necessidades. Se o ensino superior português tem conseguido responder às primeiras necessidades, indicadas na secção anterior, apesar das lacunas já indicadas, o ensino secundário de natureza profissional terá um papel determinante para dar respostas ao segundo conjunto de necessidades. Adicionalmente, mesmo que se consiga atingir o objetivo constante na estratégia Europa 2020 de atingir os 40% da população na faixa etária dos 30-34 anos com um diploma do ensino superior, ficam ainda 60% da população ativa jovem cujas competências profissionais deverão ser ajustadas à procura esperada. Assim, o objetivo de atingir uma proporção de 50% dos alunos do ensino secundário matriculados em modalidades de ensino profissionalizante de dupla certificação, inscrito no Portugal 2020, é não só ambicioso, mas também desejável.

A análise do prémio salarial dos trabalhadores que concluíram o ensino secundário via escolas profissionais dá-nos mais um exemplo da importância da adequação das competências à procura do mercado para este tipo de profissionais. Na Figura 6.9, representamos a diferença salarial dos trabalhadores que concluíram o ensino secundário pelas vias técnico-complementar, técnico-profissional e escolas profissionais relativamente aos trabalhadores que concluíram o ensino secundário seguindo a via de cursos científico-humanísticos.

Considerando a amostra dos Quadros de Pessoal utilizada nestes cálculos, observamos que, em 2015, dos indivíduos com o secundário concluído e com uma idade entre os 23 e os 27 anos – a escolha deste intervalo procura minimizar a existência de trabalhadores que estão a trabalhar e no ensino superior –, 78,3% seguiram a via científico-humanística, 9,2% seguiram a via técnico-complementar, 9,4% seguiram a via técnico-profissional e 3,2% seguiram a via das escolas profissionais.

Os dados mostram que os alunos que concluíram o ensino secundário via escolas profissionais registaram,

no período em análise, um prémio salarial significativo, sempre superior a 4%. Este prémio salarial aumentou de forma significativa a seguir a 2008, atingindo um valor máximo de 9,7% em 2011. No caso do ensino técnico-profissional, o prémio salarial diminuiu de 6%, em 2006, para cerca de 4%, em 2015. O prémio associado a ambas as opções de ensino registou uma quebra pronunciada em 2012, seguido de uma retoma nos anos seguintes.

Os dados mostram que os alunos que concluíram o ensino secundário via escolas profissionais registaram, no período em análise, um prémio salarial significativo, sempre superior a 4%. Este prémio salarial aumentou de forma significativa a seguir a 2008, atingindo um valor máximo de 9,7% em 2011.

Destes resultados, podemos concluir que o investimento em educação dos alunos que terminam os seus estudos no final do secundário – isto é, que não prosseguem para o ensino superior – pode ter um retorno mais elevado se houver um alargamento da via profissional do ensino

naquele nível. Torna-se, assim, fundamental criar condições para que os alunos possam fazer uma escolha informada quando concluem o 3.º ciclo do ensino não-universitário, bem como melhorar a oferta do ensino profissional, para que as qualificações aí oferecidas estejam de acordo com as necessidades da economia. Dessa forma, serão criadas condições para a melhoria da empregabilidade dos jovens, para melhores remunerações e para um maior crescimento das empresas.

Um outro problema grave nas qualificações da força de trabalho são as baixas qualificações ou qualificações sem procura no mercado de trabalho da população adulta. Na Figura 6.10, apresentamos, para vários países da OCDE, a percentagem daquela população que participou em ações de formação. Podemos ver que, apesar de se terem registado progressos entre 2004 e 2014, a percentagem da população adulta portuguesa que frequenta esses cursos está entre as mais baixas da OCDE. Há, assim, um espaço muito grande para melhorar as qualificações da força de trabalho portuguesa, criando condições para o crescimento da produtividade e para uma maior rendibilidade do investimento, bem como para diminuir a conflitualidade social resultante da flexibilização das relações laborais.

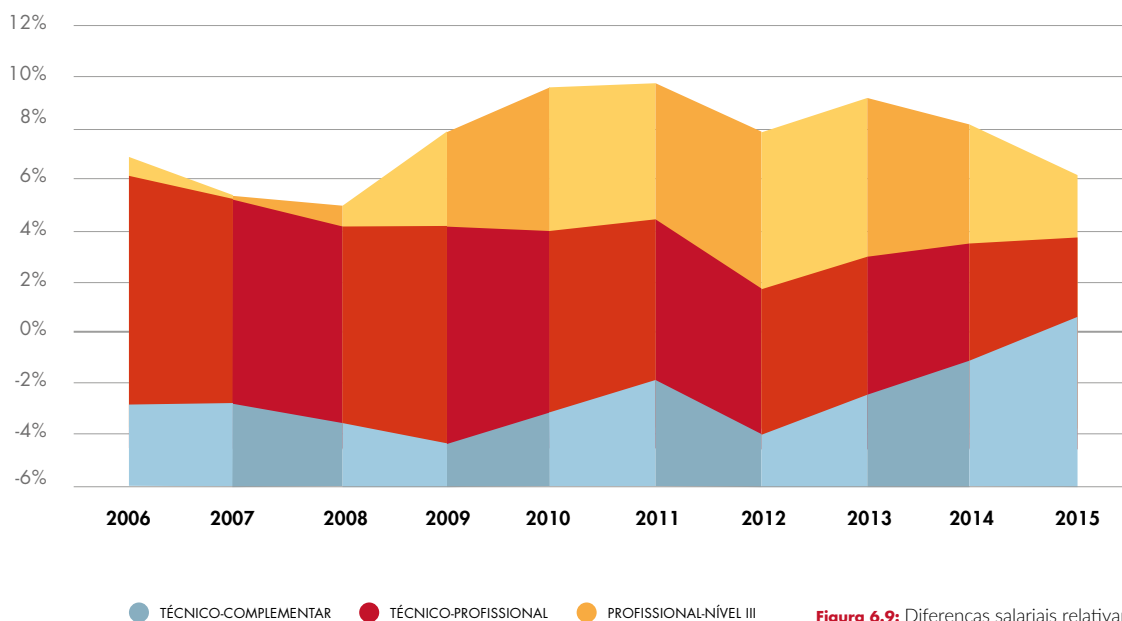
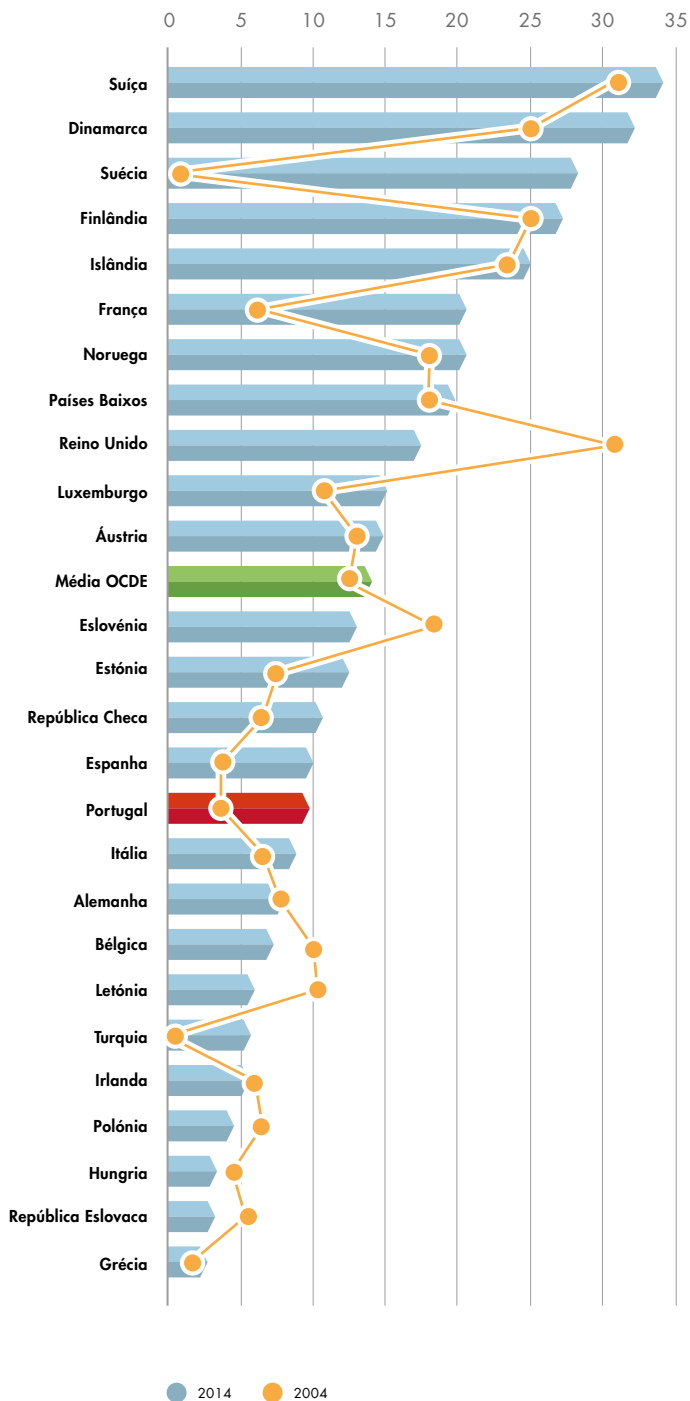


Figura 6.9: Diferenças salariais relativamente ao ensino secundário científico-humanístico.

Fonte: Cálculos dos autores com base nos Quadros de Pessoal, MTSSS.



Apesar de se terem registado progressos entre 2004 e 2014, a percentagem da população adulta portuguesa que frequenta esses cursos está entre as mais baixas da OCDE.

Figura 6.10: Percentagem de trabalhadores adultos que participam em educação e/ou formação por país, 2004 e 2014. **Fonte:** OCDE - World Indicators of Skills for Employment (WISE)⁵⁶.

⁵⁶ <http://www.oecd.org/employment/skills-for-employment-indicators.htm>

Qualidade da organização e da gestão das empresas /

A qualidade da organização e da gestão e a sua importância para a rentabilidade do investimento têm merecido muita atenção, quer da comunidade académica, quer por parte de organizações internacionais e de decisores políticos. É de esperar que a qualidade da organização e da gestão dependa das qualificações dos gestores.

A rentabilização dos investimentos em novas tecnologias exige mudanças nas organizações, em particular na forma de trabalhar. Para serem rentabilizados, os investimentos em computadores, comunicações e *software* exigem, em muitos casos, novos processos de gestão. Para alguns autores, a adoção de novos processos produtivos deveria ser ela própria contabilizada como investimento, sendo um investimento complementar ao investimento em capital físico⁵⁷.

Nicholas Bloom e John van Reenen têm vindo a desenvolver um projeto – *World Management Survey* – que explora o papel das diferenças de produtividade entre países na qualidade da gestão – ver Bloom e Van Reenen (2007)⁵⁸. Estes autores concluem, por exemplo, que as diferenças na qualidade da gestão podem explicar metade das diferenças de produtividade entre as empresas americanas e europeias.

O inquérito, aplicado a milhares de empresas de 40 países, avalia a qualidade de gestão com base nos seguintes aspetos: (i) na capacidade das empresas para obterem informação sobre a sua atividade e de a utilizarem para uma melhoria contínua dos processos; (ii) na definição de objetivos adequados e na concretização das correções necessárias; e (iii) na definição de esquemas de incentivos adequados para os seus recursos humanos, procurando contratar os melhores colaboradores. Estes autores concluem que as práticas de gestão podem desempenhar um papel importante na determinação da produtividade dos países, estando as melhores práticas associadas a empresas com produtividade mais elevada, maiores rentabilidades e taxas de sobrevivência.

Bloom e Van Reenen têm vindo a investigar as causas para a existência de uma grande variabilidade da qualidade de gestão entre países, tendo identificado três fatores que podem influenciar a qualidade da gestão: (i) o grau de concorrência no mercado do produto (quanto maior for a concorrência, melhores serão as práticas de gestão); (ii) gestão familiar (empresas detidas por famílias e/ou geridas por famílias tendem a apresentar piores práticas de gestão); (iii) o grau de internacionalização das empresas (multinacionais e empresas exportadoras também tendem a apresentar melhores práticas de gestão). Na investigação da produtividade e da capacidade da economia portuguesa para atrair investimento, estas três dimensões devem ser tidas em consideração. Estes resultados são particularmente relevantes para a realidade portuguesa, onde há limitações à concorrência num conjunto significativo de setores, a par de uma estrutura empresarial dominada por PME de cariz familiar e com reduzido perfil exportador.

Usando dados para a economia portuguesa, Mion *et al.* (2016) investigam o papel de melhores práticas de gestão e de melhores gestores no desempenho das empresas. Em particular, aqueles autores analisam o papel dos gestores com experiência em empresas exportadoras e concluem que estes têm um impacto positivo no desempenho das empresas. Nesta linha, utilizando os dados de 2012 dos Quadros de Pessoal, fizemos uma análise da relação entre a escolaridade média dos gestores e a escolaridade média dos trabalhadores dentro da empresa e concluímos que há uma elevada correlação entre ambas. Considerando que a produtividade das empresas depende da qualificação dos trabalhadores, os nossos resultados sugerem que empresas com gestores mais qualificados podem ser mais produtivas, quer porque essas qualificações permitem ganhos de eficiência ao nível da organização, quer porque tenderão a contratar trabalhadores mais qualificados.

⁵⁷ Resultados de Erik Brynjolfsson *et al.* (2002) sugerem que a contabilização das melhorias organizacionais aumentaria o *stock* de capital da economia americana, em 2000, mil milhões de dólares.

⁵⁸ <http://worldmanagementsurvey.org/>

6.5 Conclusão

A natureza do progresso tecnológico recente alterou a relação entre o capital e o trabalho. A expansão da digitalização dos processos e das tecnologias de automação requer recursos humanos capazes de realizarem tarefas mais complexas, não-rotineiras, com capacidade analítica e competências de relacionamento interpessoal. Para que Portugal possa atrair investimento de qualidade que impulse a transformação estrutural desejada, é necessário que o sistema de educação e formação dê resposta a estas necessidades das empresas em termos de capital humano, aproveitando as capacidades atuais e potenciais da população ativa portuguesa.

Após um processo de massificação do ensino, necessário e desejável, e de uma recessão económica profunda, surgem cada vez mais sinais de desajustamento entre as competências requeridas pelas empresas e as qualificações oferecidas pelos trabalhadores. Os fenómenos de desajustamento do mercado de trabalho evidenciam que a competitividade do tecido económico não resulta de forma automática na acumulação de recursos humanos qualificados: é necessário que a esta oferta corresponda uma procura de qualificações por parte das empresas que valorize o investimento realizado em formação. O problema do desajustamento entre oferta de qualificações e necessidades das empresas pode ser também traduzido num problema de coordenação entre as decisões de investimento das empresas e as escolhas de áreas de formação por parte dos jovens, em que as segundas são realizadas em momentos e enquadramento diferentes das primeiras. Este desajustamento é um problema atual da economia portuguesa que se traduz em dificuldades de sustentar o crescimento de um número considerável de empresas em setores mais dinâmicos, relevantes para a consolidação do crescimento económico recente.



Políticas públicas e investimento empresarial

- 7.1** Investimento: quantidade *versus* qualidade
- 7.2** Fiscalidade empresarial
- 7.3** Produtividade: capital humano e mercado de trabalho
- 7.4** Investimento empresarial em I&D
- 7.5** Dinamismo empresarial
- 7.6** Nota final

No século XXI, a economia portuguesa entrou num regime de baixo crescimento económico e de divergência relativamente aos países da UE com níveis de rendimento mais elevados. Esta paragem no crescimento aconteceu numa fase em que o rendimento *per capita* é cerca de 70% do rendimento dos países mais ricos. Isto é, a paragem no crescimento aconteceu numa fase em que a teoria económica sugere que a economia portuguesa estaria ainda numa fase de *catching-up*. A longa estagnação da economia portuguesa deverá, por isso, refletir a presença de elementos bloqueadores do processo de convergência que impedem a economia portuguesa de se tornar tão produtiva quanto as economias mais avançadas.

O crescimento de longo prazo das economias depende da sua capacidade de canalizar os recursos para os setores com maior dinâmica de crescimento. A causa do baixo crescimento da economia portuguesa é, na nossa perspetiva, o bloqueio à necessária alteração estrutural a favor dos setores mais dinâmicos. Esse bloqueio resultou, por um lado, de políticas públicas erradas e, por outro lado, de decisões de atribuição de crédito que privilegiaram os setores não-transacionáveis.

Neste capítulo, partimos da análise dos capítulos anteriores para fundamentar a apresentação de propostas de política que contribuam para promover o investimento e a alteração estrutural da economia portuguesa, de forma a aumentar o seu produto potencial. Na Secção 7.1, debruçamo-nos sobre a questão do *stock* de capital ótimo da economia, salientando o papel do investimento em habitação e do investimento público. Na Secção 7.2, apresentamos propostas no domínio da fiscalidade com vista à promoção do investimento. Na Secção 7.3, discutimos a importância dos recursos humanos e da sua qualificação para a competitividade da economia, bem como das instituições do mercado de trabalho. Na Secção 7.4, descrevemos a importância do investimento em I&D e da sua distribuição por região, setor de atividade e dimensão das empresas. Na Secção 7.5, identificamos e descrevemos as características das empresas mais dinâmicas, cujo crescimento é crucial para a alteração estrutural da economia e para o aumento do produto potencial. Mostramos que uma percentagem elevada daquelas empresas se concentra no setor da indústria transformadora e que representam quotas das exportações e das despesas em I&D significativas. Concluímos com uma nota final.

7.1

Investimento: quantidade *versus* qualidade

A discussão sobre a baixa taxa de investimento da economia portuguesa tem implícita a ideia de que o *stock* de capital existente é insuficiente. No entanto, é extremamente complexo estimar a taxa de investimento ótima. Como vimos no Capítulo 2, nas últimas décadas, o *stock* de capital deu o principal contributo para o crescimento da economia portuguesa. Todavia, isso não significa que mais investimento seja sempre preferível a menos investimento. Na década de 60, as elevadas taxas de investimento da União Soviética geraram receios nos Estados Unidos – que teriam uma taxa de investimento mais baixa – de poderem vir a ser ultrapassados pela superpotência rival. No caso da União Soviética, que viria a implodir no início da década de 90, a história mostrou que a quantidade de capital por si só não garante o crescimento sustentável da economia. A qualidade do capital e a envolvente institucional são fatores cruciais no processo de crescimento e de desenvolvimento das economias – ver, por exemplo, North (2005).

De qualquer forma, a procura de resposta àquela questão levou os economistas a estimarem o *stock* de capital ótimo. Edmund Phelps (1961), que viria a ganhar o prémio Nobel da Economia, estimou o nível ótimo de capital na economia com base na regra de ouro da acumulação de capital, que correspondia ao *stock* de capital que permitiria um nível máximo de consumo. A opção por mais consumo no presente e menos investimento pode resultar num baixo potencial de crescimento. No entanto, um *stock* de capital muito elevado pode resultar em taxas de retorno insuficientes para repor o *stock* de capital que se deprecia durante o processo produtivo, com perdas de bem-estar no longo prazo.

Numa economia, como a portuguesa, em que o PIB *per capita* é ainda bastante inferior ao dos países mais ricos

da UE – ver Capítulo 2 –, causa estranheza que o *stock* de capital por trabalhador em Portugal seja bastante baixo quando comparado com o observado noutros países. Segundo Goretti *et al.* (2013), do Fundo Monetário Internacional, as taxas de investimento elevadas em Portugal nas últimas décadas permitiram que o *stock* de capital por trabalhador aumentasse de cerca de 30% do valor observado nos EUA e na UE a 9⁵⁹ em meados dos anos 1970, para cerca de 50% no final da primeira década do século XXI – um progresso assinalável, mas insuficiente. Ainda segundo Goretti *et al.* – e como referimos no Capítulo 2 –, a produtividade total dos fatores tem crescido menos em Portugal do que nos EUA e na UE a 9, situando-se em cerca de 70% do nível registado nesses países. Goretti *et al.* associam a crise de crescimento da economia portuguesa ao facto de o investimento ter sido direccionado para setores protegidos da concorrência (não-transacionáveis), nos quais o crescimento da produtividade é mais baixo – voltaremos a este tema na Secção 7.4.

Numa economia, como a portuguesa, em que o PIB *per capita* é ainda bastante inferior ao dos países mais ricos da UE, causa estranheza que o *stock* de capital por trabalhador em Portugal seja bastante baixo quando comparado com o observado noutros países.

De facto, os dados do *stock* de capital por trabalhador, apresentados na Figura 7.1, mostram que este toma valores muito baixos quando comparado com os outros países da UE.

⁵⁹ No texto citado, a União Europeia a 9 inclui os seguintes países: Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Holanda, Suécia e Reino Unido.

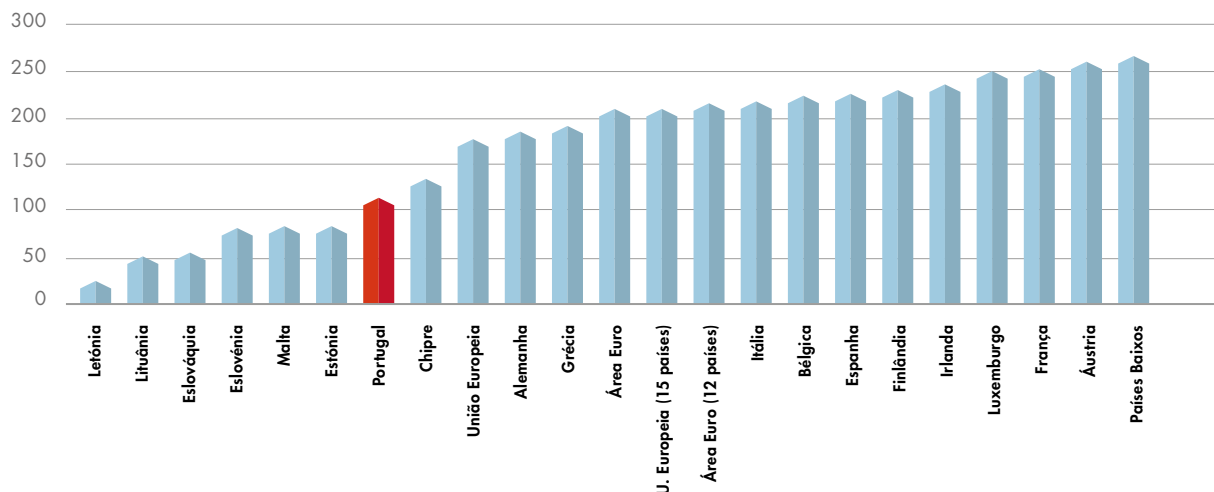


Figura 7.1: Stock de capital líquido por pessoa empregada (valores de 2016 a preços de 2010).

Fonte: AMECO.

A economia portuguesa sofreu importantes alterações estruturais nas últimas décadas, que influenciaram o nível e a distribuição setorial do investimento. Estimar a taxa de investimento ótima nesse contexto é ainda mais complexo. Como vimos no Capítulo 2, um dos aspetos mais relevantes daquelas alterações estruturais (que refletiram a fase de desenvolvimento da economia portuguesa caracterizada por um intenso processo de urbanização e construção de infraestruturas) foi o aumento da importância dos setores da construção e do imobiliário. Vimos também que, desde o início do século XXI, o setor da construção está num processo de contração e que a diminuição do investimento em habitação explica metade da quebra do investimento entre 2001 e 2015. No entanto, se é verdade que esta diminuição tem um efeito recessivo na economia, por outro lado, concluído o ciclo de urbanização iniciado nos anos 60 e dadas as alterações demográficas em curso, do ponto de vista económico a redução do investimento em habitação pode ser “ótima”. Isto é, embora no curto prazo o investimento em habitação e construção

possa produzir estímulos na economia, se este investimento não for justificado pelos fundamentos económicos – e a construção de habitações só pode gerar valor se houver pessoas que desejem viver nelas –, então o resultado será apenas mais excesso de capacidade e a redução do retorno desse tipo de investimentos.

Esta situação não significa que não possa haver uma alteração no mercado de habitação nos médio e longo prazos. A dinâmica da demografia tem muita inércia e é difícil de contrariar nos curto e médio prazos. No entanto, medidas que tornem Portugal um país mais atrativo para viver ou passar férias podem contribuir para valorizar o parque habitacional e os imóveis em geral. Neste âmbito, políticas que atraiam turistas ou novos residentes, permanentes ou temporários, podem contribuir para aumentar o retorno do investimento em habitação e estimular o investimento nos setores da construção e do imobiliário. Nas palavras de Félix Ribeiro, coloca-se o desafio de tornar o setor imobiliário num setor transacionável.

Investimento público /

Os níveis historicamente baixos do investimento público nos últimos anos têm suscitado críticas de vários quadrantes. Na Tabela 7.1, mostramos a evolução do peso da componente pública no investimento ao longo das últimas décadas em Portugal. Os dados da Tabela 7.1 refletem a transformação operada na estrutura da economia portuguesa após a instauração do regime democrático. Com efeito, desde então, o peso do Estado na economia aumentou significativamente. No caso do investimento, o peso da componente pública passou de 11%-12% nos anos 60 e 70 para 17%-18% desde os anos 90. Portanto, o crescimento do investimento beneficiou significativamente do orçamento do Estado, tendo o peso da componente pública deixado de estar claramente abaixo da média europeia, para passar a estar acima (incluindo no período 2001-2016).

A Tabela 7.2 mostra a evolução do peso do investimento público no PIB nos países da Área do Euro a 12. A posição relativa de Portugal alterou-se significativamente

entre os anos 60 e os anos 90: passou de um dos pesos mais baixos (2,7%) para um dos mais elevados (4,6%). Esta alteração estará relacionada com a diferença de nível de desenvolvimento: os países mais ricos desenvolveram as suas infraestruturas mais cedo. No século XXI, o peso do investimento público continuou a estar acima da média da Área do Euro a 12, embora tenha diminuído para 3,5%, claramente abaixo da Grécia (4,5%) e do Luxemburgo (4,2%).

Nos últimos anos, desde a assinatura do Programa de Assistência Económica e Financeira, assinado entre o Governo de Portugal e a *troika*, o investimento público tem sido uma das variáveis que mais têm contribuído para o processo de ajustamento orçamental⁶⁰. De facto, um terço do ajustamento orçamental, entre 2010 e 2014, deveu-se à redução do investimento público e, em 2016, esta variável atingiu valores mínimos desde 1995. Esta situação tem gerado discussões e críticas.

Tabela 7.1

Peso da administração pública na formação bruta de capital fixo (média nos períodos indicados) (%)

	61-70	71-80	81-90	91-00	01-07	01-16
Área do Euro (12)	-	-	-	15	14	14
Bélgica	18	21	17	11	10	10
Alemanha	17	17	13	11	10	11
Irlanda	18	19	16	13	15	14
Grécia	12	11	15	19	22	24
Espanha	11	11	18	19	14	15
Finlândia	18	15	16	19	16	17
França	20	18	20	20	18	18
Itália	14	14	19	15	14	14
Luxemburgo	-	-	-	19	21	21
Holanda	22	21	18	17	19	19
Áustria	22	22	18	14	11	13
Portugal	12	11	14	18	17	17

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

Tabela 7.2

Componente pública da formação bruta de capital fixo em percentagem do PIB (média nos períodos indicados) (%)

	61-70	71-80	81-90	91-00	01-07	01-16
Área do Euro (12)	-	-	-	3,4	3,2	3,1
Bélgica	5,0	5,2	3,5	2,3	2,1	2,2
Alemanha	-	-	-	2,7	2,0	2,1
Irlanda	4,1	4,9	3,5	2,6	3,9	3,2
Grécia	3,0	3,3	3,6	4,3	5,4	4,5
Espanha	2,9	2,7	4,1	4,3	4,1	3,7
Finlândia	4,7	4,2	4,4	4,1	3,6	3,8
França	5,1	4,4	4,4	4,2	3,9	3,9
Itália	3,5	3,5	4,2	3,0	2,9	2,7
Luxemburgo	-	-	3,8	4,1	4,5	4,2
Holanda	6,3	5,1	4,0	3,7	4,0	3,9
Áustria	6,1	6,4	4,5	3,5	2,7	2,9
Portugal	2,7	3,2	4,1	4,6	4,2	3,5

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da AMECO.

No entanto, depois de um longo ciclo de obras públicas, que permitiu a Portugal posicionar-se nos lugares cimeiros em termos da qualidade das suas infraestruturas – por exemplo, o *Global Competitiveness Report* de 2017 coloca Portugal na posição 18 (22 em 2016) de entre todos os países, com uma pontuação de 5.6 (5.5 em 2016) em 7 – o investimento público não tem hoje a mesma importância que teve nas décadas anteriores, em que era urgente recuperar o atraso estrutural nessa dimensão⁶¹.

Ou seja, o facto de o investimento público estar hoje em valores mínimos não parece constituir um problema para a competitividade da economia, pois num período bastante recente vivemos um longo ciclo de grandes obras públicas e de obras efetuadas através da realização de contratos de parcerias público-privadas, que permitiu ultrapassar um grave problema estrutural da economia. No contexto de fortes restrições financeiras

e de elevada despesa e dívida pública, todos os investimentos públicos devem obedecer a análises criteriosas, em particular dos seus efeitos no produto potencial.

Concluindo, dadas as dificuldades em estimar a taxa ótima de investimento, as políticas de promoção do investimento devem focar-se mais na qualidade do investimento, que deve ser aferida pela sua capacidade de aumentar a produtividade da economia e o seu potencial de crescimento. Nesse sentido, as políticas públicas devem dar particular atenção ao seu impacto na alteração estrutural da economia no sentido do favorecimento dos setores com maior potencial de crescimento. Como vimos no Capítulo 2, numa economia com elevados níveis de endividamento e com uma população em acelerado envelhecimento, os setores com maior potencial de crescimento são os setores transacionáveis.

⁶⁰ Ver, por exemplo, Alexandre *et al.* (2016).

⁶¹ Alfredo Marvão Pereira, em 2016, coordenou um estudo, para a Fundação Francisco Manuel dos Santos, sobre investimentos em infraestruturas, disponibilizando uma base de dados exaustiva.

7.2

Fiscalidade empresarial

Antes de entrarmos na apresentação de algumas medidas de política fiscal com vista ao fomento do investimento, convém vincar que ao sistema tributário se pede, em regra, demasiado – ver, por exemplo, Xavier de Basto (2004). Quer-se um sistema que seja, ao mesmo tempo, equitativo, neutro quanto às decisões dos agentes económicos, simples de aplicar, internacionalmente competitivo e que gere a receita necessária para suportar a despesa pública. Infelizmente, a preferência por um daqueles objetivos contende, em regra, com os outros, emergindo assim a necessidade de escolhas políticas que são quase sempre de extrema complexidade, com vista a encontrar-se um ponto de equilíbrio – ver, por exemplo, Slemrod e Bakija (2008).

Assim, num contexto de exigente consolidação orçamental, a discussão de temas como a competitividade internacional do sistema fiscal ou de incentivos ao investimento torna-se ainda mais complexa.

Competitividade da carga fiscal /

Na análise efetuada no Capítulo 5, concluímos que Portugal não é uma economia fiscalmente competitiva a nível internacional no que respeita à taxa de tributação dos rendimentos empresariais. O inquérito aos empresários do *World Economic Forum* de 2017 identifica a fiscalidade como o fator mais problemático para fazer negócios em Portugal. A taxa “*all in*” – que inclui a taxa nominal e as derramas – está acima da média da OCDE, reduzindo a atratividade fiscal do País.

Portugal não é uma economia fiscalmente competitiva a nível internacional no que respeita à taxa de tributação dos rendimentos empresariais. Nesse sentido, considera-se que a redução progressiva da derrama estadual – que atinge 7% para lucros superiores a 35 milhões de euros –, até a anular, deveria constituir um primeiro aspeto a considerar na política fiscal.

Nesse sentido, considera-se que a redução progressiva da derrama estadual – que atinge 7% para lucros superiores a 35 milhões de euros –, até a anular, deveria constituir um primeiro aspeto a considerar na política fiscal.

Também o campo de aplicação da tributação autónoma em sede do IRC se tem vindo a ampliar, constituindo um ónus adicional à taxa nominal e às derramas e é também fator de redução de competitividade fiscal. A sua estabilização e sua posterior redução devem ser temas a ponderar.

No domínio da determinação do lucro tributável, Portugal introduziu, nos últimos anos, medidas que modernizaram e tornaram a tributação empresarial mais alinhada com os nossos principais parceiros económicos. Os regimes de *participation exemption*, de incentivo aos ativos intangíveis, de tratamento de depreciações e imparidades, de consolidação fiscal dos lucros tributáveis dos grupos de sociedades são disso exemplo. Todavia, há a salientar que:

- i. O regime de *participation exemption*, importante para investidores internacionais e para investidores portugueses que se queiram internacionalizar, compara desfavoravelmente com outros países europeus e deveria ser ponderada a sua aproximação;
- ii. O tratamento contabilístico e fiscal dos ativos intangíveis com vida útil indefinida deveria ser idêntico, pois a amortização fiscal é apenas metade da que é reconhecida contabilisticamente;

iii. Portugal deve estar particularmente atento à evolução da aplicação na UE das recomendações antievasivas do projeto BEPS da OCDE. A adoção de tais recomendações não se deve antecipar à adoção por outros países, sob pena de o nosso país reduzir o seu grau de atratividade fiscal.

O regime português de reporte de prejuízos – que é importante para investidores cujos projetos geram inicialmente perdas avultadas – é um dos mais restritivos da UE. O retrocesso recente de 12 para 5 anos, visando evitar perda de receita, é prejudicial como indicador fiscal a avaliar pelos investidores.

Incentivos fiscais para o reforço dos capitais próprios /

A tributação empresarial tem vindo a caminhar para um progressivo rebalanceamento no tratamento fiscal da dívida e do capital próprio. Com efeito, a limitação à dedutibilidade dos encargos financeiros que consta do CIRC foi acompanhada de incentivos ao capital próprio, como sejam a dedução de uma remuneração nocional do capital social, a dedução por lucros retidos e reinvestidos e o programa Semente. São medidas que se salientam como contributos fiscais para a resolução do problema da subcapitalização de muitas unidades do nosso tecido empresarial.

Simplificação e transparência nos processos fiscais /

De salientar que constituem queixa recorrente dos investidores o grau de complexidade do sistema, a instabilidade legislativa, a sobreposição de regras nacionais e internacionais. Em nosso entender, tais problemas são comuns aos sistemas tributários do mundo desenvolvido. Na verdade, face a uma realidade económica em permanente mutação, a lei não pode alhear-se de novos fenómenos, sob pena de se abrir a porta a esquemas de planeamento abusivo. Assim, aspetos como o controlo dos preços de transferência, da neutralidade fiscal das fusões e da aplicação de outras cláusulas antielisivas têm vindo a intensificar-se na OCDE, e não se espera que tal tendência se esbata.

Porém, serão positivos para o investimento todos os esforços que os decisores políticos e os técnicos da Autoridade Tributária e Aduaneira (AT) possam efetuar no sentido da aplicação de regras de análise uniformes, minimização das alterações fiscais nos Orçamentos do Estado e melhoramento do mecanismo de relacionamento institucional entre a administração fiscal e os investidores.

No contexto institucional, desde há largos anos que Portugal é sistematicamente muito mal classificado em *surveys* internacionais relativamente ao prazo de

resolução de litígios. O reforço de meios dos tribunais fiscais e a ponderação do alargamento dos limites atualmente existentes na arbitragem fiscal devem ser vetores de política a considerar no curto prazo.

O reforço de meios dos tribunais fiscais e a ponderação do alargamento dos limites atualmente existentes na arbitragem fiscal devem ser vetores de política a considerar no curto prazo.

Ainda neste contexto, a relação da AT com os contribuintes é um outro fator importante para os investidores. Como se referiu na análise, vetores de atuação neste domínio poderão ser:

i. A atividade inspetiva da AT é atualmente realizada num contexto em que é evidente uma busca clara de pretextos para efetuar correções ou ajustamentos a favor do Estado, pois a avaliação do desempenho de organismos internos da AT e dos seus agentes individuais leva fortemente em conta o montante das correções efetuadas. Tal contribui para criar um clima

pouco propício à cooperação entre as empresas e a AT. É desejável a mudança de cultura organizacional;

- ii. Num número não despidendo de casos, correções fiscais efetuadas em sede de fiscalização vão contra jurisprudência dos tribunais. Tal incrementa a litigância, consome recursos à AT e aos contribuintes e leva a processos que se arrastam durante anos nos tribunais, com escassas probabilidades de êxito para a AT. A difusão pelos serviços da AT de informação sobre estas situações pode evitar desperdício de recursos inspetivos e litígios desnecessários;
- iii. A existência de manuais explicativos da aplicação da lei fiscal, ou de códigos comentados com exemplos práticos que a AT bem conhece, serviriam de apoio aos contribuintes, evitando muitas dúvidas e redu-

zindo a sobrecarga a que os serviços de atendimento da AT estão sujeitos;

- iv. Os prazos de emissão de informações vinculativas poderiam ser reduzidos, contribuindo para a certeza na aplicação da Lei, minorando a probabilidade de litígio. Claro que os dois tópicos que se acabam de focar requerem recursos de que AT se possa socorrer. Mas não se pode prestar um bom serviço ao investidor, em especial a entidades internacionais, sem que os serviços tributários tenham meios para responder com brevidade e qualidade às questões que as empresas suscitam. Além de que esses investidores têm termo de comparação com outras administrações fiscais, nomeadamente dos países onde desenvolvem atividades.

Benefícios fiscais ao investimento /

O conjunto de benefícios fiscais ao investimento (conjugados com os incentivos de natureza financeira criados no âmbito do programa Portugal 2020) que constam quer do CIRC, quer do EBF dotam Portugal de um apreciável número de medidas de apoio tributário ao investimento. Porém, os nossos principais competidores na captação de investimento também oferecem apoios de semelhante natureza. É de referir, como medida positiva, o facto de os benefícios mais importantes – que descrevemos no Capítulo 5 – estarem excluídos da regra limitadora que consta do artigo 92.º do CIRC.

Ainda assim, e a breve prazo, poderiam as entidades competentes analisar a panóplia de incentivos existentes em sede de IRC e avaliar os que, tendo expressão marginal, não justificam a sua continuidade. Alguma redução de despesa fiscal que daí possa resultar gerará capacidade de reforço para os programas existentes que se tenham revelado importantes para os investidores.

Os benefícios fiscais de apoio ao investimento poderiam, caso as regras europeias o permitam, ser modulados em função da atividade exportadora das empresas que a eles acedem.

7.3

Produtividade: capital humano e mercado de trabalho

Como vimos no Capítulo 6, após um processo de massificação do ensino, necessário e desejável, e de uma recessão económica profunda, surgem cada vez mais sinais de desajustamento entre as competências requeridas pelas empresas e as qualificações oferecidas pelos trabalhadores. Os fenómenos de desajustamento do mercado de trabalho evidenciam que a competitividade do tecido económico não resulta de forma automática da acumulação de recursos humanos qualificados. É necessário que a esta oferta corresponda uma procura de qualificações por parte das empresas que valorize o investimento realizado em formação.

Os fenómenos de desajustamento do mercado de trabalho evidenciam que a competitividade do tecido económico não resulta de forma automática da acumulação de recursos humanos qualificados.

O problema do desajustamento entre oferta de qualificações e as necessidades das empresas pode ser também visto como um problema de coordenação entre as decisões de investimento das empresas e as escolhas de áreas de formação por parte dos jovens, em que as segundas são realizadas em momentos e enquadramento diferentes das primeiras. Este desajustamento pode pôr em causa o crescimento sustentável dos setores mais dinâmicos – que caracterizamos abaixo –, relevantes para a consolidação do crescimento económico recente.

Sala-i-Martin *et al.* (2016), num artigo no último relatório do *Global Competitiveness Forum do World Economic Forum*, discutem a revisão dos fatores de competitividade das economias à luz da 4.^a Revolução Industrial. Aqueles autores consideram que um aspeto fundamental do sucesso das economias será a sua capacidade de serem suficientemente ágeis para se

adaptarem às mudanças e responder de forma rápida e eficaz aos choques. Na perspetiva daqueles autores, aquela capacidade de adaptação e reação à mudança vai depender, entre outros fatores, da educação e das competências da força de trabalho, bem como da flexibilidade do mercado de trabalho.

A massificação e o recurso a tecnologias baseadas na digitalização, inteligência artificial, robótica e automação, seja na indústria seja nos serviços, estão a alterar o perfil da procura de trabalho em desfavor de ocupações intensivas em tarefas rotineiras, isto é, ocupações cujas funções seguem um conjunto de procedimentos bem definidos, codificáveis, e, como tal, passíveis de serem substituídas ou por equipamentos computadorizados ou pela sua deslocalização para países com vantagens comparativas em termos do custo da mão de obra.

Para que Portugal consiga obter o máximo benefício da revolução tecnológica em curso, necessita de uma força de trabalho dotada das competências por ela exigidas.

Ajustamento da oferta no ensino superior /

No relatório CEDEFOP (2016), “*Portugal: Mismatch priority occupations*”, referido no Capítulo 6, são identificadas ocupações em que se verificará uma falta de profissionais nos próximos 3 a 4 anos, destacando-se os profissionais nas áreas das tecnologias de informação e comunicação (TIC). Antecipa-se que a expansão da oferta atual não será suficiente para responder às necessidades da procura, o que poderá limitar a atratividade da localização em Portugal para as multinacionais do setor, nomeadamente as associadas a processos de *nearshore*, através de centros de serviços partilhados e de serviços em regime de *outsourcing*. O potencial de atração de investimento para este setor, nomeadamente IDE, poderá ficar comprometido, caso não se invista na formação nesta área.

No mesmo sentido vão as necessidades identificadas de engenheiros e técnicos nas áreas das ciências físicas e de controlo de processo: a reconversão tecnológica observada na indústria, particularmente nas regiões Norte e Centro, com a modernização das empresas em setores tradicionais e o crescimento de empresas em setores novos, necessita de técnicos quer para corresponder à procura decorrente da substituição da mão de obra atual, quer para permitir a expansão das empresas.

Uma resposta àquelas tendências implica uma capacidade de ajustamento da oferta por parte das instituições de ensino superior.

Reforço do ensino profissional /

No entanto, como vimos no Capítulo 6, não é apenas ao nível do ensino superior que existem desajustamentos na oferta de qualificações face à procura. Também ao nível dos quadros técnicos intermédios estão identificadas necessidades, sendo neste caso essencial a resposta do ensino secundário. A análise do prémio salarial dos trabalhadores que concluíram o ensino secundário via escolas profissionais – que, como vimos no Capítulo 6, chega a ultrapassar os 10% – mostra a importância da adequação das competências à procura do mercado para este tipo de profissionais.

Estes resultados sugerem que o investimento em educação dos alunos que terminam os seus estudos no final do secundário pode ter um retorno significativamente mais elevado se houver um alargamento da via profissional do ensino naquele nível. Torna-se, assim, fundamental criar condições para que os alunos possam fazer uma escolha informada quando concluem o 3.º ciclo, bem como melhorar a oferta do ensino profissional, para que as qualificações aí oferecidas estejam de acordo com as necessidades da economia. Dessa forma, serão criadas condições para a melhoria da empregabilidade dos jovens, para melhores remunerações e para uma melhor resposta às necessidades de mão de obra das empresas.

Formação de adultos e formação ao longo da vida /

No Capítulo 6, identificámos também a necessidade de ultrapassar o problema das baixas qualificações ou

qualificações sem procura no mercado da população adulta. Apesar dos progressos registados nos últimos anos, a percentagem da população adulta portuguesa que frequenta esses cursos está entre as mais baixas da OCDE. Há, portanto, margem para melhorar significativamente as qualificações da força de trabalho portuguesa, criando assim condições para o crescimento da produtividade e para uma maior rendibilidade do investimento.

Será também importante desenvolver o sistema de antecipação das necessidades de qualificação. O sistema atual (SANQ), da responsabilidade da Agência Nacional para a Qualificação e o Ensino Profissional (ANQEP, IP), é, até ao momento, o único instrumento de diagnóstico e de planeamento da rede de oferta formativa de natureza profissional. Este sistema contempla módulos de aprofundamento regional, a uma escala supramunicipal, os quais permitem ter em consideração as especificidades de cada bacia de emprego regional de acordo com as características das empresas e da oferta de formação existente.

Sendo ainda uma experiência recente, é consensual o entendimento de que o aprofundamento regional deveria ser um processo em desenvolvimento contínuo, valorizando uma cultura de participação e de cooperação entre entidades públicas de tutela (IEFP, municípios, ANQEP e Ministério da Educação), operadores de formação e educação e empresas. Adicionalmente, o SANQ está apenas vocacionado para o planeamento da oferta de formação de nível não-superior. Assim, os SANQ regionais deveriam evoluir para modelos em que se incorporasse também a oferta de nível superior, e com maior capacidade na coordenação da oferta formativa existente, seguindo as boas práticas internacionais.

Um mercado de trabalho mais equilibrado /

O capital humano, enquanto fator produtivo, é integrado nas empresas através da mediação do mercado de trabalho e da sua regulação. Uma boa regulação é aquela que contém os incentivos certos para que o resultado final sirva ambas as partes, trabalhadores e empresas. As reformas laborais futuras deverão conduzir a uma diminuição da dualidade e da segmentação, um dos principais motivos para os baixos níveis de formação profissional intraempresa e do crescimento de fenómenos de desajus-

tamento como são a sobrequalificação, o desemprego de longa duração e a elevada percentagem de jovens NEEF.

Um outro conjunto de políticas com impactos no desemprego jovem e de longa duração diz respeito à regulação dos mercados de transporte e habitação. Menores custos de transporte, quer de natureza monetária quer em termos do tempo despendido nas deslocações, e uma política de habitação que torne o arrendamento mais atrativo face à alternativa de aquisição de habitação própria permitirão aumentar a mobilidade geográfica dos trabalhadores, possibilitando o aproveitamento de oportunidades de emprego compatíveis com as suas qualificações num âmbito geográfico mais alargado.

Fiscalidade e recursos humanos /

Como referimos acima, a realização de investimento e a expansão da atividade produtiva assentam cada vez mais numa forte complementaridade com recursos humanos qualificados, que têm grande mobilidade no mercado de trabalho global. A competitividade na fixação e atração desses recursos humanos passa pela capacidade das empresas para oferecerem salários competitivos com os dos seus concorrentes externos, tomando em consideração o nível de fiscalidade sobre esses rendimentos. Como também vimos acima, algumas áreas profissionais, como as ligadas à engenharia, vão conhecer uma maior procura nos próximos anos. Estes profissionais vão competir no

mercado global, e a fiscalidade sobre os seus rendimentos vai ser um fator relevante na sua fixação.

O elevado endividamento público e as dificuldades em controlar o aumento da despesa pública têm conduzido a um aumento da carga fiscal, em particular sobre os rendimentos do trabalho. A Tabela 7.3 mostra que a tributação nacional, em sede do IRS, não é competitiva quando comparada, por exemplo, com a existente em Espanha e em França. As taxas marginais próximas de 40% aplicam-se em Portugal a níveis de rendimento coletável claramente inferiores. Em Portugal, um rendimento tributável anual de 40 mil euros é tributado em metade desse valor por uma taxa de 37%, muito acima da tributação nos outros dois países que constam da Tabela 7.3.

Uma forma que tem sido utilizada para obviar a este fator de menor atratividade fiscal consiste na utilização do “regime dos residentes não-habituais”. De acordo com as regras desse regime, definem-se, para os indivíduos, as designadas atividades consideradas de “elevado valor acrescentado” com caráter científico, artístico ou técnico, que relevam para o regime⁶². Os residentes não-habituais com rendimentos enquadrados na categoria A do IRS (trabalho dependente) e resultantes daquelas atividades são tributados à taxa de 20%, evitando-se assim a progressividade do imposto e aplicando-se a esses sujeitos passivos uma carga tributária substancialmente mais leve.

Tabela 7.3

Escalões (€) e taxas marginais do imposto de rendimento pessoal (%), 2016

Portugal		Espanha		França	
Até 7 035	14,50%	Até 9 000	0%	Até 9 710	0%
7 035 a 20 100	28,50%	9 000 a 17 360	24%	9 710 a 26 818	14%
20 100 a 40 200	37%	17 360 a 32 360	28%	26 818 a 71 898	30%
40 200 a 80 000	45%	32 360 a 52 360	37%	71 898 a 152 260	41%
Superior a 80 000	48%	Superior a 52 360	43%	Superior a 152 260	45%

Fonte: OCDE (2017)

⁶² Ver Portaria n.º 12/2010, de 7 de janeiro.

7.4

Investimento empresarial em I&D

A Revolução Industrial tornou o conhecimento e a capacidade de inovar ainda mais centrais para a competitividade das economias – ver, por exemplo, Sala-i-Martin *et al.* (2016). A despesa total em I&D, em percentagem do PIB, tem-se vindo a aproximar da média da UE27. Em 2014, a despesa total em I&D era de cerca de 1,3% do PIB, representando a despesa em I&D das empresas cerca de 0,6% do PIB. O sistema científico e tecnológico português registou progressos muito importantes nas últimas décadas. O grande desafio que hoje se coloca é o da transferência do conhecimento gerado nas universidades e nos seus centros de investigação para a economia. Um importante instrumento para esse fim é o desenvolvimento de projetos em copromoção. Estes projetos com empresas nacionais ou multinacionais podem alterar profundamente a natureza dos investimentos e as condições de competitividade da economia.

O grande desafio que hoje se coloca é o da transferência do conhecimento gerado nas universidades e nos seus centros de investigação para a economia.

Como referimos acima, no Capítulo 2, a estagnação da economia portuguesa é, em parte, explicada pela dificuldade que as empresas tiveram em integrar-se nas cadeias de valor globais (CVG) criadas na sequência da revolução das tecnologias da informação e comunicação. Por outro lado, a sua inserção tem sido em grande medida limitada às etapas da cadeia produtiva com menor relevância em termos de criação de valor acrescentado. De facto, a participação nas CVG potencia uma maior criação de valor quando tem lugar na fase inicial ou na fase final do processo produtivo – ver, por exemplo, Baldwin (2016). Neste contexto, a capacidade de I&D existente nas universidades e nos centros

de investigação pode ser o catalisador da mudança na relação das empresas portuguesas com as CVG. Felizmente, começam a surgir exemplos no domínio da colaboração universidade-indústria com um elevado potencial de criação de valor.

Nesta secção, descrevemos a evolução e a distribuição setorial, regional e pela dimensão das empresas do investimento das empresas em I&D. Na nossa análise, utilizamos a base de dados Inquérito ao Potencial Científico e Tecnológico Nacional (IPCTN) da Direção-Geral de Estatísticas da Educação e Ciência (DGEEC) para as empresas, para os anos de 2010 e 2013. As despesas em I&D incluem despesas de capital e despesas correntes. Destacam-se as despesas com pessoal, que representam cerca de 500 milhões em 2013, correspondendo ao emprego de cerca de 19 mil trabalhadores. Destes trabalhadores, 4% têm doutoramento, 20% mestrado e 70% são licenciados. 92% dos trabalhadores estão integrados nos quadros das empresas.

Entre 2010 e 2013, as despesas em I&D sofreram uma redução de cerca de 15%, passando de 1266 milhões de euros para 1073 milhões de euros. Ligando esta informação à base de dados SCIE do INE utilizada nas secções anteriores, podemos descrever e analisar a evolução e distribuição do investimento em I&D por região, setor de atividade e dimensão da empresa.

Entre 2010 e 2013, as despesas em I&D sofreram uma redução de cerca de 15%, passando de 1266 milhões de euros para 1073 milhões de euros.

O conjunto de empresas que reporta um investimento positivo em I&D corresponde a cerca de 85% do total do investimento registado no IPCTN para as empresas.

Distribuição do investimento em I&D por região /

O investimento em I&D está concentrado nas regiões do Centro, Lisboa e Norte, representando 99% do investimento total em 2010 e 98% em 2013 – ver Tabela 7.4. A quebra no investimento total em I&D resulta da forte quebra do investimento na Região de Lisboa (-38%), dado que entre 2010 e 2013 o investimento em I&D aumentou na Região Centro (+18%) e também na Região Norte (+7%).

Tabela 7.4

Investimento em I&D por região (milhões de euros)

Região	2010	Peso 2010	2013	Peso 2013
Norte	292,4	26%	312,3	34%
Algarve	3,0	0%	3,8	0%
Centro	140,0	13%	164,8	18%
Área Metropolitana de Lisboa	658,4	59%	408,4	45%
Alentejo	13,4	1%	17,9	2%
Açores	0,9	0%	1,8	0%
Madeira	4,1	0%	2,9	0%
Total	1112,2		912,0	

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE e do IPCTN da DGEEC.

Distribuição do investimento em I&D por setores de atividade económica /

Os setores da “Indústria transformadora” e das “Atividades de informação e comunicação” representavam, respetivamente, 70% e 75% do investimento total em I&D em 2010 e 2013. No entanto, entre 2010 e 2013, o investimento em I&D aumentou de forma significativa na “Indústria transformadora”, passando a representar 48% do investimento total em I&D (39% em 2010), e o investimento das empresas do setor “Atividades de informação e comunicação” registou uma diminuição, passando a representar 27% do investimento total em I&D (31% em 2010). O setor “Atividades de Consultoria e Outros” representava 11% do investimento total em I&D em ambos os anos.

Distribuição do investimento em I&D por dimensão da empresa /

A análise da distribuição do investimento das empresas em I&D, tendo em conta a dimensão das empresas, mostra que mais de 50% do investimento é realizado por grandes empresas – ver Tabela 7.5. O peso do investimento em I&D nas microempresas é muito reduzido. Estes dados mostram que o investimento em I&D depende positivamente da dimensão das empresas.

Finalmente, o investimento das empresas em I&D está concentrado nas regiões de Lisboa, Norte e Centro. Entre 2010 e 2013, registou-se uma quebra de 38% no investimento em I&D das empresas de Lisboa e um aumento do investimento em I&D das empresas do Centro e do Norte. Em termos setoriais, o investimento das empresas em I&D concentra-se nas empresas dos setores da “Indústria transformadora” e das “Atividades de informação e comunicação”, representando 75% do total em 2015. No entanto, entre 2010 e 2013, o setor das “Atividades de informação e comunicação” perdeu peso (de 32% do total para 27%), e o investimento em I&D das empresas do setor da “Indústria transformadora” aumentou o seu peso no investimento total de 39% para 48%. As grandes empresas representam mais de 50% do investimento em I&D.

Tabela 7.5

Investigação em I&D por dimensão da empresa (milhões de euros)

	2010 (milhões de euros)	Peso 2010	2013 (milhões de euros)	Peso 2013
[1-9[	28,3	3%	46,0	5%
[10-49[	135,2	12%	163,2	18%
[50-99[	122,7	11%	85,8	9%
[100-249[	178,9	16%	144,4	16%
≥250	647,1	58%	472,6	52%
Total	1112,2		912,0	

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE e do IPTCN da DGEEC.

7.5

Dinamismo empresarial

Como fomos enfatizando ao longo deste trabalho, é fundamental que o investimento flua para onde é mais produtivo e não para setores “rentistas”, protegidos artificialmente da concorrência. Quer as políticas públicas, quer as instituições financeiras devem favorecer o crescimento das empresas e dos setores com maior potencial de transformação da economia e do aumento do seu produto potencial.

Neste campo, é especialmente importante a atuação do setor financeiro, a quem cabe a alocação do crédito aos projetos de investimento. A limpeza do balanço dos bancos portugueses poderá ajudar a libertar recursos para a avaliação de novos projetos de investimento, desejavelmente tendo em mente as lições da crise atual.

Dado o efeito de arrasto que podem ter na economia, é também importante orientar os programas de incentivo ao IDE para setores transacionáveis e para investimentos em novos projetos de raiz (investimentos *greenfield*).

No Capítulo 3, definimos as empresas mais dinâmicas como aquelas que apresentam taxas de crescimento das vendas superiores à mediana do ano ou do setor no ano. Nesta secção, utilizamos aquela definição para descrevermos as características das empresas com maior dinamismo, tendo em conta a sua distribuição por região, por setor de atividade e por dimensão da empresa. Dada a importância do setor exportador para o crescimento sustentado da economia portuguesa, identificam-se também as empresas com maior peso das exportações nas vendas totais e as restrições financeiras por elas sentidas nas decisões de investimento.

A identificação das características das empresas dinâmicas é relevante porque, como vimos no Capítulo 2, o aumento da taxa de crescimento potencial da economia depende de os recursos financeiros serem direcionados para os setores mais dinâmicos e com mais potencial de crescimento. Vimos que esses setores são

essencialmente setores de bens e serviços transacionáveis, que estão associados a taxas de crescimento da produtividade mais elevadas.

Por outro lado, os resultados dos modelos estimados no Capítulo 3 sugerem que os fundos próprios são mais importantes para as decisões de investimento das empresas mais dinâmicas, o que sugere a existência de dificuldades no acesso a financiamento com fundos externos. Estes resultados, embora possam refletir uma opção mais conservadora de gestão financeira das empresas, apontam para a existência de potencial de crescimento baseado numa maior alavancagem do investimento.

Aqueles resultados mostram também a existência de oportunidades para as instituições financeiras, em particular para o setor bancário. Nos casos em que a opção pelo financiamento assente fundamentalmente em recursos próprios resulte de dificuldades na gestão, as instituições financeiras poderão contribuir para ultrapassar essas dificuldades, fornecendo competências técnicas e meios financeiros que permitam um crescimento mais rápido e sustentado das empresas.

No Capítulo 4, analisámos a situação financeira das empresas e concluímos que os níveis de endividamento e os encargos com o serviço da dívida são muito elevados na generalidade das empresas. Num contexto macroeconómico com restrições financeiras, incerteza em relação à sustentabilidade da recuperação da economia iniciada em 2013, de elevado endividamento das empresas e de fragilidade do sistema bancário, é fundamental que os escassos recursos existentes, públicos e privados, sejam alocados aos setores com maior potencial de crescimento. Nesta secção, procuramos dar uma contribuição para a definição de estratégias que permitam a identificação das características das empresas com maior potencial de crescimento económico.

Empresas que crescem mais /

A Figura 7.2 mostra que, em 2015, as empresas com crescimento das vendas superiores à mediana do setor se concentravam na Região Norte (38%), Região de Lisboa (26%) e Região Centro (22%).

A Figura 7.3 mostra a distribuição das empresas com maior crescimento em 2015 por dimensão da empresa. Os dados revelam que 73% das empresas são microempresas e que 23% das empresas têm entre 10 e 49 trabalhadores.

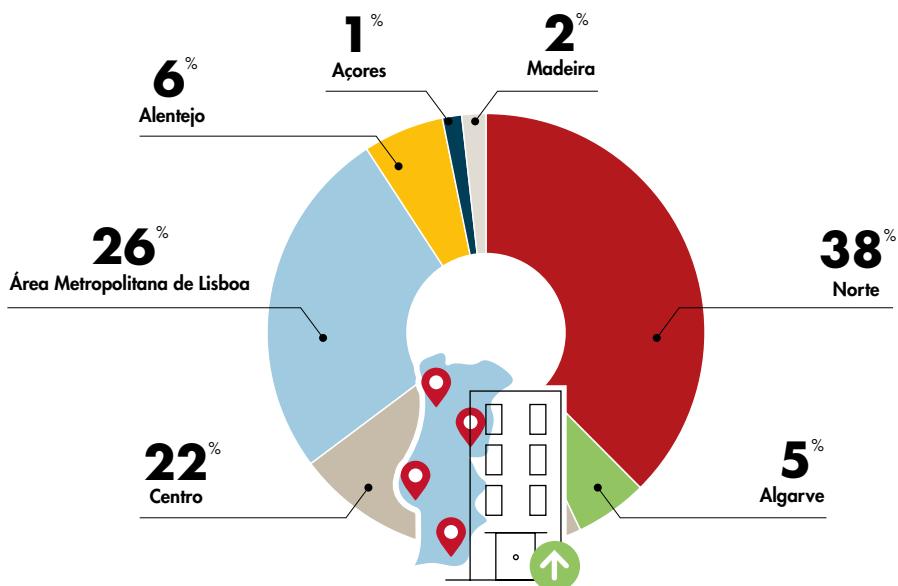


Figura 7.2: Distribuição das empresas que crescem mais por região, 2015 (%).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

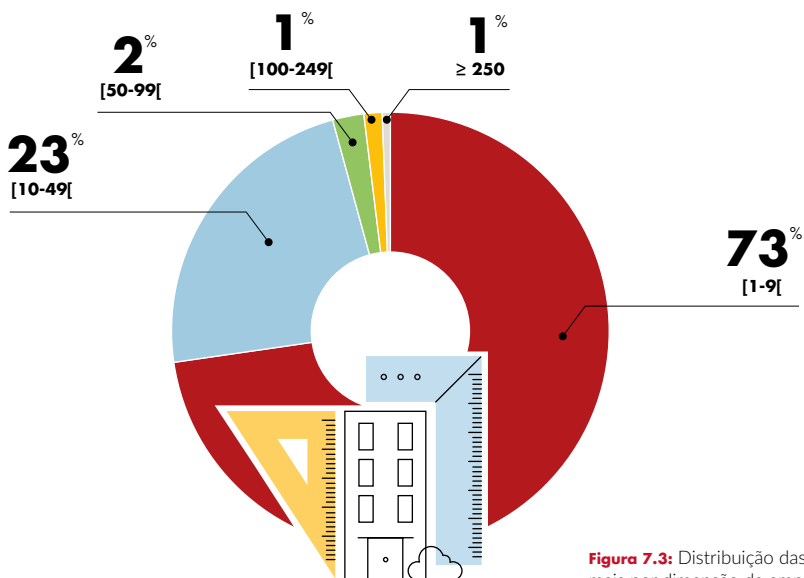


Figura 7.3: Distribuição das empresas que crescem mais por dimensão da empresa, 2015 (%).

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

A Figura 7.4 mostra a distribuição das empresas que crescem mais por setor de atividade. Em termos do número de empresas, destacam-se os setores do comércio (27%), da indústria transformadora (16%), da construção (12%) e do alojamento e restauração (11%).

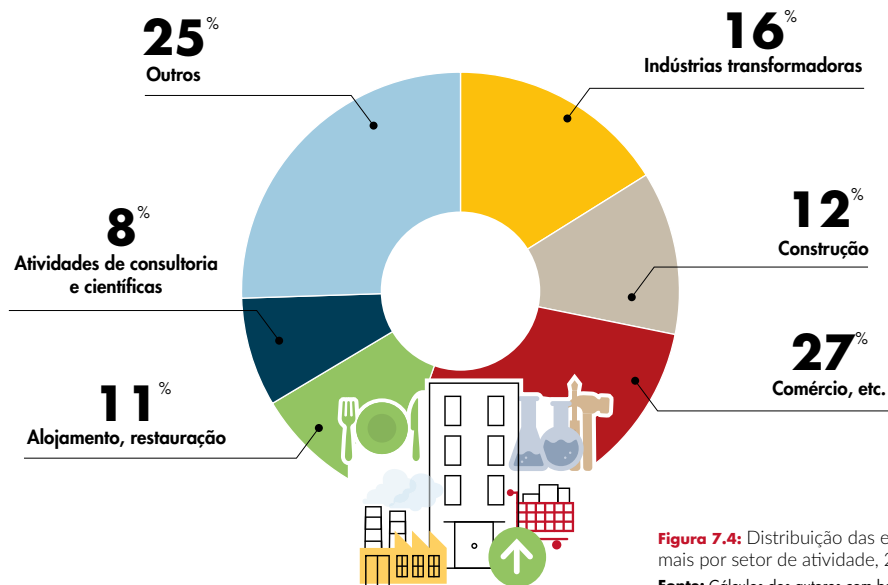


Figura 7.4: Distribuição das empresas que crescem mais por setor de atividade, 2015 (%)
Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Empresas que crescem mais e que são exportadoras /

Uma forma de podermos melhorar a identificação das empresas mais dinâmicas é considerando a interseção das empresas mais dinâmicas com as empresas exportadoras. Na nossa amostra, aquele grupo correspondia a 13.256 empresas em 2015. Estas empresas representavam 15% do emprego, 25% das vendas, 49% das exportações e 30% do investimento em I&D (2013).

Na Figura 7.5, mostramos a distribuição por região daquele grupo de empresas. Concluimos que 48% das empresas mais dinâmicas e que são exportadoras estão situadas na Região Norte, 26% na Região Centro e 19% na Região de Lisboa.

A análise da distribuição do grupo de empresas mais dinâmicas e que são exportadoras por setor de atividade mostra que aquelas empresas estavam concentradas nos setores da “Indústria transformadora” (40% em 2015) e do “Comércio” (45% em 2015). Este resultado leva-nos a refinar ainda mais a nossa grelha, analisando a distribuição por região e por dimensão das empresas pertencentes à “Indústria transformadora” que estão no grupo das empresas que crescem mais e que são

exportadoras. A este propósito, é importante salientar que a “Indústria transformadora” é o setor com maior peso no valor acrescentado externo nas exportações e com muito potencial para aumentar a sua integração em CVG – ver, por exemplo, Amador e Steher (2014). Em 2015, estavam neste grupo 5325 empresas, que representavam 9% do emprego, 10% das vendas, 36% exportações totais e 22% do investimento em I&D.

Neste grupo de empresas, 56% estão localizadas na Região Norte, 30% na Região Centro e 9% na Região de Lisboa. Neste grupo de empresas, o Norte representa 53% do emprego, 47% das vendas e 53% das exportações, e a Região Centro representa, respetivamente, 31%, 29% e 31%.

Adicionalmente, 82% das empresas da “Indústria transformadora” que pertencem ao grupo de empresas que crescem mais e que exportam têm menos de 50 trabalhadores e representam 31% dos trabalhadores, 23% das vendas e 16% das exportações. Em menor número, as empresas com 100 ou mais trabalhadores representam 53% dos trabalhadores, 62% do volume de negócios e 73% das exportações.

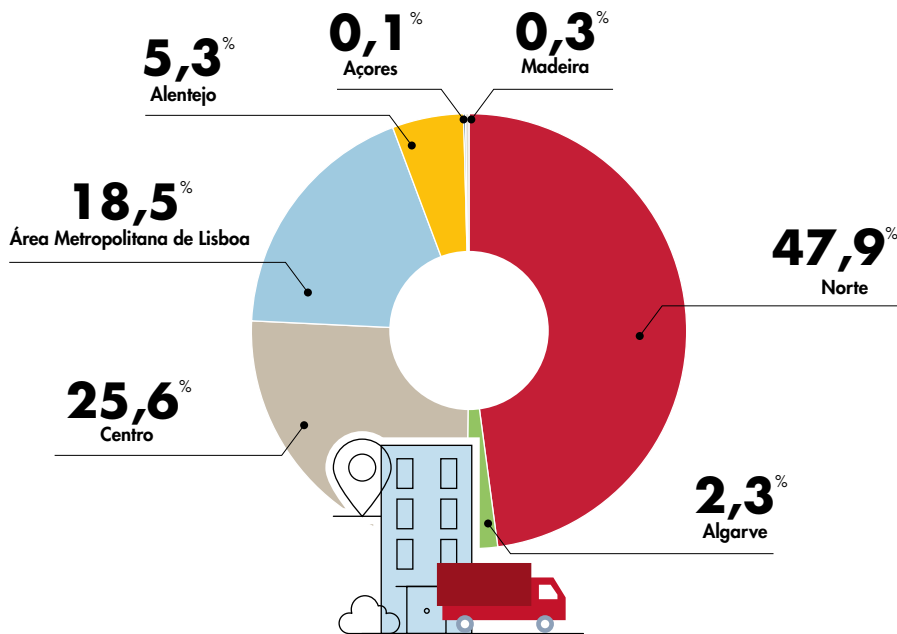


Figura 7.5: Distribuição das empresas mais dinâmicas e exportadoras por região, 2015 (%)

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Caracterização das empresas mais dinâmicas: modelo *Probit* /

Com vista a termos uma caracterização mais completa das empresas mais dinâmicas, estimámos um modelo *Probit* em que a variável dependente assume o valor 1, quando a empresa é classificada como dinâmica, e 0, no caso contrário. Para este efeito, as empresas dinâmicas são as que têm um crescimento acima da mediana do seu setor de atividade e que são, simultaneamente, exportadoras.

Uma vez que 2013 é o último ano para o qual dispomos de dados sobre o investimento em I&D das empresas, e dada a relevância que esta característica das empresas pode ter para o seu dinamismo, estimámos o modelo para este ano e também para 2015 (o ano dos dados mais recentes do SCIE).

Os resultados da estimação sugerem que as empresas que fazem investimento em I&D têm uma probabilidade

de serem mais dinâmicas superior em quase 8 pontos percentuais (pp). Em todos os modelos estimados, as empresas das regiões Norte e Centro apresentam uma maior probabilidade de serem mais dinâmicas por comparação com as empresas da Região de Lisboa, sendo a diferença de cerca de 2 pp. Em relação à dimensão das empresas, observamos que as empresas de menor dimensão têm uma menor propensão a pertencerem ao grupo das empresas dinâmicas. Dito de outro modo, controlando para a região e para o setor de atividade, as empresas com 100 ou mais trabalhadores têm um maior dinamismo.

Em termos de setores de atividade, a “Indústria transformadora” (definida na nossa estimação como categoria-base) surge como o setor de atividade mais dinâmico. Destacam-se pela negativa os setores da “Eletricidade” e “Construção”.

7.6

Nota final

Apresentámos neste capítulo várias propostas com vista a estimular o investimento privado em Portugal. Consideramos que a estagnação da economia portuguesa se deve à existência de obstáculos à alteração da sua estrutura setorial. Nas últimas décadas, quer as políticas públicas, quer as instituições financeiras favoreceram o crescimento dos setores “rentistas” em detrimento das empresas dos setores transacionáveis. O aumento do crescimento potencial da economia portuguesa implica que as empresas que competem nos mercados globais aumentem substancialmente o seu peso na estrutura produtiva. Como vimos acima, as empresas mais dinâmicas são empresas exportadoras e empresas que investem mais em I&D. Adicionalmente, no contexto de contração demográfica, o crescimento da economia terá de passar pela captação de uma maior quota do mercado global.

O sucesso do processo de alteração estrutural dependerá, em boa medida, da afetação dos recursos que o setor financeiro promover. É necessário que as lições da crise sejam aprendidas e que os critérios de concessão de crédito sejam adequados. O elevado número de empresas “zombie” – que descrevemos no Capítulo 4 – requer também um tratamento rápido e eficiente, identificando as empresas que têm condições para uma recuperação sustentável e eliminando as empresas inviáveis. De facto, na alocação do crédito (e também na definição das políticas públicas), tão ou mais importante do que apoiar as empresas com maior potencial de crescimento é afastar do mercado as empresas sem condições para competirem no mercado global – ver, a este propósito, a descrição do processo de desenvolvimento nos países do Leste Asiático por Joe Studwell (2014).

No domínio das políticas públicas, mostramos que existe uma forte concorrência internacional no domínio fiscal. Neste âmbito, mais do que inovar, o importante é não ficar para trás relativamente ao que é feito nos países que competem pelos mesmos projetos de investimento. No sentido de contribuir para a alteração estrutural da economia preconizada neste trabalho, deveriam ser exploradas formas de favorecer fiscalmente as empresas exportadoras.

A necessidade de melhorar a competitividade fiscal da economia não se faz sentir apenas no âmbito empresa-

rial. De facto, numa economia globalizada em que os quadros altamente qualificados circulam com grande facilidade, a tributação dos rendimentos do trabalho revela-se também uma variável crucial para a atração e rendibilidade do investimento em capital das empresas.

No entanto, a melhoria da competitividade fiscal da economia portuguesa pressupõe mudanças estruturais na sustentabilidade das finanças públicas. Esta é uma condição essencial para a confiança dos investidores. Na ausência de um processo de consolidação orçamental credível, os investidores anteciparão aumentos de impostos futuros, ou seja, uma deterioração da competitividade fiscal da economia portuguesa, num quadro de instabilidade económica, política e social.

As políticas públicas que procuram alterar a natureza das instituições têm um grau de complexidade superior, tanto na fase de especificação, como na fase de aplicação. Adequar a oferta do ensino superior às necessidades das empresas ou reforçar o ensino profissional exigem mudanças profundas na organização dos sistemas de ensino, com efeitos que só se farão sentir nos médio e longo prazos. As propostas aqui apresentadas servem, portanto, como um repto para que se pense sobre como melhorar o desempenho das instituições portuguesas nas dimensões aqui sugeridas, dados o contexto e os problemas que fomos identificando ao longo deste trabalho.

Finalmente, ainda em relação ao enquadramento institucional, há um aspeto que nos parece ser essencial para o futuro próximo do País: o suporte à permanência de Portugal na Área do Euro. O suporte (popular, partidário e internacional, nomeadamente do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia) à permanência de Portugal na Área do Euro constituirá, para os investidores, uma condição indispensável para a realização de investimentos significativos em Portugal. Sem esse suporte, o investimento em Portugal teria diminuído ainda mais do que aconteceu nos últimos anos. Assim, é no contexto da pertença à Área do Euro, com as restrições e oportunidades que ela propicia, que as medidas para estimular o investimento e o crescimento devem ser propostas.



Anexo

Descrição da base de dados Sistema de Contas Integradas das Empresas do Instituto Nacional de Estatística

Nos Capítulos 3, 4 e 7, utilizamos a base de dados Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE) do Instituto Nacional de Estatística (INE) para descrever e analisar o comportamento de investimento das empresas, utilizando dados anuais para o período de 2010-2015.

De acordo com o INE, “o objetivo principal do SCIE consiste na caracterização anual do comportamento económico-financeiro das empresas, através de um

conjunto de variáveis com relevância significativa para o setor empresarial e de rácios económico-financeiros, de utilização corrente na análise financeira empresarial, permitindo assim analisar e aferir a evolução da atividade económica empresarial”.

Da informação original são excluídos os empresários em nome individual, o que resulta num total de 515 729 empresas, o que corresponde a 2 166 574 observações ao longo dos 6 anos em análise. Neste subconjunto, em 2015 constam 372 201 empresas, por comparação com 360 409 em 2010. O número mínimo de empresas no período foi de 354 895 em 2012.

A medida da dimensão da empresa utilizada neste trabalho é dada pelo número de pessoas e não pelo número de pessoas remuneradas. Consideramos 5 categorias para a dimensão da empresa: até 9 trabalhadores; entre 10 e 49 trabalhadores; entre 50 e 99 trabalhadores; entre 100 e 249 trabalhadores; e 250 ou mais trabalhadores.

Consideram-se como definição da região as 7 regiões NUTS 2: Açores; Alentejo; Algarve; Área Metropolitana de Lisboa; Centro; Madeira; e Norte.

Na análise, consideramos os setores de atividade ao nível da classificação “1 letra”, o que corresponde a 17 setores de atividade⁶³.

Na amostra original, em 2015, o número médio de trabalhadores por empresa é de 7,3, com um desvio-pa-

drão de 83, o que indicia uma dispersão considerável na dimensão das empresas. 50% das empresas têm no máximo 2 trabalhadores; os percentis 75, 90 e 99 são, respetivamente, 4, 10 e 77. A dimensão máxima das empresas é de 23 815 trabalhadores. Estes valores são estáveis entre 2010 e 2015. Em 2010, a dimensão média era de 7,8 (desvio-padrão de 85), a mediana mantém-se nos 2, ao passo que os percentis 75, 90 e 99 eram de 5, 12 e 81, respetivamente.

Na construção da amostra utilizada na nossa análise, foram consideradas apenas as empresas que cumpriram cumulativamente os seguintes critérios:

- a) 2 ou mais trabalhadores
- b) Volume de vendas igual ou superior a 1000 euros
- c) Capitais próprios positivos
- d) Não pertencer ao setor financeiro
- e) Total do ativo igual ou superior a 10 mil euros
- f) Não tenham endividamento negativo

Depois da aplicação daqueles critérios, a amostra tem um total de 288 207 empresas, correspondendo a 1 143 513 observações para os 6 anos. Em 2010, o número de empresas era de 202 mil, por comparação com 186 mil em 2015. 18% das empresas estão apenas 1 ano na base de dados; 42% estão os 6 anos; 50% estão no máximo 4 anos.

A Região Norte representa cerca de 36% das observações (empresas), enquanto a Área Metropolitana de Lisboa e o Centro representam 28% e 22%, respetivamente. As regiões dos Açores e da Madeira representam menos de 4% das empresas. Esta estrutura do número de empresas por região manteve-se estável entre 2010 e 2015.

As empresas até 9 trabalhadores representam 78% da amostra, seguidas pelas de 10 a 49 com 19%. Há apenas 4827 observações relativas a empresas com 250 ou mais trabalhadores (0,4% da amostra), correspondendo a 1154 empresas. Em 2015, existiam 830 empresas com 250 ou mais trabalhadores (e 833 em 2010). Esta estrutura manteve-se estável entre 2010 e 2015.

Apenas 12% das observações dizem respeito a empresas novas, que definimos como tendo sido criadas desde 2009.

Em 14% dos casos, as empresas exportam (50 606 empresas). Entre 2010 e 2015, há um aumento do peso das empresas exportadoras de 12% para 15%.

O setor com mais empresas é o do Comércio por grosso e a retalho, 29%, seguido da Indústria transformadora, 15%, Construção, 12%, e Alojamento, restauração e similares, 10%. Entre 2010 e 2015, a construção decresceu de 14% das empresas para 11%.

A dimensão média das empresas na amostra é de cerca de 13 trabalhadores. Em 2015, 50% das empresas tinham no máximo 4 pessoas, ao passo que 75% tinham no máximo 8 trabalhadores. Os percentis 90, 99 e o valor máximo são, respetivamente, 19, 134 e 23 815. Estes números são estáveis entre 2010 e 2015.

Estas empresas representam 2,6 milhões de trabalhadores em 2010 e 2,4 milhões em 2015. Em 2010, o Norte representava 33% destes trabalhadores, 34% em 2015. No ano mais recente, Lisboa representa 38% dos trabalhadores, e o Centro 17%. Em 2010, estes valores são, respetivamente, 39% e 17%.

Por dimensão, observamos que as empresas com 250 ou mais trabalhadores representam cerca de 26% da força de trabalho incluída nesta amostra, em 2010, tendo aumentado para 28% em 2015. As empresas entre 10 e 49 trabalhadores representam 27% em 2015, ao passo que as que empregam até 9 trabalhadores representam 23% do emprego total da amostra.

Em termos de força de trabalho, o setor mais representativo é o da Indústria transformadora, com 25% dos trabalhadores, seguido do Comércio, com 22% dos trabalhadores, atividades administrativas e dos serviços de apoio, com 11% dos trabalhadores. A Construção representa 9% em 2015, contra 13% em 2010.

63 A: Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca; B: Indústrias extrativas; C: Indústrias transformadoras; D: Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio; E: Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição; F: Construção; G: Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motocicletas; H: Transportes e armazenagem; I: Alojamento, restauração e similares; J: Atividades de informação e de comunicação; L: Atividades imobiliárias; M: Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares; N: Atividades administrativas e dos serviços de apoio; P: Educação; Q: Atividades de saúde humana e apoio social; R: Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas; S: Outras atividades de serviços.



Bibliografia

Abramovitz, M., 1956. Resource and Output Trends in the United States Since 1870. *NBER Occasional Paper* No. 52.

Acemoglu, D., e Restrepo, P., 2016. The race between machine and man: implications of technology for growth, factor shares and employment. *NBER Working Paper* No. 22 252.

Aivazian, V., Ge, Y., e Qiu, J., 2005. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), pp. 277-291.

Alexandre, F., Aguiar-Conraria, L., e Bação, P., 2016. *Crise e Castigo. Os Desequilíbrios e o Resgate da Economia Portuguesa*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.

Alexandre, F., Aguiar-Conraria, L., Bação, P., e Portela, M., 2017. *Poupança e Financiamento da Economia Portuguesa*. Lisboa: Imprensa Nacional-Casa da Moeda e Associação Portuguesa de Seguradores.

Alexandre, F., e Bação, P., 2013. Portugal Before and After the European Union: Facts on Nontradables. In *Estudos de Homenagem a João Ferreira do Amaral*, ed. Lopes, J.C., Santos, J., St. Aubyn, M., e Santos, S., Coimbra: Almedina, pp. 427-451.

Alexandre, F., Bação, P., Cerejeira, J., e Portela, M., 2009. Aggregate and setor-specific exchange rate indexes for the Portuguese economy. *Notas Económicas*, 30, pp. 6-28.

Alexandre, F., Bação, P., Cerejeira, J., e Portela, M., 2011. Employment and exchange rates: the role of openness and technology. *Open Economies Review*, 22(5), pp. 969-984.

Amador, J., 2017. *Portugal e o Comércio Internacional*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.

Amador, J., e Coimbra, C., 2007. Characteristics of the Portuguese Economic Growth: What has been Missing? Banco de Portugal, *Working Paper* 8/2007.

Amador, J., e Soares, A.C., 2012. Concorrência na Economia Portuguesa: Uma visão sobre os Setores Transacionável e Não-Transacionável. Banco de Portugal, *Boletim Económico*, primavera, pp. 45-62.

- Amador, J., e Steher, R., 2014. As exportações portuguesas nas cadeias de valor globais. Banco de Portugal, *Boletim Económico*, abril, pp. 75-90.
- Amaral, L., 1998. Convergência e Crescimento Económico em Portugal no Pós-Guerra. *Análise Social*, 33(148), pp. 741-776.
- Amaral, L., 2015. *Em Nome do Pai e do Filho: O Grupo Espírito Santo, da Privatização à Queda*. Lisboa: D. Quixote.
- Baldwin, R., 2016. *The Great Convergence – Information Technology and the New Globalization*. Cambridge, Massachusetts, EUA: Harvard University Press.
- Banco de Portugal, 2017. Dinâmica de poupança e investimento das empresas portuguesas. *Boletim Económico*, junho.
- Banco de Portugal, 2017b. *Boletim de Económico*, outubro.
- Becker, B., e Ivashina, V., 2014. Financial repression in the European Sovereign Debt Crisis. *Swedish House of Finance Research Paper* No. 14-13.
- Bento, V., 2009. *Perceber a Crise para Encontrar o Caminho*. Lisboa: Bnomics.
- Bergstrom, V., e Sodersten, J., 1984. Do tax allowances stimulate investments? *Scandinavian Journal of Economics*, 86(2), pp. 244-246.
- Bernanke, B.S., Gertler, M., e Gilchrist, S., 1999. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. In J.B. Taylor e M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1. Amsterdam: Elsevier, pp. 1341-1393.
- Blanchard, O., e Portugal, P., 2017. *How to Strengthen the Portuguese Recovery*. *Mimeo*, maio.
- Blanchard, O., Rhee, C., e Summers, L., 1993. The Stock Market, Profit, and Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 108(1), pp. 115-136.
- Bloom, N., e Van Reenen, J., 2007. Measuring and explaining management practices across firms and countries. *Quarterly Journal of Economics*, 122(4), pp. 1351-1408.
- Bolt, J. e Zanden, J.L., 2014. The Maddison Project: collaborative research on historical national accounts. *The Economic History Review*, 67(3), pp. 627-651.
- Bond, S., Rodano, G., e Serrano-Velarde, N., 2015. Investment dynamics in Italy: financing constraints, demand and uncertainty. Banca d'Italia, *Working Paper* No. 283.
- Brynjolfsson, E., Hitt, L.M., e Yang, S., 2002. Intangible assets: Computers and organizational capital. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002(1), pp. 137-181.
- Caballero, R.J., Hoshi, T., e Kashyap, A.K., 2008. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98(5), pp. 1943-1977.
- Cabrales, A., Dolado, J.J., e Mora, R., 2014. Dual labour markets and (lack of) on-the-job training: PIAAC evidence from Spain and other EU countries. *IZA Discussion Papers* 8649, Institute for the Study of Labor.
- Cadilhe, M., 2005. *O Sobrepeso do Estado em Portugal. Uma Proposta de Reforma Conceitual e Administrativa*. Vila Nova de Gaia: Fubu.
- CEDEFOP, 2017. Skills Forecast, European Center for the Development of Vocational Training, Greece, <http://www.cedefop.europa.eu/en/tags/skill-forecast>.
- Centeno, M., 2016. *O Trabalho, Uma Visão de Mercado*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Centeno, M., e Novo, A., 2014. When supply meets demand: Wage inequality in Portugal. *IZA Journal of European Labor Studies*, 3(1), pp. 1-20.
- Chenery, H.B., 1952. Overcapacity and the Acceleration Principle. *Econometrica*, 20(1), pp. 1-28.
- Chirinko, S., 1993. Business fixed investment spending: modelling strategies, empirical results and policy implications. *Journal of Economic Literature*, 31(4), pp. 1875-1911.
- Comissão Europeia, 2017. *Country Report Portugal 2017*. Bruxelas: Comissão Europeia.
- Devereux, M., e Loretz, S., 2011. *Corporation Tax in the United Kingdom*. Oxford: Oxford University Centre for Business Taxation.

- Dolado, J., 2017. European Union Dual Labour Markets: Consequences and Potential Reforms. Capítulo 2, in R. Blundell et al. (Eds.), *Economics Without Borders. Economic Research for European Policy Channels*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Fazzari, S., Hubbard, R. e Petersen, B., 1988. Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), pp. 141-206.
- Feenstra, R.C., Inklaar, R., e Timmer, M.P., 2015. The Next Generation of the Penn World Table. *American Economic Review*, 105(10), pp. 3150-3182. Disponível em www.ggdc.net/pwt.
- Fukuda, S., e Nakamura, J., 2011. Why Did “Zombie” Firms Recover in Japan? *The World Economy*, 34(7), pp. 1124-1137.
- GAO, 2016. Corporate Income Tax: Most Large Profitable U.S. Corporations Paid Tax but Effective Tax Rates Differed Significantly from the Statutory Rate. *United States Government Accountability Office*, Washington DC.
- Goretti, M., Lin, H., Roudet, S., Souto, M., Hollar, I.V., Lemgruber, A., Soto, M., e Piris, A., 2013. *Portugal: Selected Issues Paper*. IMF Country Report No. 13/19.
- Gössling, T., e Rutten, R., 2007. Innovation in regions. *European Planning Studies*, 15(2), pp. 253-270.
- Hall, R.E., e Jorgenson, D., 1967. Tax Policy and Investment Behavior. *American Economic Review*, 57(3), pp. 391-414.
- Hanushek, E., e Woessmann, L., 2012. Do better schools lead to more growth? Cognitive skills, economic outcomes, and causation. *Journal of Economic Growth*, 17(4), pp. 267-321.
- IMF, 2017. *Fiscal Monitor: Achieving More with Less*. Washington DC.
- IMF, 2015. *World Economic Outlook: Uneven Growth - Short- and Long-Term Factors*. Washington DC.
- Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- Krugman, P., 1994. The Myth of Asia's Miracle. *Foreign Affairs*, 73, pp. 62-78.
- Lains, P., 2003. Catching up to the European core: Portuguese economic growth, 1910-1990. *Explorations in Economic History*, 40(4), pp. 369-386.
- Lang, L., Ofek, E., e Stulz, R., 1996. Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), pp. 3-29.
- Langfield, S., e Pagano, M., 2015. Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth. *ECB Working Paper* No. 1797.
- Leiponen, A., 2005. Skills and innovation. *International Journal of Industrial Organization*, 23(5), pp. 303-323.
- Lopes, J.S., 2005. As Finanças Públicas. In *História Económica de Portugal (1700-2000)*, vol. III. Coordenadores: Álvaro Ferreira da Silva e Pedro Lains. Lisboa: Imprensa de Ciências Sociais.
- Mankiw, G., Romer, D., e Weil, D., 1992. A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(2), pp. 407-437.
- Martins, A., 2016. The Deduction of Corporate Costs in Portugal: Recent Developments. *European Taxation*, 56(7), pp. 292-297.
- Martins, A., e Augusto, M., 2009. Is thin capitalization a fiscal problem: an empirical analysis. *Congress of the European Accounting Association*, Tampere, Finland.
- Martins, A., Santos, J., e Oliveira, J., 2008. As taxas efetivas de tributação dos lucros das sociedades em Portugal. In *Novas Tendências da Tributação das Sociedades*. Lisboa: Edição da CTOC, pp. 53-89.
- McGuirk, H., Lenihan, H., e Hart, M., 2015. Measuring the impact of innovative human capital on small firms' propensity to innovate. *Research Policy*, 44(4), pp. 965-976.
- Mion, G., Opromolla, L.D., e Sforza, A., 2016. *The Diffusion of Knowledge via Managers' Mobility*, No. 6256. *CESifo Working Paper* No. 6256.
- Mirrlees, J., Adam, S., Besley, T., Blundell, R., Bond, S., Chote, R., Gammie, M., Johnson, P., Myles, G., e Poterba, J.M., 2011. *Tax by Design: The Mirrlees Review*. Oxford: Oxford University Press for Institute for Fiscal Studies.
- North, D., 2005. *Understanding the Process of Economic Change*. Princeton, USA: Princeton University Press.

- OECD, 2017. Tax policy reforms in 2016. In Tax Policy Reforms 2017: *OECD and Selected Partner Economies*. Paris: OECD Publishing.
- OECD, 2017. *OECD Economic Surveys: Portugal 2017*. Paris: OECD Publishing.
- OECD, 2016. *Education at a Glance 2016: OECD Indicators*. Paris: OECD Publishing.
- OECD, 2010. *Tax Policy Reform and Economic Growth*. Paris: OECD Publishing.
- Palenzuela, D.R., e Dees, S., (eds.) 2016. Savings and investment behavior in the euro area. *ECB Occasional Paper Series* No. 167.
- Phelps, E., 1961. The golden rule of capital accumulation. *American Economic Review*, 51(4), pp. 638-643.
- Pomerleau, K., e Lundeen, A., 2014. *International Tax Competitiveness Index*. Washington DC: Tax Foundation.
- Quitério, T., 2015. *O impacto da alteração ao regime de reporte de prejuízos fiscais na rentabilidade dos investimentos das empresas*. Trabalho de Projeto, Mestrado em Economia Industrial, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Reis, J., 1993. *O Atraso Económico Português (1850-1930)*. Lisboa: Imprensa Nacional-Casa da Moeda.
- Reis, R., 2013. The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, 44(1), pp. 143-210.
- Rodrik, D., 2011. The future of economic convergence. *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 13-52.
- Romer, P.M., 1990. Endogenous technological change. *Journal of Political Economy*, 98(5), pp. S71-S102.
- Saint-Paul, G., 1996. *Dual Labor Markets: A Macroeconomic Perspective*. Cambridge, Massachusetts, USA: MIT Press.
- Sala-i-Martin, X., Baller, A., Di Battista, A., Drzeniek-Hanouz, M., Geiger, T., Gaviria, D.G., e Marti, G., 2016. *Modernizing the measurements of drivers of prosperity in light of the fourth industrial revolution: the updated global competitiveness index*. World Economic Forum.
- Silva, F., e Carreira, C., 2017. Financial constraints: Do they matter to allocate R&D subsidies? *B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*. (Aceite para publicação).
- Silva, F., e Carreira, C., 2012. Do financial constraints threaten the innovation process? Evidence from Portuguese firms. *Economics of Innovation and New Technology* 21(8), pp. 701-736.
- Simões, M., Andrade, J.S., e Duarte, A., 2014. Crescimento e Convergência. In F. Alexandre, P. Bação, P. Lains, M.M.F. Martins, M. Portela, M. Simões (orgs.), *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010*. Coimbra: Actual, Grupo Almedina, Cap. I.2, pp. 105-124.
- Slemrod, J., e Bakija, J., 2008. *Taxing Ourselves*. Cambridge, Massachusetts, USA: MIT Press.
- Studwell, J. (2014). *How Asia Works – Success and Failure in the World’s Most Dynamic Region*. London: Profile Books.
- Tavares, C. e Alves, C. (2017). *A Banca e a Economia Portuguesa – Factos, Causas e Consequências de um Percurso de 20 Anos*. Lisboa: Bnomics.
- Tomaz, J., 2013. Será sido Portugal o primeiro país a implementar a remuneração convencional do capital social. *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, Ano V, n.º 3, pp. 59-86.
- Toner, P., 2011. Workforce Skills and Innovation: An Overview of Major Themes in the Literature. *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, No. 2011/01, OECD Publishing, Paris.
- Varejão, J., Cerejeira, J., e Portela, M., 2014. O Mercado de Trabalho. In Alexandre et al. (orgs.), *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010*. Coimbra: Actual Editora, pp. 233-268.
- Xavier de Basto, J., 2004. Tópicos para uma reforma fiscal impossível. *Notas Económicas*, 19, pp. 1-20.
- Weiner, J., 2009. State Business Tax Incentives: examining evidence of their effectiveness. New England Public Policy Center, *Discussion Paper* 09-3, December.
- World Economic Forum, 2016. The Global Competitiveness Report 2016-2017. *World Economic Forum*. Geneva.
- World Economic Forum, 2017. The Global Competitiveness Report 2017-2018. *World Economic Forum*. Geneva.

Agradecimentos

Os autores agradecem os comentários e as sugestões de Artur Santos Silva e de José Manuel Félix Ribeiro.

Os autores agradecem também a disponibilização dos dados dos Quadros de Pessoal por parte do Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social, e ao Instituto Nacional de Estatística e à Direção-Geral de Estatísticas da Educação e Ciência, a disponibilização dos *microdados* sobre a Economia Portuguesa, em particular o Sistema de Contas Integradas das Empresas. Ambas as bases de dados tiveram particular relevância na análise desenvolvida ao longo do trabalho.

Fernando Alexandre

Professor Associado da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho e Pró-Reitor para a Valorização do Conhecimento. Doutorado em Economia pela Universidade de Londres – Birkbeck College, mestre e licenciado em Economia pela Universidade de Coimbra. Exerceu as funções de Presidente da Escola de Economia e Gestão da UMinho e de Diretor do Departamento de Economia da UMinho. Entre abril de 2013 e abril de 2015, exerceu as funções de Secretário de Estado Adjunto do Ministro da Administração Interna. Tem diversos artigos publicados em revistas científicas internacionais e é autor de diversos livros, tendo dedicado a sua investigação, nos últimos anos, à economia portuguesa. Realizou atividades de consultoria para entidades como o Tribunal de Contas, o Ministério do Trabalho e da Segurança Social, a Associação Portuguesa de Seguradores e a Fundação Francisco Manuel dos Santos, entre outras. É colunista do jornal *ECO*.

António Martins

Professor Auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Licenciado em Economia e Doutor em Gestão (1999) pela Universidade de Coimbra. É consultor fiscal, sendo autor ou coautor de vários estudos e pareceres, entre outros, para as seguintes entidades: REN, EDP, GALP e MillenniumBCP. É membro do painel de peritos fiscais externos do FMI e foi membro da Comissão de Reforma do IRC (2013) e de outras comissões que, no Ministério das Finanças, trataram de questões de reforma fiscal (1998, 2005, 2009). É, desde 2001, árbitro fiscal no CAAD, tendo participado em decisões arbitrais que envolveram, essencialmente, grandes empresas. Tem diversos artigos publicados em revistas científicas internacionais e é autor de vários livros.

Carlos Carreira

Professor Auxiliar com Agregação da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra e investigador do GEMF/CeBER. Foi investigador visitante no ZEW – Centre for European Economic Research, em Mannheim, bolseiro na Carnegie Mellon University e professor visitante nas Universidades de Pisa e Glasgow. É autor de diversos artigos sobre a dinâmica e o desempenho das empresas portuguesas, publicados em revistas científicas internacionais. Entre 2005 e 2010, participou e coordenou estudos para o Observatório do QCA III e para diversas autarquias da Região Centro.

Gilberto Ramos Loureiro

Professor Associado da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho. É licenciado em Economia pela Faculdade de Economia do Porto, mestre em Gestão, com especialização em Finanças, pela Universidade do Minho, e doutorado em Business Administration – Finance pela Ohio State University. A maior parte da sua investigação atual envolve colaboração com prestigiadas universidades americanas e europeias. Tem artigos publicados em revistas internacionais, entre as quais o *Journal of Corporate Finance* e o *Journal of Accounting Research*.

João Cerejeira

Professor Auxiliar da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho e investigador integrado do NIPE/UMinho. Concluiu o seu doutoramento em Economia no Instituto Universitário Europeu (Florença). As suas áreas de investigação são a economia do trabalho e da educação, nomeadamente no estudo dos retornos sociais da educação, da relação entre educação e transições no mercado de trabalho, e a avaliação dos impactos de alterações do salário mínimo no mercado de trabalho. Publicou artigos em revistas científicas nacionais e internacionais, bem como cinco livros e capítulos de livros.

Miguel Portela

Professor Associado da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho. Doutorado em Economia pela Universidade de Amsterdão. É diretor do Programa de Doutoramento em Economia da Universidade do Minho e foi Vice-Presidente da Escola de Economia e Gestão. É, igualmente, afiliado do NIPE, CIPES e IZA, Bona. Os seus interesses de investigação centram-se nas áreas de Economia do Trabalho e da Educação e de Econometria Aplicada. Tem diversos artigos científicos publicados em revistas de referência, incluindo *Econometrica*, *Scandinavian Journal of Economics* e *Regional Studies*. É consultor do Banco de Portugal.

Pedro Bação

Professor Auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Doutorado em Economia pela Universidade de Londres – Birkbeck College e licenciado em Economia pela Universidade de Coimbra. É coordenador do Programa de Doutoramento em Economia da FEUC. Investiga nas áreas da macroeconomia e da econometria aplicada, sendo afiliado do GEMF/CeBER. Publicou diversos artigos científicos em revistas como *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, *Economic Letters*, *Scottish Journal of Political Economy*, entre outras, e é coautor dos livros *A Crise Financeira Internacional* (Imprensa da Universidade de Coimbra), *Crise e Castigo* (Fundação Francisco Manuel dos Santos) e *Poupança e Financiamento da Economia Portuguesa* (Imprensa Nacional-Casa da Moeda).

Título /

Investimento Empresarial e o Crescimento da Economia Portuguesa

Coordenação /

Fernando Alexandre

Autores /

Pedro Bação, Carlos Carreira, João Cerejeira, Gilberto Loureiro,
António Martins e Miguel Portela

Revisão de texto /

António Massano

Design gráfico /

Formas do Possível . Creative Studio

Impressão /

Norprint - A casa do livro

Tiragem /

500 exemplares

© desta edição, Fundação Calouste Gulbenkian, 2017

© dos textos, os autores

Lisboa, dezembro de 2017

ISBN: 978-989-8807-39-7

Depósito legal

Fundação Calouste Gulbenkian

Av. de Berna, 45A

1067-001 Lisboa

gulbenkian.pt



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



Universidade do Minho