

## PORTUGAL – SERÁ SUSTENTÁVEL A TENDÊNCIA DE QUEDA DA DÍVIDA EXTERNA?

### ▫ Análise sumária da tendência recente da PII e Dívida Externa

**A leitura dos indicadores de *stock* de endividamento externo, habitualmente feita por comparação com a riqueza gerada no ano respectivo, constitui um dos referenciais de aferição da saúde das economias desenvolvidas. Neste capítulo, apesar dos progressos dos últimos anos, Portugal continua a comparar desfavoravelmente.**

De facto, o país apresenta um rácio de endividamento externo (medido pela Posição de Investimento Internacional) deficitário superior a 100% do PIB e que apenas é superado no conjunto dos países da UE pela Grécia e Chipre. Este indicador pode interpretar-se como sendo o reflexo de cumulativos défices de poupança interna e recurso sistemático a poupança externa, sendo também o resultado último da falta de competitividade internacional. Ora, nos últimos dois anos, Portugal melhorou o seu desempenho nesta vertente: a PII encolheu 12.6 p.p. do PIB; e a dívida externa líquida reduziu-se 14.5 p.p. do PIB desde o seu máximo. Nesta breve nota fomos aferir os factores que justificaram este comportamento, numa tentativa de melhor compreender as condições para a inversão sustentada da tendência. Concluímos que o factor crescimento económico justificou grande parte da melhoria do rácio, que no entanto também melhorou pela redução da dívida em termos absolutos. Esta, por sua vez, constituiu o reflexo do bom desempenho externo, medido pelos saldos cumulativos positivos da balança corrente e de capital, *performance* a que importa dar continuidade atendendo à relevância das receitas de Turismo e da melhoria da Balança de combustíveis. Refira-se a este propósito que, no seu conjunto, o reforço da capacidade de financiamento face ao exterior no 1T de 2017 constitui um bom sinal neste contexto: 1.5% do PIB no ano terminado em Março de 2017; +0.2% em Jan-Mar 17.

### 1. PII – Alteração de tendência?

“As estatísticas de posição de investimento internacional traduzem as posições da economia, face ao exterior, de activos e passivos financeiros no final de um determinado período de tempo”, definição dada pelo Banco de Portugal.

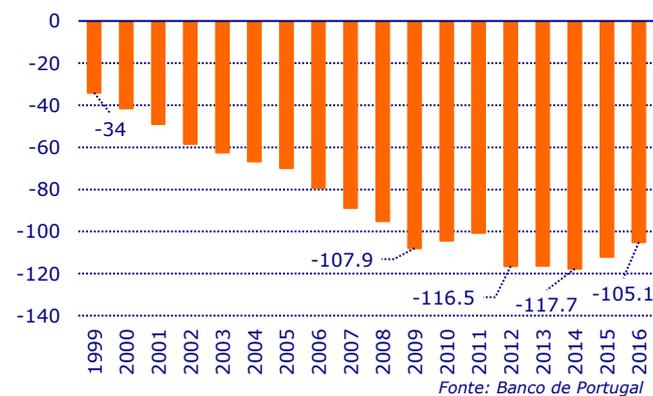
Entre 1999 e 2009 a PII deteriorou-se de forma ininterrupta, interrompendo a tendência apenas em 2010 sobretudo graças ao efeito do crescimento do PIB nominal.

De acordo com a informação disponibilizada pelo banco de Portugal, em 2014, o rácio PII/PIB registou o nível histórico mais deficitário, 117.7% do PIB. **Nos últimos dois anos, em 2015 e 2016, o rácio encolheu 12.6 p.p. do PIB, dos quais 7.3 p.p. se ficaram a dever ao aumento do PIB nominal (cerca de 58%).**

O restante – melhoria de 5.2 p.p. – resultou principalmente dos factores que se analisam em seguida.

#### Posição de Investimento Internacional

(% PIB)



#### Posição de Investimento Internacional - Principais efeitos

Ano	PII (%PIB)	Variação anual	Efeito PIB	Restante
1999	-34	-34	-	-
2000	-41.5	-7.5	3.1	-10.6
2001	-49	-7.5	2.8	-10.3
2002	-58.4	-9.4	2.9	-12.3
2003	-62.4	-4	1.5	-5.5
2004	-66.7	-4.3	2.8	-7.1
2005	-69.9	-3.2	2.9	-6.1
2006	-79.3	-9.4	3.8	-13.2
2007	-88.8	-9.5	4.9	-14.4
2008	-95.1	-6.3	1.8	-8.1
2009	-107.9	-12.8	-2.1	-10.7
2010	-104.3	3.6	2.7	0.9
2011	-100.7	3.6	-2.1	5.7
2012	-116.5	-15.8	-5.1	-10.7
2013	-116.3	0.2	1.3	-1.1
2014	-117.7	-1.4	1.9	-3.3
2015	-112	5.7	4.2	1.5
2016	-105.1	6.9	3.2	3.7

Fonte: Banco de Portugal, Cálculos BPI.

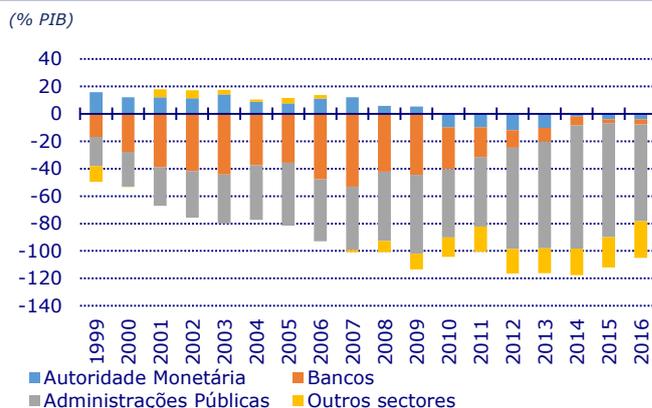
### 2. Por sector institucional e principais efeitos

A análise por sector institucional indica que a redução do endividamento se concentrou nas Administrações Públicas e nos bancos:

**OPINIÃO**

- **Administrações Públicas:** melhoria de 24 MME, no conjunto dos dois anos, em particular devido à amortização de empréstimos obtidos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira: (reembolsos ao FMI: 12.9 MME); estas operações contribuíram para a redução de passivos externos deste sector em 12.5 p.p. do PIB; também reflexo de desinvestimento de não residentes em títulos de dívida pública portugueses num contexto de perda de valor (aumento das taxas de rendibilidade das OT's).
- **OIFM (Bancos):** redução de passivos sob a forma de títulos de dívida (melhoria de 4.6 MM);
- **Restantes sectores:** registou-se agravamento no conjunto dos dois anos, excepto no caso de Soc seguros e Fundos de Pensões, com PII positiva.
- **Maiores agravamentos:** SNF (8.9 MME); IFNM (5.1 MME); Banco Central (4.1 MME), no âmbito da implementação da política monetária da UEM.

**Posição de Investimento Internacional - por sectores**



Em suma, apesar da melhoria geral observada, os sectores das Instituições Financeiras não Monetárias (exclui bancos) e o sector empresarial registaram ambos agravamento do endividamento face ao exterior nos últimos dois anos.

**Posição de Investimento Internacional - variação 2014 a 2016**

	PII 2014	PII 2015	PII 2016	Variação 2014 a 2016	
	Milhões de euros			Milhões de euros	% PIB (de 2016)
Total da Economia	-203,716	-201,128	-194,358	9,358.2	5.1%
Banco central	-3,161	-7,303	-7,321	-4,160.2	-2.2%
Outras instituições financeiras monetárias	-11,409	-4,795	-6,815	4,593.9	2.5%
Administrações públicas	-155,362	-149,433	-130,577	24,785.0	13.4%
Instituições financeiras não monetárias exceto SSFP	-17,990	-22,914	-23,048	-5,058.1	-2.7%
Sociedades de seguros e fundos de pensões (SSFP)	37,319	39,227	37,416	97.2	0.1%
Sociedades não financeiras	-74,558	-75,746	-83,472	-8,914.5	-4.8%
Particulares	21,445	19,835	19,459	-1,985.1	-1.1%

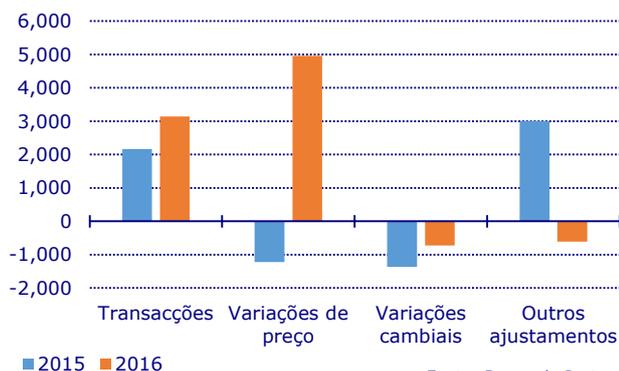
Fonte: Banco de Portugal; BPI calc.

Os principais efeitos, com impacto na PII nos anos 2015 e 2016 foram:

- Em sentido ascendente, **o efeito PIB** destacou-se com um contributo de 7.3 p.p.
- O **efeito preço** também foi significativo, destacando-se por exemplo, o impacto da valorização do ouro em 2016, que ascendeu a +0.9% do PIB, segundo informação do banco de Portugal;
- Os **efeitos derivados das transacções**, ou seja, efectiva redução de passivos financeiros ou aumento de activos financeiros face aos sectores não residentes, corresponderam a 2.9 p.p. do PIB, cerca de ¼ da redução registada na PII global. **Este é o valor equivalente ao saldo acumulado da Balança Financeira nos dois anos (o simétrico do somatório da Balança Corrente e de Capital).**

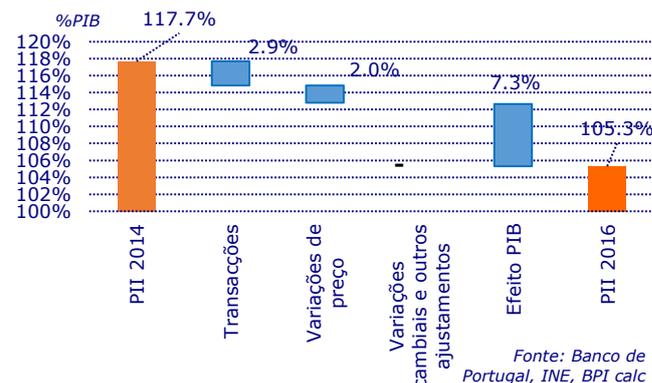
**Posição de Investimento Internacional - efeitos registados em 2015 e 2016**

(Milhões de euros)



**PII - O que explica a redução entre 2014 e 2016?**

(% PIB)



### 3. Por tipo de investimento

A redução do défice da PII nos últimos anos reflecte quer o encolhimento da dívida externa líquida, quer do défice representado por instrumentos de capital. A análise por tipo de Investimento indica que desde 2013 a melhoria registada no saldo da PII reflectiu sobretudo a redução do défice nas rubricas do Investimento de Carteira – curiosamente reflectindo sobretudo o menor interesse de investidores não residentes por posições em activos de dívida pública nacionais – a qual foi praticamente compensada pelo recurso a Outro Investimento – sobretudo endividamento.

#### Posição de Investimento Internacional por tipo de investimento

	2013	2014	2015	2016
Posição de Investimento Internacional	-116.3%	-117.7%	-112.0%	-105.1%
<b>Investimento direto</b>	-27.3%	-31.1%	-30.8%	-32.0%
Investimento direto - Activo	42.1%	42.7%	42.6%	43.5%
Títulos de participação no capital	31.7%	30.9%	31.5%	30.8%
Instrumentos de dívida	10.5%	11.8%	11.2%	12.7%
Investimento direto - Passivo	69.4%	73.9%	73.4%	75.5%
Títulos de participação no capital	49.3%	52.5%	53.5%	53.4%
Instrumentos de dívida	20.1%	21.4%	19.9%	22.0%
<b>Investimento carteira</b>	-10.2%	-10.6%	-9.2%	0.8%
Investimento carteira - Activo	64.8%	68.8%	66.7%	65.9%
Investimento carteira - Passivo	75.0%	79.3%	76.0%	65.1%
<b>Derivados financeiros e opções sobre acções concedidas a empregados</b>	-1.8%	-1.0%	0.1%	-0.1%
<b>Outro investimento</b>	-84.5%	-84.3%	-82.0%	-86.6%
Outro investimento - Activo	68.2%	69.1%	61.9%	58.1%
Outro investimento - Passivo	152.7%	153.4%	143.9%	144.7%
<b>Ativos de Reserva</b>	7.5%	9.3%	9.9%	12.9%

Fonte: Banco de Portugal

Refira-se ainda que a Dívida Externa Líquida representou em 2016 cerca de 90% da Posição de Investimento Internacional. Desde 2015, quando alcançou os valores mais elevados em termos absolutos, a dívida externa encolheu cerca de 14.4 MME, representando sobretudo uma redução do endividamento do sector das Administrações Públicas e dos bancos. Nos restantes sectores, com um aumento significativo, apenas cerca de metade do acréscimo reflecte endividamento de longo prazo.

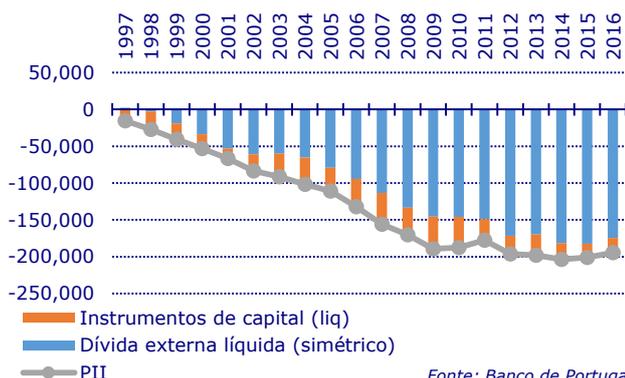
#### Dívida Externa Líquida

	Milhões EUR	% PIB
<b>Posição final de período em Março 2017</b>	<b>171,671</b>	<b>91.9%</b>
Variação face Março 2015	-14,410	-14.5%
Dos quais:		
Administrações Públicas	-32,423	
Longo Prazo	-30,287	
Banco Central	6,234	
OIFM (bancos)	-6,573	
Curto prazo	1,513	
Longo Prazo	-8,086	
Outros Sectores	16,578	
Curto Prazo	7,328	
Longo Prazo	9,250	
Numerário e depósitos	1,517	
Títulos de Dívida	7,502	
Investimento Directo	1,774	

Fonte: Banco de Portugal, cálculos BPI

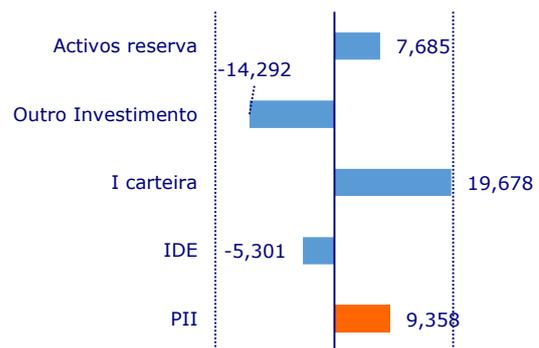
#### PII - Dívida Externa e Instrumentos de Capital

(Milhões de euros)



#### Posição de Investimento Internacional - variação 2013 a 2016

(Milhões de euros)



**OPINIÃO****4. E o Investimento Directo?**

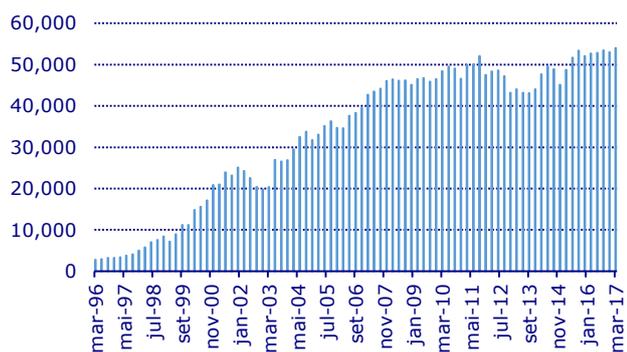
As tendências de evolução do IDE e do IPE têm sido positivas em Portugal, ou seja, ambos os agregados têm registado uma tendência de gradual crescimento. A análise destas subcomponentes da Posição de Investimento Internacional no contexto desta nota deve ter em conta que estas rubricas constituem por um lado, sinal da internacionalização da economia e da sua interligação com economias externas; por outro, a este tipo de investimento está em muitos casos associados a externalidades positivas que não cabem nesta análise – por exemplo, IDE frequentemente associado ao desenvolvimento de clusters sectoriais, dinamização de actividades e formação a montante e a jusante, potenciadora de internacionalização em sectores complementares, etc. Acresce referir que este é um tipo de investimento com características mais estáveis, mais duradouras, menos passível de sofrer fortes oscilações ao sabor da flutuação dos ciclos económicos e financeiros. Neste contexto, o agravamento que se verificou no saldo da componente de Investimento Directo entre 2013 e 2016 – cerca de 5.3 MME – apenas significa que, neste período, houve mais capital com características de investimento directo canalizado para Portugal do que o inverso. Tipicamente o ID é constituído por instrumentos de capital, embora também possa assumir a forma de instrumentos de dívida.

O Investimento de Portugal no Exterior (IPE) representava em Março de 2017 cerca de 29% do PIB, tendo recuperado depois da redução significativa no período de intervenção externa.

O IDE, Investimento do Exterior em Portugal tem mantido uma tendência constante de crescimento, situando-se em torno de 63% do PIB no 1T2017.

**IPE - Investimento de Portugal no exterior**

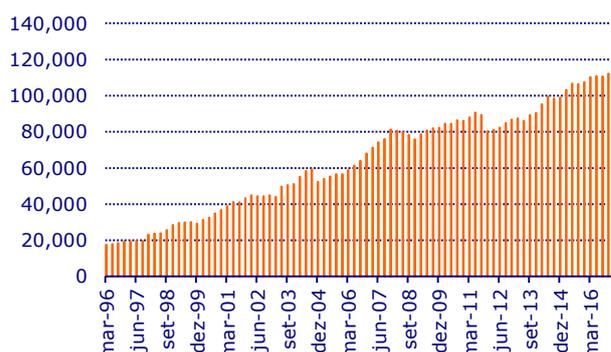
(Milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

**IDE - Investimento do exterior em Portugal**

(Milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

**5 Conclusão**

A redução do saldo deficitário da Posição de Investimento Internacional e do *stock* de Dívida Externa bruta nestes últimos dois anos foi significativa – respectivamente 12.6 p.p. e 14.3 p.p. do PIB – tendo assentado sobretudo no crescimento do PIB nominal – 58% da melhoria da PII – e na redução das responsabilidades face ao exterior do sector bancário e das Administrações Públicas. Em contrapartida, registou-se agravamento da dívida assumida por Instituições Financeiras não Monetárias (excluindo Seguradoras e Fundos de Pensões) e pelo sector empresarial não financeiro.

A melhoria global dos níveis de endividamento externo e o menor recurso à poupança de não residentes encontra o seu reflexo no registo de saldos excedentários sucessivos das Balanças de Capitais e Corrente, os quais por sua vez são espelho do andamento da Capacidade ou Necessidade de financiamento de cada um dos sectores de actividade económica. No seu conjunto a economia está mais saudável, inclusive porque esta evolução foi acompanhada pelo regresso de uma tendência positiva do Investimento Directo Estrangeiro.

Finalmente, numa nota mais cautelosa convém recordar que para este equilíbrio têm sido fundamentais dois factores: a queda dos preços do petróleo – cerca de 50% desde o patamar de 2011-14 – e o crescimento muito expressivo das receitas de Turismo. Para tornar a tendência de melhoria na frente externa mais sustentada e duradoura, e reduzir a vulnerabilidade a choques exógenos, seria importante também a redução da dependência de importações, ou seja, reduzir os conteúdos importados do consumo, investimento e também das exportações.