

# Desta Vez É Diferente

## Anatomia de Uma Recuperação

**P**ara Carmen Rienhart e Kenneth Rogoff, autores que cunharam a expressão “Esta vez é diferente” (“This time is different”), as crises financeiras acabam por ser muito semelhantes entre si, repetindo-se ao longo do tempo. Quando se analisa o resultado do ajustamento português no rescaldo do pedido de auxílio financeiro internacional, frequentemente surgem interrogações sobre a singularidade da atual recuperação económica. Após mais de uma década de crescimento real nulo, nos últimos dois trimestres, a economia portuguesa obteve ritmos de expansão de atividade de 1,5%. Após uma forte contração do produto interno nos primeiros anos do movimento de correção de desequilíbrios estruturais, importa identificar se os presentes sinais de retoma são sustentáveis e se o padrão de crescimento revela aspetos distintos face ao registado em fases de recuperação de outros ciclos económicos.

**Tabela 1**  
Situação Financeira do Setor Privado Não Financeiro

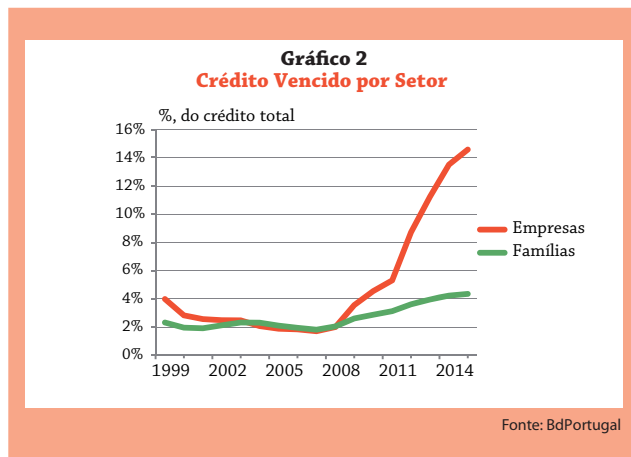
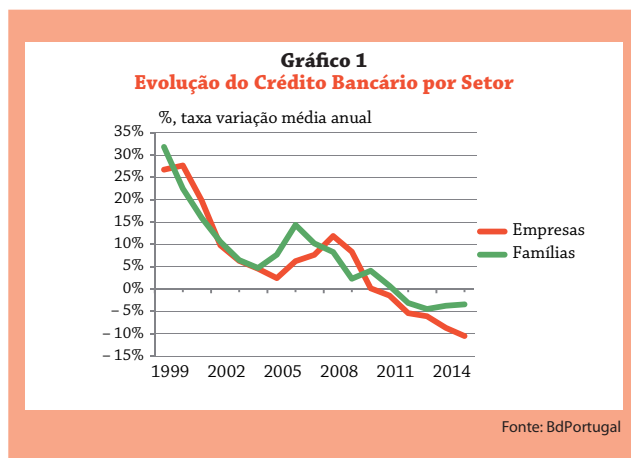
	Particulares				Sociedades Não Financeiras				Administrações Públicas
	Endividamento	Capacidade (+)/ /Necessidade (-) de Financiamento	Poupança	Investimento em Ativos Reais	Endividamento	Capacidade (+)/ /Necessidade (-) de Financiamento	Poupança	Investimento em Ativos Reais	Dívida
2000	62,0	0,3	7,4	8,3	83,9	- 7,5	7,7	15,2	50,3
2001	64,3	2,1	7,8	7,9	92,3	- 6,7	7,8	14,3	53,4
2002	66,7	2,6	7,7	7,4	94,2	- 5,8	7,3	13,1	56,2
2003	72,9	1,7	7,0	6,1	100,0	- 3,5	8,0	12,2	58,7
2004	78,0	2,4	7,1	5,9	96,4	- 4,7	7,1	12,7	62,0
2005	82,5	2,2	6,5	5,9	98,1	- 5,9	6,2	12,8	67,4
2006	87,2	1,5	5,6	4,7	99,5	- 7,2	5,6	13,4	69,2
2007	90,2	0,7	4,9	4,5	105,1	- 8,6	5,4	14,4	68,4
2008	91,9	1,6	4,8	4,4	114,0	- 10,5	3,7	15,0	71,7
2009	94,7	4,4	7,5	3,6	118,8	- 5,2	6,3	12,1	83,6
2010	92,9	3,4	6,6	3,6	118,2	- 4,1	7,1	11,6	96,2
2011	92,7	2,6	5,3	3,2	121,1	- 3,5	7,1	11,3	111,1
2012	93,7	3,0	5,5	3,0	126,9	- 0,4	8,9	9,9	125,8
2013	90,8	4,3	6,2	2,5	123,8	0,9	9,3	9,1	129,7
2014	84,1	2,5	4,9	2,8	114,7	0,6	9,1	9,8	130,2

Fonte: BdPortugal



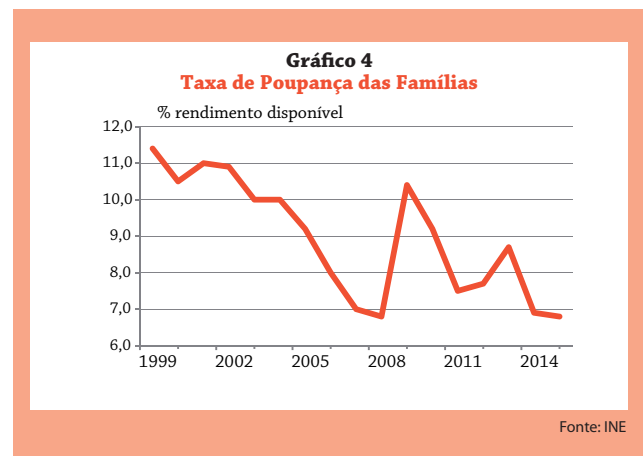
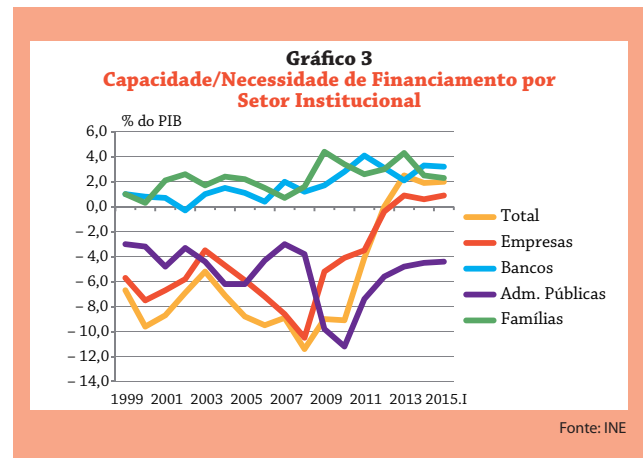
**Cristina Casalinho**  
Economista

Uma das características distintivas do ponto de partida da presente recuperação é o nível de endividamento (Tabela 1). Não obstante a quebra registada desde os máximos, o endividamento é ainda manifestamente elevado, superando, nos casos de empresas não-financeiras e Administração Pública, o patamar de 100% do PIB. Observando o nível de alavancagem do sistema financeiro, as necessidades de provisões por crédito em risco e de reforço de capital, constata-se que o contributo do sistema bancário para fomentar a alavancagem é limitado. Com efeito, a capacidade da economia para se expandir com base no acréscimo de crédito está muito constrangida. Também ao contrário de outros ciclos económicos, a evolução dos empréstimos continua em território negativo (Gráficos 1 e 2).



As empresas não-financeiras e as Administrações Públicas registam importante aumento da capacidade de financiamento, concorrendo decisivamente para a economia portuguesa deixar de ser um devedor externo para se transformar em credor face ao Resto do Mundo. As famílias e sociedades financeiras têm revelado um padrão relativamente estável da sua capacidade de financiamento. Porém, dado o nível de endividamento global da

economia, estes progressos incrementais, embora encorajadores, não são suficientes para assegurar a diminuição inequívoca do *stock* de dívida, apesar da acentuada quebra dos custos de financiamento e da aceleração do crescimento nominal do PIB (Gráficos 3 e 4).

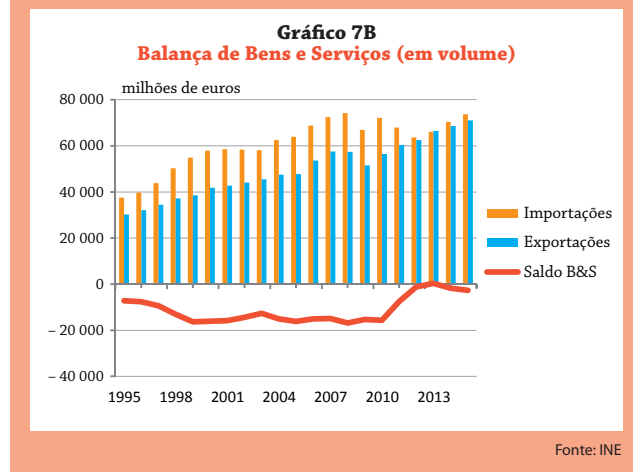
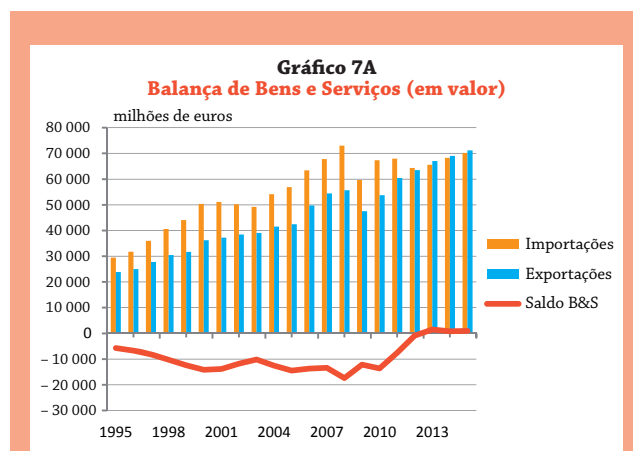
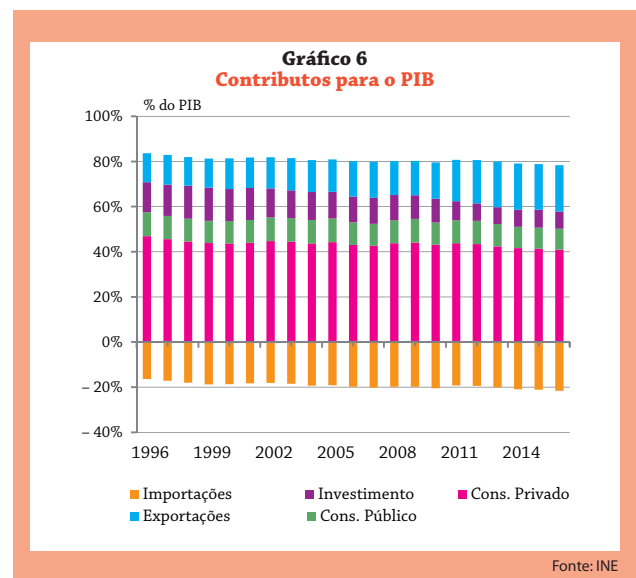
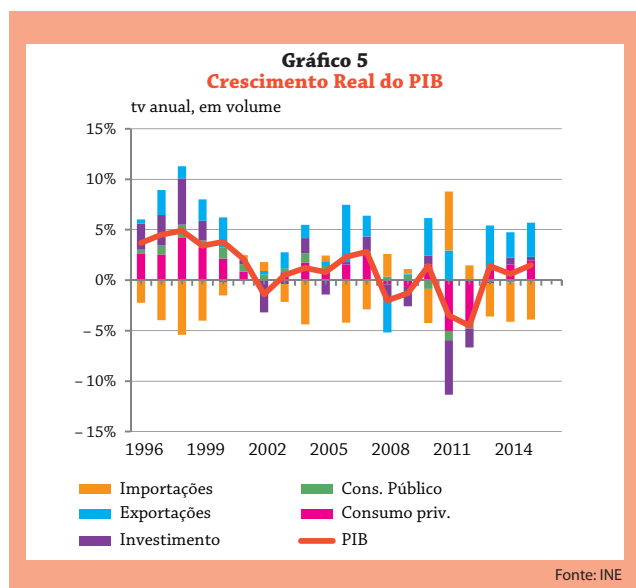


Nos últimos trimestres, emergiram sinais de que, não obstante os constrangimentos com que se defronta, a economia portuguesa tem-se expandido, com base em motores relativamente distintos do que se tinha vindo a registar nos ciclos económicos das últimas duas décadas. Sobressaem duas diferenças principais: o investimento apresenta-se menos dinâmico que no passado recente, em grande parte pela queda no contributo do setor da construção (portanto, menos dependência de setores de bens não-transacionáveis), e as exportações revelam uma aceleração significativa (ou seja, maior relevância de setores de bens transacionáveis). Com efeito, em termos de contributos para o PIB, observa-se que os consumos privado e público apresentam estabilidade, assim como as importações; sendo as exportações em ascensão e o investimento em queda que se destacam do conjunto. O desejado deslocamento de setores de bens não-transacionáveis (como a construção e o comércio, tipicamente

“As empresas não-financeiras e as Administrações Públicas registam importante aumento da capacidade de financiamento, concorrendo decisivamente para a economia portuguesa deixar de ser um devedor externo para se transformar em credor face ao Resto do Mundo.”

mais dependentes da procura interna) para setores mais expostos ao exterior aponta na boa direção, mas ainda é cedo para se celebrar a mudança de paradigma económico (Gráficos 5 e 6).

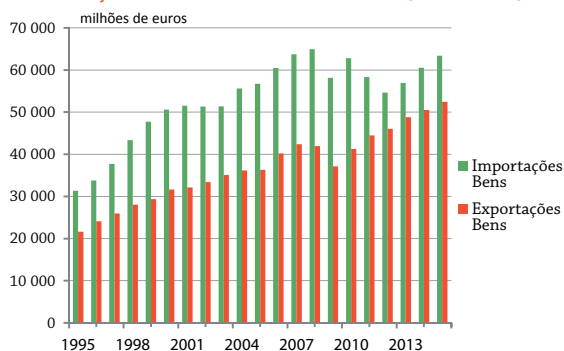
As exportações têm vindo a construir uma história interessante na medida em que mantêm um ritmo acelerado do crescimento, fundamental para o registo de um saldo externo favorável. Com efeito, em termos de valor, as exportações, após terem suplantado as importações em 2013 e apesar da recuperação das importações nos últimos trimestres, têm mantido a liderança. Este resultado empalidece quando se procede à análise do desempenho destes agregados em volume. De facto, o comportamento das importações em valor é mais significativamente afetado pela queda do preço da energia que as exportações (Gráficos 7A, 7B, 8A e 8B).



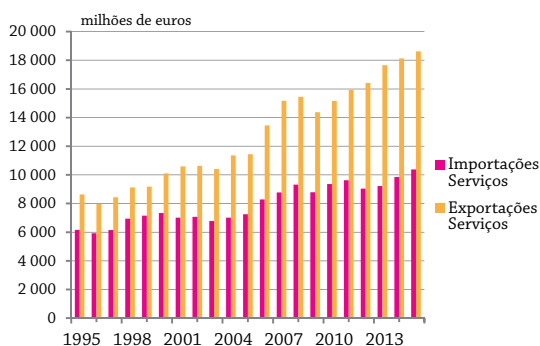
“Portugal carece de mais empresas exportadoras, na medida em que são financeiramente mais sólidas e competitivas.”



**Gráfico 8A**  
Evolução do Saldo Comercial de Bens (em volume)



**Gráfico 8B**  
Evolução do Saldo Comercial de Serviços (em volume)



Fonte: INE

Analisando a contribuição de bens e serviços para a evolução do saldo comercial, constata-se que, muito embora os serviços tenham alargado o balanço positivo de vendas líquidas ao exterior, o recente acréscimo de exportação de bens foi crucial para o encolhimento do desequilíbrio externo. Observa-se uma quebra com o passado recente, com as exportações de mercadorias a empurrarem o desempenho da balança comercial, no que deverá ser uma evidência material dos ganhos de competitividade da economia portuguesa.

Portugal carece de mais empresas exportadoras, na medida em que são financeiramente mais sólidas e competitivas.

No contexto nacional, a existência de mais empresas exportadoras parece favorecer maior solidez do setor empresarial através do encolhimento do peso relativo de empresas moribundas, que se vão mantendo à superfície ancoradas em elevadas dívidas.

O endividamento, pelos créditos fiscais que proporciona, é um importante fator de distorção da concorrência, empurrando as empresas para áreas de negócios protegidas. A presença de mais empresas exportadoras parece implicar a emergência de empresas menos endividadas, com projetos financiados com base na sua rentabilidade intrínseca, bem como capacidade de geração de meios libertos; ou seja menos dependentes do mercado do crédito e de

estruturas fiscais que distorcem a igualdade concorrencial (Tabela 2).

**Tabela 2**  
**Indicadores sobre Empresas Exportadoras**

<b>Composição do Setor Exportador e Não Exportador (2013)</b>			
	<b>Exportadoras</b>	<b>Não Exportadoras</b>	
Até 5 anos	6,5%	8,7%	
De 5 a 10 anos	9,2%	15,5%	
De 10 a 20 anos	21,8%	29,2%	
Mais de 20 anos	62,5%	46,5%	

<b>Dinâmica do Conjunto de Empresas Exportadoras (2013)</b>		
	<b>Empresas</b>	<b>Volume de Exportações</b>
Comuns	22,2%	66,4%
Novas	11,6%	4,0%
Reconvertidas	25,8%	15,4%
Esporádicas	40,5%	14,1%

<b>Pressão Financeira   Peso dos Juros Suportados no EBITDA (2007 a 2013)</b>			
	<b>Empresas Exportadoras</b>	<b>Empresas Não Exportadoras</b>	<b>Empresas Exportadoras (comuns)</b>
2007	11,4%	24,9%	10,4%
2008	21,9%	30,2%	14,9%
2009	14,7%	25,9%	12,7%
2010	14,0%	17,8%	10,6%
2011	17,9%	38,1%	15,9%
2012	21,8%	45,6%	19,0%
2013	20,4%	35,9%	18,6%

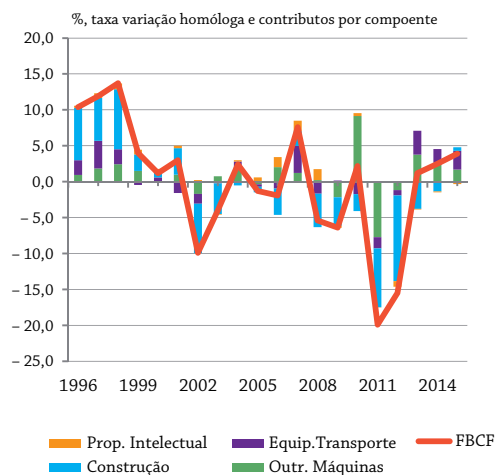
  

<b>Rácios de Crédito Vencido</b>		
	<b>Empresas Exportadoras</b>	<b>Total de Empresas</b>
2009	2,1%	4,2%
2010	1,4%	4,6%
2011	1,5%	7,0%
2012	2,4%	10,6%
2013	2,2%	13,4%
2014	3,3%	15,0%

Fonte: BdPortugal

O dinamismo do setor exportador suscita algumas preocupações. Mais de 60% das exportadoras nacionais têm mais de vinte anos de existência, as novas empresas exportadoras, embora representem 12% do total, contribuem somente com 4% do total exportado, sendo que 40% das exportadoras apenas vendem ao exterior de forma esporádica/opportunista. A tendência exportadora emergente tem de se enraizar mais fortemente no tecido industrial de molde a marcar a mudança de rumo da economia (Gráfico 9).

**Gráfico 9**  
**Evolução do Investimento**



Fonte: INE

Se é verdade que o andamento do investimento desiludiu em termos agregados, analisando o detalhe, descobrem-se bons argumentos para acreditar que também no investimento, a retoma se afigura estruturalmente diferente. No passado, o investimento havia sido sobretudo impellido pelo setor da construção. Hoje, a realidade é diversa. A construção continua a manifestar debilidades, sendo a aquisição de máquinas e equipamentos ou material de transporte as componentes mais dinâmicas, contribuindo positivamente para a reposição e aumento da capacidade produtiva. A orientação para setores de bens e serviços transacionáveis obtém alguma caução

“A maior capacidade de geração de valor, a principal mudança que a economia portuguesa necessita operar, passa inevitavelmente por investimento em inovação e tecnologia [...]”

dos últimos dados do investimento. Este movimento suporta o processo de transformação da economia portuguesa no sentido de maior competitividade e exposição ao exterior. Acresce que, para os bens portugueses subirem na escala de valor internacional, é imprescindível o investimento reprodutivo. A maior capacidade de geração de valor, a principal mudança que a economia portuguesa necessita operar, passa inevitavelmente por investimento em inovação e tecnologia – mais e melhores ideias e equipamentos.

**Em resumo**, o presente momento de retoma económica apresenta características que parecem apontar para alterações estruturais da economia portuguesa, mas que carecem de confirmação. As mudanças despontam, a saber: as exportações passaram a ter um contributo decisivo para a evolução do PIB, muito embora as importações estejam a recuperar terreno; o investimento, apesar de modesto, revela uma composição mais saudável e com capacidade mais reprodutiva que no passado. Não obstante o elevado nível de endividamento e a contração do crédito, as empresas têm sido capazes de investir em novos projetos, ao mesmo tempo que reduzem a alavancagem. Os sinais emergentes são genericamente positivos no que concerne à pretendida mudança de modelo de crescimento da economia portuguesa; porém, este é um movimento ou tendência que se prolonga no tempo, exigindo um esforço inquebrantável (consistente, continuado e perseverante). Muito trabalho aguarda a economia portuguesa para assegurar o sucesso da mudança estrutural de modelo de crescimento. Por enquanto não se pode afirmar que, desta vez, é diferente. ■

## Citando...

“Longo é o caminho ensinado pela teoria, curto e eficaz, o do exemplo.”

Séneca

“O pessimista vê a dificuldade em cada oportunidade, o otimista, a oportunidade em cada dificuldade.”

Albert Flanders

“O meu interesse está no futuro, pois é lá que vou passar o resto de minha vida.”

Charles Kettering

“Nas grandes batalhas da vida, o primeiro passo para a vitória é o desejo de vencer!”

Gandhi

“O futuro tem muitos nomes. Para os fracos, é o inatingível. Para os temerosos, o desconhecido. Para os valentes, a oportunidade.”

Victor Hugo

“Em momentos de crise, só a imaginação é mais importante que o conhecimento.”

Albert Einstein

“A escolha das lideranças determinará, durante anos, a estratégia e o clima organizacional das empresas.”

Peter Senge

“Acredito que, em última análise, a função do líder é espalhar esperança.”

Bob Calvin