

**MESTRADO**  
ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS  
EUROPEUS

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
DISSERTAÇÃO

APOIOS DA UNIÃO EUROPEIA AO INVESTIMENTO DAS  
EMPRESAS: O CASO PORTUGUÊS

JOÃO DIOGO ESTEVES AZOIA DE JESUS

OUTUBRO-2016

**MESTRADO EM**  
**ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS**  
**EUROPEUS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

**APOIOS DA UNIÃO EUROPEIA AO INVESTIMENTO DAS**  
**EMPRESAS: O CASO PORTUGUÊS**

**JOÃO DIOGO ESTEVES AZOIA DE JESUS**

**ORIENTAÇÃO: PROFESSOR DOUTOR JOÃO CARLOS LOPES**

**OUTUBRO-2016**

## Resumo

O investimento das empresas, em especial das PME's, é essencial ao crescimento de uma economia e será a base da recuperação económica após a crise de 2008. Com a queda dos níveis de investimento na Europa após a crise, os Fundos Europeus Estruturais e de Investimento e o Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos da União Europeia passaram a ser essenciais para a recuperação dos níveis de investimento das empresas e do produto em Portugal. Em Portugal as PME's enfrentam graves problemas de informação assimétrica no seu processo de financiamento, aliado à falta de capital decorrente dos baixos níveis de procura e altos níveis de endividamento. Para o primeiro problema os fundos analisados tem boas soluções, mas nada podem fazer quanto ao segundo. Dito isto, apesar dos problemas de informação assimétrica impedirem um processo de recuperação mais rápido e célere, sem um crescimento económico forte e sustentado, os níveis de investimento muito dificilmente poderão recuperar.

**Palavras-Chave:** PMEs, Informação Assimétrica, FEEL, FEIE, União Europeia.

## Abstract

The investment of firms, in particular SME's, is essential to an economy's growth and it will be the base for future recovery from the 2008's economic crisis. The drop in European investment levels after the crisis, made the European Structural and Investment Funds and the European Fund for Strategic Investments even more important in the recovery of firms investment and product levels in Portugal. SMEs in Portugal face severe asymmetric information problems in their process of financing, along with low stock capital e high levels of debt. In regard to the first set of problems the European funds, analyzed in this paper, have good solutions, but are somehow helpless when it comes to the second set of problems. This being said, despite the existing asymmetric information don't allow a fast recovery in investment levels, without a strong and sustained output recovery, there's no recovery possible for investment levels.

**Key-words:** SMEs, Asymmetric Information, ESI Funds, EFSI, European Union.

## **Agradecimentos**

É com um enorme apreço que agradeço a todos aqueles que me ajudaram e incentivaram na conclusão deste trabalho, e em todo o meu percurso no Mestrado.

Aos meus pais e irmã, que me incentivaram e me deram as condições para realizar este trabalho sem quaisquer preocupações, este trabalho é também fruto do vosso sacrifício. Um obrigado não chega.

Aos meus avós, agradecer por toda a preocupação e compreensão demonstrada durante a elaboração deste trabalho e também por fazerem com que a elaboração deste trabalho se tornasse mais fácil.

À Patrícia, um obrigado pela paciência demonstrada perante a minha ansiedade, nervosismo e inquietação, mas também pela capacidade de aumentar os meus níveis de exigência e pela ajuda na revisão deste trabalho. A tua presença e ajuda foram essenciais.

Ao Professor Doutor João Carlos Lopes, um agradecimento pela interminável paciência e disponibilidade demonstradas durante a elaboração deste trabalho e também pela ajuda preciosa na definição pormenorizada do tema deste trabalho e das suas componentes. Muito Obrigado Professor.

À restante família e amigos, um obrigado pelo apoio contínuo e incondicional que demonstraram não só durante a elaboração deste trabalho mas também durante todo o meu percurso no Mestrado.

## Índice

Lista de Abreviaturas.....	iv
Lista de Anexos .....	v
1. Introdução.....	1
2. Enquadramento teórico .....	3
2.1. <i>Importância do Investimento</i> .....	3
2.1.1. <i>Procura interna e Multiplicador Keynesiano</i> .....	4
2.1.2. <i>O investimento enquanto acumulação do stock de capital, Modelo de Solow e Modelo de crescimento endógeno.</i> .....	7
2.2. <i>Falhas de mercado no Investimento</i> .....	10
3. O financiamento às empresas .....	13
3.1. <i>Problema do crédito bancário</i> .....	13
3.2. <i>Insuficiências do mercado de capitais</i> .....	15
4. Evolução do Investimento em Portugal .....	16
4.1. <i>A queda do investimento nos últimos anos</i> .....	16
4.2. <i>Causas e consequências da queda do investimento</i> .....	17
4.2.1. <i>Causas</i> .....	17
4.2.2. <i>Consequências</i> .....	19
5. Apoios da U.E ao investimento.....	20
5.1. <i>Fundamento para a existência destes apoios</i> .....	20
5.2. <i>Instrumentos Comunitários</i> .....	24
5.3. <i>Análise do caso português</i> .....	28
6. Conclusões .....	33
Referências Bibliográficas.....	35
Anexos.....	40

## **Lista de Abreviaturas**

BEI: Banco Europeu de Investimento

BFN: Bancos de Fomento Nacionais

DG-Regio: Direcção-Geral para a política Regional e Urbana

FBCF: Formação Bruta de Capital Fixo

FC: Fundo de Coesão

FEADER: Fundo Europeu Agrícola de Desenvolvimento Rural

FEAMP: Fundo Europeu dos Assuntos Marítimos e das Pescas

FEDER: Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional

FEEI: Fundos Europeus Estruturais e de Investimento

FEI: Fundo Europeu de Investimento

FEIE: Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos

FSE: Fundo Social Europeu

IF's: Instrumentos Financeiros

IFD: Instituição Financeira de Desenvolvimento

INE: Instituto Nacional de Estatística

PME's: Pequenas e Médias Empresas

PO: Programa Operacional

QREN: Quadro de Referência Estratégica Nacional

RCP: Regulação Comum de Provisões

U.E: União Europeia

## Lista de Anexos

Fórmula A1: Procura Interna numa economia simples sem governo ou sector externo.

Fórmula A2: Despesa numa economia aberta e com Estado.

Fórmula A3: Fórmula explicativa do Investimento.

Fórmula A4: Fórmula da condição de equilíbrio entre Poupança e Investimento no modelo *IS/LM*.

Fórmula A5: Nível óptimo de *stock* de capital desejado.

Fórmula A6: Mudanças no *stock* de capital são proporcionais às mudanças da procura esperada do produto.

Fórmula A7: Função de produção neoclássica.

Fórmula A8: Função de produção no modelo de crescimento endógeno.

Fórmula A9: Aumento do *stock* de capital.

Fórmula A10: Taxa de crescimento do output no modelo de crescimento endógeno.

Quadro A1: FBCF total em percentagem do PIB.

Quadro A2: FBCF das empresas, não financeiras, em percentagem do PIB.

Quadro A3: Peso das PME's no tecido empresarial português.

Quadro A4: Taxa de pedidos de empréstimo bancário aceites.

Quadro A5: Taxa de pedidos de empréstimo bancário parcialmente aceites.

Quadro A6: Taxa de pedidos de empréstimo bancário recusados.

Quadro A7: FBCF em percentagem do PIB em Portugal.

Quadro A8: Taxa de crescimento anual do PIB real com base no ano anterior.

Quadro A9: Ratio dívida-rendimento líquido de impostos de empresas não financeiras.

Quadro A10: Principais factores limitativos do Investimento em 2016.

Quadro A11: PIB potencial com ano base 2010.

Quadro A12: Diferença entre PIB real e PIB potencial com ano base 2010.

Quadro A13: Taxa de desemprego.

Figura A1: Índice de incerteza económica na Europa.

## 1. Introdução

Este trabalho é o resultado de uma investigação realizada no âmbito do Mestrado de Economia Internacional e Estudos Europeus do Instituto Superior de Economia e Gestão. Desde o início da crise financeira mundial de 2008-2009 que os níveis de investimento das empresas, na União Europeia (U.E) e especificamente em Portugal, se têm vindo a deteriorar (Quadros A1 e A2). Esta dificuldade não pode ser desligada da realidade que são as dificuldades de financiamento das empresas, com destaque para as pequenas e médias empresas (PME's). Sabendo da importância do nível de investimento para a persecução de um crescimento económico necessário e sustentado, proponho um estudo sobre os apoios da U.E ao investimento das empresas, especificando o caso português. Sendo a U.E o enquadramento económico e social primordial para Portugal, os seus apoios ao investimento das empresas podem ter uma grande importância no processo de crescimento e desenvolvimento económico do país. Os Fundos Europeus Estruturais e de Investimento (FEEI) da U.E, juntamente com o Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos (FEIE), serão foco de uma pequena análise em relação à sua organização, estrutura, dimensão e efectividade.

Dito isto, a proposta deste trabalho é abordar a eficácia destes fundos na tentativa de aumentar os níveis de investimento em Portugal, especialmente no que toca à sua capacidade de ultrapassar as falhas de mercado existentes no processo de financiamento e investimento das empresas. Para que este objectivo seja alcançado, será interessante abordar a criação da Instituição Financeira de Desenvolvimento (IFD) e a forma como pode ser um novo instrumento do Estado na interacção com o processo de financiamento das empresas. No que toca às falhas de mercado será do maior interesse

analisar o processo de financiamento e investimento de acordo com a questão da informação assimétrica e avaliação do risco, passando pela teoria da agência, pois os FEEI e o FEIE, em cooperação com a IFD, poderiam promover uma melhor avaliação da informação disponível, aumentando não só os níveis de investimento como também a sua efectividade.

Deste modo propõem-se as seguintes perguntas de investigação: Serão os apoios da U.E às empresas suficientes para inverter a tendência de evolução negativa do investimento? Terá a forma mais recorrente de financiamento das PME's levado a uma maior assimetria de informação durante a crise, o que acentuou a queda do investimento? Serão os FEEI, FEIE e IFD uma boa solução para responder às falhas de mercado identificadas?

Para responder a estas questões, este trabalho passará por diversas partes, de forma a tentar perceber qual o verdadeiro papel dos fundos da U.E na ajuda ao investimento e na eliminação das falhas de mercado. No segundo capítulo será efectuado um enquadramento teórico onde será abordada a importância do investimento para a economia de um país, segundo a visão do lado da procura e a visão do lado da oferta. Ainda neste capítulo será abordada a forma como a assimetria de informação pode influenciar negativamente o processo de financiamento e investimento das empresas. No terceiro capítulo serão abordados os problemas existentes no financiamento das empresas. No quarto capítulo será efectuada uma análise da evolução do investimento em Portugal no período 2000-2015, tentando perceber quais as causas e consequências desta evolução. No quinto capítulo serão abordados os apoios da U.E ao investimento, a sua estrutura e a forma como foram utilizados em Portugal (no que toca à ajuda ao investimento nas empresas) e a sua conjugação com a IFD. Por fim, no sexto

capítulo, serão retiradas as respectivas conclusões desta análise. Para a realização deste trabalho, será utilizada uma metodologia de trabalho teórica com uma pequena componente quantitativa, onde foram utilizados vários documentos oficiais provenientes da U.E tal como a literatura mais indicada para abordar as questões teóricas. Em termos quantitativos serão utilizadas as bases de dados estatísticas do Eurostat, Instituto Nacional de Estatística (INE) e outras, de forma a analisar a evolução do investimento em Portugal.

Dito isto é de esperar que os fundos analisados não tenham sido suficientes para recuperar os níveis de investimento das empresas para níveis anteriores à crise. Por outro lado, o facto de as empresas portuguesas basearem o seu financiamento no crédito bancário levou a uma maior dificuldade na recuperação, devido à crise bancária e aos problemas de assimetria de informação. Por último espera-se que os fundos analisados, em conjugação com a IFD, tenham ainda algum trabalho de aperfeiçoamento pela frente de forma a conseguirem eliminar totalmente as falhas de mercado identificadas. Contudo, é de grande importância lembrar que este trabalho apenas pretende ser uma humilde contribuição a esta discussão e não um documento com conclusões fechadas.

## **2. Enquadramento teórico**

### *2.1. Importância do Investimento*

A importância do investimento<sup>1</sup> é abordada essencialmente pela macroeconomia. O ritmo a que se processa o investimento privado das firmas, tal como o seu comportamento, é central para perceber a actividade económica, pois é a volatilidade

---

<sup>1</sup> É necessário esclarecer que neste trabalho apenas será abordado o investimento privado das empresas, sendo que ao longo do mesmo sempre que se mencionar “investimento” é de investimento privado das empresas de que se fala. De fora ficam o investimento imobiliário e o investimento público.

dos gastos em investimento que em grande parte pode explicar as flutuações macroeconómicas agregadas (Chirinko, 1993). O nível de investimento é capaz de determinar o ritmo de acumulação de *stock* de capital físico de uma economia ajudando desta forma a perceber qual a *performance* de crescimento e produtividade de longo prazo de uma economia. Desta forma podemos estabelecer que países com maior crescimento investem mais, em percentagem do PIB, do que países com menor crescimento (Dornbucsh et al, 1998). Assim, quais são as diferentes componentes do Investimento? Segundo Santos et al (2010) o investimento divide-se em Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) que é a despesa com aumentos de maquinaria, aquisição de novos edifícios e variação de existências<sup>2</sup>, e em segundo lugar a aquisição líquida de objectos de valor. Neste trabalho, será apenas abordada a componente da FBCF. Outra distinção necessária é em relação ao significado de “capital”, neste caso a intenção é fazer referência ao *stock*, ou seja, ao valor monetário de máquinas, edifícios e inventário. Logo, o investimento será o processo de acumulação deste *stock* de capital, que existirá sempre em determinado valor pois será sempre necessário contar com o processo de depreciação do capital. (Dornbucsh et al, 1998).

### 2.1.1. Procura interna e Multiplicador Keynesiano

Numa economia simples, sem governo ou sector externo, o investimento juntamente com o consumo público e consumo privado faz parte da procura interna. Ou seja, o *output*, ou despesa interna, de uma economia vai contar com o consumo total (consumo privado + consumo público) e o investimento. Sendo a Procura Interna *PI*, tem-se a expressão verificada na Fórmula A1. Como a economia portuguesa faz parte da economia europeia, torna-se essencial perceber como se incorpora o investimento num

---

<sup>2</sup> Variação dos bens que se encontram armazenados e que ainda não foram vendidos (Santos et al, 2010).

modelo *Keynesiano* de economia aberta e com estado. Numa economia deste tipo a despesa passa a integrar os gastos do estado, as exportações e subtrai-se as importações (Fórmula A2). Resolvendo a equação da Fórmula A2 por substituição (Santos et al, 2010, p. 30) chega-se à forma reduzida do produto de equilíbrio:

$$(2) Y = \frac{\bar{c} + \bar{I}_{priv} + \bar{I}_{pub} + \bar{G} + \bar{E}x - \bar{I}m + c \cdot (\bar{T}R - \bar{T})}{1 - c \cdot (1 - t) + m}$$

Desta forma é possível obter o multiplicador do investimento privado nesta economia com estado e aberta ao exterior:

$$(3) \frac{\partial Y}{\partial I_{priv}} = \frac{1}{1 - c \cdot (1 - t) + m}$$

Este multiplicador<sup>3</sup> diz-nos que um crescimento do investimento privado faz com que o rendimento aumente num montante superior àquele registado no aumento do investimento privado. Contudo, é necessário registar que este multiplicador será sempre inferior quando comparado com o multiplicador do modelo sem estado, pois no primeiro, parte do rendimento gerado na produção vai para os impostos cobrados pelo estado e ainda para as importações, ou seja, este multiplicador será tanto maior quanto menor for a taxa marginal de imposto e a propensão marginal a importar.

Feita a análise do multiplicador *Keynesiano* é possível e necessário passar a analisar o investimento a partir do modelo *IS/LM*. Com este modelo o investimento passa a ter uma variável que explica o seu comportamento e que permite determinar o seu nível, deixando de ser uma variável exógena determinada, segundo Keynes, por “*animal spirits*” (Keynes, 1936; 2010) dos investidores. A componente *IS* diz qual a

---

<sup>3</sup> Onde  $t$  é a taxa marginal de imposto controlada pelo estado,  $c$  a propensão marginal a consumir e  $m$  a propensão marginal a importar.

combinação de taxa de juro e níveis de *output* onde a despesa iguala o rendimento, sendo que o investimento passa a ser determinado pela taxa de juro. Logo é possível traçar uma equação que explique o investimento (Fórmula A3), onde  $\bar{I}$  representa os gastos autónomos em investimento,  $i$  a taxa de juro nominal e  $r$  a taxa de juro real (aproximadamente igual à taxa nominal mas à qual se retira a inflação esperada) e  $b$  mede a resposta do investimento ao juro<sup>4</sup>. Desta forma é possível observar que quanto maior a taxa de juro menor será o nível de investimento, pois as firmas ao pedirem emprestado para concretizarem projectos de investimento, se tiverem de pagar uma taxa de juro elevada, isso fará com que os lucros esperados desse investimento sejam menores. O contrário irá acontecer se a taxa de juro for menor. A componente *IS* apresenta uma condição de equilíbrio que é a igualdade entre investimento e poupança, que após a adição da componente do estado se verifica da forma visível na Fórmula A4. Esta condição permite verificar que se existir um aumento no investimento, para a mesma taxa de juro, o nível de rendimento é superior devido ao efeito multiplicador analisado anteriormente (Santos et al, 2010).

Por outro lado, o modelo *IS/LM* permite fazer a ponte para as restantes teorias explicativas do investimento ao integrar uma análise sobre as expectativas futuras e a moeda. Se neste modelo o investimento depende negativamente da taxa de juro e positivamente do nível do produto, é evidente a importância das expectativas de evolução futura da taxa de juro e do rendimento futuro para prever o comportamento do investimento.

---

<sup>4</sup> Este parâmetro indica qual o grau de resposta do investimento à taxa de juro, ou seja, se  $b$  for grande, uma pequena subida da taxa de juro levará a uma grande diminuição do investimento.

2.1.2. *O investimento enquanto acumulação do stock de capital, Modelo de Solow e Modelo de crescimento endógeno.*

Um dos modelos utilizados e que melhor explica as dinâmicas de investimento, e que o interpreta como função de desejos de mudanças no *stock* de capital e depreciação do mesmo, é o Modelo do Acelerador (Barkbu et al, 2015). Segundo Jorgenson & Siebert (1968) este modelo foca-se no padrão temporal do comportamento do investimento, com a firma a ter um nível desejado de capital que é determinado por considerações de longo prazo. Assim, assume-se que em cada período  $t$  existe um nível óptimo de *stock* de capital desejado, dado pela expressão presente na Fórmula A5. Este nível de capital desejado tem a intenção de produzir um nível de produto,  $Y_t$ . Contudo, se houver uma expectativa de que a procura de produto possa aumentar no intervalo temporal seguinte,  $Y_{t+1}$ , isso vai implicar que o *stock* de capital desejado para o mesmo intervalo temporal também irá aumentar e será  $K^*_{t+1}$ . Se tivermos em conta  $v$  como o coeficiente capital/produto que tem como objectivo perceber quantas unidades de capital são necessárias para produzir uma unidade de produto, apresenta-se a igualdade presente na Fórmula A6. Esta equação permite perceber que as mudanças no *stock* desejado de capital serão sempre proporcionais às mudanças da procura esperada do produto. Neste modelo, o investimento é a quantidade de capital gasta pelas firmas com o objectivo de adicionar ao *stock* de capital num determinado período. Assim, o *stock* de capital é a acumulação de capital proveniente de investimento passado que está sempre a ser reduzido pela depreciação inerente ao capital. Deste modo, O investimento líquido necessário a realizar no período  $t$  de forma a que seja possível obter o *stock* de capital desejado no período  $t+1$  será dado pela seguinte equação:

$$(6) I_t = K^*_{t+1} - K^*_t = v(Y_{t+1} - Y_t) = v\Delta Y_t$$

Esta equação permite verificar que a condição para haver investimento é a existência de um aumento do produto que provoque um aumento do *stock* de capital desejado e conseqüentemente leve ao aumento do investimento. Assim, quanto maior o *output* maior o gasto em investimento<sup>5</sup> (Kopcke, 1993).

Passando agora para o modelo de *Solow*, o investimento contribui para a acumulação de capital, sendo que a variação de capital é encarada como um factor de produção que leva à alteração do produto de equilíbrio. No longo prazo o crescimento é exógeno e depende de uma variável exógena ao modelo como a taxa de progresso tecnológico<sup>6</sup>. Ao contrário do modelo anterior, o modelo de Solow enquanto modelo que pretende explicar o processo de crescimento leva em conta dois factores de produção, Capital e Trabalho, através de uma função de produção neoclássica (Fórmula A7), onde se assume produtividades marginais decrescentes do capital ( $K$ ) e trabalho ( $L$ ), e rendimentos constantes à escala. Neste panorama, o crescimento do *output* por trabalhador vai apenas depender de um crescimento marginal decrescente do capital por trabalhador<sup>7</sup>. Assim, se se assumir que a propensão marginal a poupar é constante, e que a variação do capital (investimento líquido) é igual ao investimento bruto subtraído da depreciação, o crescimento do capital é determinado pela poupança que depende do rendimento, que por sua vez depende do capital (Santos et al, 2010). Assim, o investimento líquido por trabalhador apresenta-se como:

---

<sup>5</sup> Para lá destas questões, este modelo está sujeito a críticas como o nível de investimento ignorar preços, salários, impostos e taxas de juro (Kopcke, 1993). É também criticável por assumir hipóteses algo irreais como uma capacidade produtiva sempre plenamente utilizada, um aumento da procura permanente, e o facto do *stock* de capital actual ( $K_t$ ) se ajustar sempre perfeitamente ao *stock* de capital desejado ( $K^*$ ) (Santos et al, 2010).

<sup>6</sup> Sendo que no longo prazo o crescimento explicado pela acumulação de capital é não existente, isto porque se admite uma produtividade marginal do capital decrescente (Blanchard & Johnson, 2012).

<sup>7</sup> Neste modelo, a população cresce ao ritmo de uma taxa anual constante que, caso a taxa de actividade e de desemprego se mantiverem constantes, será a mesma para o crescimento do número de trabalhadores (Blanchard & Johnson, 2012).

$$(7) \frac{dk}{dt} = sf(k) - (n + \delta)k$$

Sendo esta a equação fundamental do modelo de Solow, diz-nos que a variação do *stock* de capital per capita por unidade de tempo é igual à diferença entre poupança (o investimento bruto) por trabalhador e o investimento necessário para repor o desgaste de capital e “equipar” os novos trabalhadores. Numa economia onde a população cresce a determinada taxa, para manter o capital *per capita* constante, é necessário que o capital cresça à mesma taxa. Sendo que é a partir deste crescimento de capital que se determina o investimento bruto por trabalhador. Neste estado a economia fixa um *ratio* de capital/trabalho e *output per capita* que tornam a economia estável. Como se assume que o investimento é igual à poupança, também se assume que a depreciação se processa a um ritmo constante, onde a poupança é suficiente para providenciar o capital suficiente para amparar a depreciação e manter o *ratio* de capital por trabalhador. Já o investimento necessário verifica-se quando a economia cresce e sai da sua condição de equilíbrio levando-a a nova situação de equilíbrio. Dito isto, o importante é a quantidade de investimento necessária a cada *ratio* capital/trabalho capaz de manter este mesmo *ratio* constante, quando comparado com o ritmo de depreciação e crescimento da população (Santos et al, 2010).

Desta forma, é possível passar ao último modelo explicativo do investimento, o modelo de crescimento endógeno. Segundo Blanchard & Johnson (2012), nos modelos de crescimento endógeno a taxa de crescimento do produto vai depender de variáveis endógenas ao modelo, como seja a taxa de poupança, passando a existir retornos constantes para os factores de produção. Desta forma, os factores de produção podem ser acumulados de forma a afectarem a taxa de crescimento da economia no seu estado

estável, analisado anteriormente. Assim, assume-se uma função de produção onde existe apenas capital (Fórmula A8), onde  $a$  é uma constante da produtividade marginal do capital, e  $K$  é encarado como um *stock* de capital amplo, onde se inclui o capital humano, com o output a ser proporcional ao *stock* de capital ( $K$ ). Se a taxa de poupança for uma constante ( $s$ ), não houver crescimento da população e depreciação do capital, então toda a poupança gerada será destinada ao aumento do *stock* de capital (Fórmula A9). Isto diz-nos que a taxa de crescimento do capital é afectada pela taxa de poupança e que sendo o *output* proporcional ao capital então a taxa de crescimento do mesmo será dada pela equação apresentada na Fórmula A10. Desta forma, a taxa de crescimento do produto será tanto maior, quanto maior for a taxa de poupança.

## 2.2. *Falhas de mercado no Investimento*

Segundo Akerlof (1970), a assimetria de informação surge num determinado mercado quando, numa relação entre duas partes, uma destas partes detém mais e melhor informação sobre o activo em causa do que a outra parte, tornando a relação de compra e venda ou de observação do activo assimétrica para a última. É a partir desta ideia que Pereira (2008) descreve uma das consequências desta falha de mercado, o problema de agência. Segundo o autor, a existência de informação assimétrica entre os agentes origina dois problemas: risco moral e selecção adversa. O primeiro tem que ver com a dificuldade em observar as acções dos agentes, o segundo verifica-se quando não é possível perceber quais as características dos agentes<sup>8</sup>. É possível estabelecer uma relação de agência quando o principal delega no agente determinados direitos, sendo que o agente deve actuar em função dos objectivos do principal, contudo esta relação

---

<sup>8</sup> A relação de agência tem em si alguns pressupostos, entre os quais, a existência de actores racionais e egoístas onde principal e agente têm preferências distintas. Segundo Pereira (2008) o egoísmo dos agentes e a heterogeneidade de preferências são predisposições necessárias para a aplicação desta teoria.

pode degenerar caso o agente se comporte de forma oportunista ao prosseguir apenas os seus objectivos pessoais e não os que foram contratualizados entre si e o principal<sup>9</sup>. Para que isto aconteça, é necessário que exista informação assimétrica e custos de monitorização para o principal quando pretende verificar e monitorizar o comportamento do agente<sup>10</sup>.

Dito isto, de que forma é possível enquadrar o investimento de capital e privado nesta teoria? Segundo Healy & Palepu (2001) o problema de assimetria de informação no investimento acontece quando existem diferenças de informação e incentivos conflitantes entre empresários (agentes) e investidores (principais). Neste caso quando os investidores, que disponibilizam o capital para que os empresários possam levar avante os seus projectos de investimento, não são capazes de distinguir entre bons e maus projectos de investimento. Os maus projectos podem ser compreendidos como bons, e o mercado irá subvalorizar os bons projectos e sobrevalorizar os maus projectos, o que é um problema de selecção adversa. Por outro lado, ao realizar o investimento o empresário passa a ter o incentivo de tomar decisões que utilizem os fundos disponibilizados pelos investidores de forma negativa para os últimos. Este é um problema de risco moral, pois os investidores não são capazes de observar o comportamento dos empresários, devido ao facto dos primeiros não terem intenção de gestão da firma.

Segundo o modelo de Morellec & Schurhoff (2010) os problemas de informação assimétrica incentivam as firmas com menor *cash flow* a venderem activos com um

---

<sup>9</sup> Estes contratos podem ser formais ou informais, ver Pereira (2008).

<sup>10</sup> É importante esclarecer que numa relação de agência os custos decorrentes de informação assimétrica estão todos do lado do principal, ou seja, as características e o comportamento do agente não são observáveis, sendo que os agentes têm sempre mais e melhor informação sobre o activo em jogo.

preço demasiado alto, ou seja, a informação assimétrica aumenta o valor de firmas menos valiosas e reduz o valor de firmas mais valiosas, aumentando o custo de investimento para as últimas. É segundo esta lógica que se percebe que estas fricções estão na raiz dos problemas de financiamento (Ascioglu et al, 2007) e tornam o financiamento externo mais caro do que o financiamento interno de projectos de investimento (Myers & Majluf, 1984), o que por sua vez, segundo Greenwald & Stiglitz (1993), pode levar as firmas a ter alguma aversão ao risco. Assim, se levarmos em conta uma economia em que as suas firmas são muito dependentes do financiamento externo é mais provável que esta economia tenha problemas nos seus níveis de investimento, especialmente em tempos de dificuldades financeiras. É a partir desta ideia que Favara (2012) indica que, decorrente dos custos de agência, existe uma relação inversa entre estes custos e a capacidade de investimento da firma<sup>11</sup>, ou seja, uma crise deverá diminuir os níveis de investimento em parte através dos custos de agência e informação assimétrica, enquanto que um “boom” económico deverá mitigar os mesmos custos, fazendo com que o investimento aumente a nível agregado. Desta forma, os choques externos negativos terão tendência a provocar uma diminuição muito maior do investimento em economias com custos de agência elevados do que numa economia onde estes custos não sejam tão elevados (Bernanke & Gertler, 1989). Ou seja, apesar dos problemas de informação assimétrica e de agência estarem muitas vezes do lado do principal (investidor), no processo de investimento as firmas saem também prejudicadas por estes problemas, através da diminuição dos seus níveis de investimento e crescente má performance económica.

---

<sup>11</sup> Especialmente no que toca à capacidade da firma obter empréstimos bancários em tempos de crise, pois parte das más condições financeiras de uma firma num período de crise advêm dos problemas de selecção adversa e risco moral.

### **3. O financiamento às empresas**

#### *3.1. Problema do crédito bancário*

Em primeiro lugar, é necessário compreender que a maioria do tecido empresarial português e europeu é constituído por PME's. Segundo dados da Comissão Europeia (Muller et al, 2015) as PME's compunham cerca de 99.8% de todo o tecido empresarial não financeiro da UE 28 em 2014, sendo que em Portugal essa percentagem é de 99.9% em 2014 (Ver Quadro A3). As mesmas fontes indicam que 67% do emprego total, em 2014, na UE é assegurado por PME's que geraram 58% do valor acrescentado do sector não financeiro (Muller et al, 2015). Em Portugal, 80.2% do emprego no sector não financeiro foi garantido por PME's em 2014, que por sua vez geraram 62.8% do valor acrescentado bruto do sector não financeiro (INE, 2016a). Dito isto, é possível afirmar que a análise dos problemas de financiamento das PME's é o passo certo a dar.

O financiamento às PME's traz consigo problemas específicos. Segundo Navaretti et al (2015b) as PME's são portadoras de um maior grau de risco e constituem uma fracção considerável dos empréstimos bancários. Contudo, esta forma de financiamento conheceu um período de forte queda devido à crise financeira mundial e às crises da dívida soberana, o que deteriorou o acesso ao financiamento por parte das PME's, especialmente devido a maiores taxas de juro e maiores exigências de colaterais nos países do sul da Europa (Darvas, 2013, p. 4). Esta realidade dificultou o acesso das PME's ao crédito bancário, fazendo com que a proporção de candidaturas ao crédito mal sucedidas aumentasse exponencialmente entre 2007 e 2010 (Ver Quadro A4, A5 e A6) (Eurostat, 2011). Neste particular, a realidade portuguesa segundo uma amostra de Tavares et al (2015), mostra que 91% das PME's desta amostra utilizam o crédito

bancário como forma preferencial de financiamento. Em Portugal o crédito bancário concedido às PME, segundo Henriques & Brás (2013), perfaz 60% a 70% desta forma de financiamento, que no seu total registou até 2008 uma subida, sendo que a partir daí se regista uma queda de cerca de 10% (Darvas, 2013). No que toca a taxas de juro de empréstimos de pequena dimensão, estas registaram sempre um valor superior a Espanha, Itália e restantes países do Norte da Europa<sup>12</sup>. Este grau de dependência do crédito bancário, por parte das PME's portuguesas, poderá torná-las mais vulneráveis aos problemas de assimetria de informação, o que durante a crise pode ter sido um motivo forte para a queda do nível de investimento.

O financiamento de PME's está sujeito a outros problemas. Providenciar empréstimos a empresas tem como requisito um controlo do comportamento dos empresários o que implica a existência de custos fixos por cada empréstimo efectuado<sup>13</sup>, sendo os bancos obrigados a cobrar taxas de juro mais elevadas por empréstimos mais pequenos, prejudicando assim as PME's (Navaretti et al, 2015a). Os mesmos autores, ao citarem Bernanke & Gertler (1989), dão conta dos custos que os bancos enfrentam no que toca ao risco de bancarrota de pequenas empresas, o que faz com que estas empresas tenham um acesso mais restrito ao crédito. Tudo isto devido à necessidade de os bancos exigirem maiores taxas de juro para cobrir o maior risco de bancarrota destas firmas que têm menor capacidade de fazer face a possíveis choques negativos na procura, fazendo com que as firmas se autolimitem na procura de crédito.

Outro constrangimento na relação entre bancos e PME's é a possível existência de problemas de assimetria de informação, ou seja, os bancos não conseguem obter

---

<sup>12</sup> Esta taxa fixou-se nos 6.6% em 2013 (Darvas, 2013, p. 18).

<sup>13</sup> Sendo que estes custos são iguais independentemente do tamanho do empréstimo (Navaretti et al, 2015a).

informação suficiente sobre os projectos e propostas apresentadas pelas empresas na tentativa de obterem empréstimos bancários (Canton et al, 2013). Segundo Navaretti et al (2015a) os empresários têm melhor conhecimento do potencial e do risco de cada um dos projectos que necessitam de financiamento, sendo que os bancos têm dificuldade em avaliar o risco envolvido nestes projectos, aumentando as taxas de juro como forma de compensar este problema de informação. Contudo, este aumento de juros traz consigo um problema de selecção adversa pois as empresas com menos risco abstêm-se de recorrer ao crédito bancário, fazendo com que as empresas que, à primeira vista, teriam menores possibilidades de aceder ao crédito bancário devido ao maior risco, o consigam fazer.

Todos os problemas anteriores não são exclusivos das PME's, mas o facto deste tipo de empresas se caracterizar por uma maior opacidade da informação contabilística e financeira faz com que os problemas de assimetria de informação, e consequentemente os problemas de financiamento, sejam mais agudos nas PME's<sup>14</sup>.

### 3.2. *Insuficiências do mercado de capitais*

Tendo em conta os problemas no acesso ao financiamento através do empréstimo bancário por parte das PME's, uma das soluções poderia ser o financiamento através do acesso ao mercado de capitais, através de acções e obrigações de forma a igualar a procura e oferta de capital aumentando as oportunidades de financiamento às PME's (Trentinaglia, 2015). Contudo, parte dos problemas enfrentados pelos bancos é também enfrentado no mercado de capitais. Devido ao

---

<sup>14</sup> As empresas mais novas e mais pequenas são mais opacas para os bancos que demoram mais tempo a acumular a informação sobre o seu risco e lucros (Navaretti et al, 2015a), e por estarem mais sujeitas a um tipo de liderança onde o empresário tem tendência a fundir aquilo que é o seu comportamento pessoal com o comportamento empresarial, promovendo uma maior informalidade e uma liderança mais centrada na sua figura (Matias, 2009).

diminuto tamanho de tais empresas é de esperar problemas no conhecimento de toda a informação sobre as mesmas, o que dificulta a recolha de toda a informação sobre a actividade de uma firma quando se pretende transaccionar os seus títulos, sejam eles obrigações ou acções. Por outro lado, levando em conta os custos fixos presentes na emissão de tais acções ou obrigações, isso poderá ser um custo insuportável para empresas desta dimensão (Noia et al, 2015).

## **4. Evolução do Investimento em Portugal**

### *4.1. A queda do investimento nos últimos anos*

Desde o início do novo milénio a evolução do nível de investimento em Portugal tem sido algo atribulada. Segundo dados do INE (2015) (Ver Quadro A7) entre 1995 e 2000 a FBCF, no total da economia, teve uma tendência de crescimento. A partir desta data existe uma evolução decrescente do mesmo indicador, que culmina em 2013. Já no que toca ao investimento das empresas, segundo dados do Eurostat<sup>15</sup>, a evolução não é muito diferente, pois entre 2005 e 2007 assiste-se a uma evolução positiva do investimento culminando em 2008. Com o início da grande crise de 2008-2009, assiste-se a um período de queda do investimento, que como foi possível observar anteriormente, poderá estar relacionado com a queda do output agregado que conjuntamente com os problemas de informação assimétrica e de agência podem ter agravado a evolução do investimento. Neste período as empresas tiveram uma queda dos seus rendimentos que fez diminuir o investimento até 2013, com uma ligeira recuperação em 2014. Em termos europeus, segundo dados do Eurostat, a U.E a 28 mostrou um comportamento, no que toca ao investimento das firmas, um pouco

---

<sup>15</sup> Ver Quadro A2 (European Commission, 2016b), este indicador mostra o nível de investimento (medido como FBCF), em percentagem do PIB, efectuado pelas empresas.

diferente pois regista uma variação pouco significativa até 2008, e uma queda acentuada em 2009, mas com uma evolução estável a partir desse ano, e até com algum crescimento entre 2010-2011 e 2013-2014 (ver Quadro A2).

Dito isto, é possível afirmar que após um período de queda generalizada do investimento das firmas a partir de 2008/2009, em Portugal, só a partir de 2014 se começa a assistir a uma tímida recuperação que, segundo a OCDE (OCDE, 2014), não é suficiente para manter o nível de stock de capital existente. Em relação à média europeia, a evolução das empresas portuguesas fica aquém na sua recuperação no pós-crise, pois a média dos 28 países da U.E apresenta valores mais elevados e mais estáveis.

#### 4.2. *Causas e consequências da queda do investimento*

##### 4.2.1. *Causas*

Porque razão o nível de investimento das firmas se comporta da forma como foi observado no ponto anterior? A resposta está na conjugação de diversos factores. Em primeiro lugar é necessário considerar a existência da recessão de 2009, o que por si só criou um período depressivo em termos de consumo e output (Ver Quadro A8), o que automaticamente reduz a quantidade de capital disponível para o investimento. Segundo o Banco Europeu de Investimento (BEI) (Kolev & Tanayama, 2015), é perceptível que em Portugal (como integrante do grupo de países mais vulneráveis) entre 2007 e 2009 grande parte das empresas sugere a fraca procura como um factor limitativo da sua produção, com novo aumento em 2011, o que pode ter prejudicado as decisões de investimento das empresas. Segundo a análise do FMI (Barkbu et al, 2015) a queda do

investimento na zona euro coincidiu com as percas do produto, o que combinado com a fraca recuperação do mesmo põem em causa a recuperação do investimento.

Outro factor a levar em conta é, e especialmente para as PME's, a questão do crédito e acesso ao financiamento. Sendo o crédito bancário uma fonte primordial de financiamento para a grande parte das PME's portuguesas, a crise bancária associada a esta depressão mundial torna a situação ainda mais dramática. Com os bancos a sentirem uma necessidade de limitar a sua capacidade de absorção do risco ao limitar o acesso ao crédito, como é visível no Quadro A4, a taxa de sucesso na obtenção de crédito baixou significativamente em países em condições semelhantes à portuguesa<sup>16</sup>. Assim, dada a dependência europeia do financiamento bancário, é possível que os países mais afectados pela crise, como é o caso de Portugal, tenham sido afectados pela incapacidade dos bancos de assumirem novos níveis de risco no financiamento de PME's (Kolev & Tanayama, 2015). É necessário notar que a questão do menor acesso ao financiamento deve-se não só à menor vontade dos bancos em assumir o risco do financiamento, mas também devido aos elevados níveis de dívida assumidos pelas empresas durante o período da crise, como é visível no Quadro A9. Desta forma, é normal que a procura de crédito e financiamento tenha sido mais baixa à medida que as empresas tentavam equilibrar as suas contas, diminuindo desta forma o nível de investimento.

No que toca à importância da incerteza e das perspectivas de longo prazo na queda e lenta recuperação dos níveis de investimento, um aumento na incerteza económica ou no produto de longo prazo das empresas pode fazer com que haja um impacto negativo nos níveis de investimento (Kolev & Tanayama, 2015). Os níveis de

---

<sup>16</sup> Dados não disponíveis para Portugal.

incerteza podem ser medidos através do *Economic policy uncertainty index* elaborado por Baker, Bloom e Davis<sup>17</sup>. E como é visível na Figura A1, o nível de incerteza na Europa entre 2008 e 2012 aumenta em grande proporção, registando-se nestes anos os valores mais baixos para os níveis de investimento em Portugal, que com a descida dos níveis de incerteza a partir de 2012 registam uma pequena recuperação.

No que toca à opinião dos empresários sobre quais os motivos que os levam a não realizar os seus projectos de investimento, o Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE<sup>18</sup> diz-nos que o principal factor limitativo do investimento é a deterioração das perspectivas de venda, seguido da incerteza sobre a rentabilidade dos investimentos. Outro factor com alguma importância é a incerteza no que toca à incapacidade de autofinanciamento (Ver Quadro A10), que como vimos anteriormente é de grande importância para as PME's.

#### 4.2.2. *Consequências*

Como foi abordado nos pontos 2.1 e 2.1.1 deste trabalho, a acumulação de capital afigura-se como essencial para o crescimento do produto, para a determinação do produto potencial e consequentemente para o nível de desemprego. E como é possível observar no Quadro A8, a evolução do PIB português sofreu uma forte queda entre 2008 e 2012, sendo que a partir deste ano apenas se verifica uma recuperação lenta. Estes dados podem ter como causa a fraca recuperação dos níveis de investimento entre os anos 2007 e 2014 (Ver Quadros A1 e A2). No que toca à evolução do PIB

---

<sup>17</sup> Disponível em: <http://www.policyuncertainty.com/index.html>

<sup>18</sup> Efectuado em Abril de 2016 e publicado em Julho de 2016. Leva em conta actividades financeiras e de seguros, que não são abordadas neste trabalho.

potencial, dados da AMECO<sup>19</sup> sugerem que a partir de 2007 se verifica uma desaceleração do crescimento do PIB potencial português, sendo que a partir de 2010 e até 2015 se verifica uma clara diminuição do PIB potencial, com uma ligeira recuperação até 2017. Ainda neste ponto, a diferença entre o PIB potencial e o PIB real (Ver Quadro A12) apresenta um claro aumento a partir de 2007 até 2014, registando uma pequena recuperação até 2017.

Com a diminuição do PIB potencial e com o aumento da diferença entre PIB potencial e PIB real, é de esperar que a taxa de desemprego tenha registado um aumento substancial. Até porque o investimento, como variável que regista o seu sucesso no futuro, é de grande importância para a criação de emprego. Com a diminuição dos níveis de investimento, é possível observar nos Quadros A11, A12 e A13 que as oscilações do nível de investimento coincidiram com a diminuição do crescimento do produto e ainda com um aumento exponencial da taxa de desemprego entre 2008 e 2013.

## **5. Apoios da U.E ao investimento**

### *5.1. Fundamento para a existência destes apoios*

É agora tempo de analisar a importância dos apoios da U.E ao investimento, os FEEI e o FEIE. Começando pelos FEEI, estes apresentam-se enquanto elemento da política de coesão da U.E, presente no artigo 174º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia:

---

<sup>19</sup>Ver Quadro A11. Disponível em: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm).

*“A fim de promover um desenvolvimento harmonioso do conjunto da União, esta desenvolverá e prosseguirá a sua acção no sentido de reforçar a sua coesão económica, social e territorial.*

*Em especial, a União procurará reduzir a disparidade entre os níveis de desenvolvimento das diversas regiões e o atraso das regiões menos favorecidas...”*

(Duarte & Lopes, 2014, p. 184)

Os FEEI são uma combinação de diferentes fundos<sup>20</sup> que à data da sua criação<sup>21</sup> tinham como principal objectivo a descrição anterior. Contudo, com a criação dos *Objectivos 2020* os FEEI tornaram-se nos instrumentos preferenciais na persecução destes objectivos<sup>22</sup> (Molle, 2015).

Dito isto, qual a justificação para a utilização dos FEEI no incentivo ao investimento privado? Para responder a esta questão é necessário reparar que os programas de apoio dos FEEI se centram no apoio a 11 objectivos temáticos<sup>23</sup>, sendo que o mais importante para este trabalho é o terceiro objectivo: *Competitividade das PME*. Para concretizar este e os restantes objectivos, os apoios dos FEEI são concretizados através de “bolsas” ou de instrumentos financeiros como garantias, empréstimos e “*equity investments*” (European Commission, 2016c). Segundo a Comissão Europeia (Comissão Europeia, 2016b), Os instrumentos financeiros (IF’s), no

---

<sup>20</sup> Os fundos são os seguintes: Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (FEDER); Fundo Social Europeu (FSE); Fundo de Coesão (FC); Fundo Europeu Agrícola de Desenvolvimento Rural (FEADER); Fundo Europeu dos Assuntos Marítimos e das Pescas (FEAMP) (Comissão Europeia, 2015c).

<sup>21</sup> A política de coesão foi criada em 1975 com a criação do Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional.

<sup>22</sup> Estes objectivos são um crescimento inclusivo, sustentável e inteligente.

<sup>23</sup> Para além do objectivo analisado, os restantes objectivos são: *Investigação e inovação; Economia de baixo carbono; Tecnologias de Informação e Comunicação; Adaptação às alterações climáticas e gestão do risco; Ambiente e eficiência de recursos; Transportes sustentáveis; Emprego e mobilidade do trabalho; Inclusão social e pobreza; Educação; Capacidade Institucional* (European Commission, 2016c).

quadro plurianual 2014-2020, serão essenciais para uma maior competitividade das PME's e para o programa de facilidade de acesso ao crédito das mesmas, sendo que já no quadro de 2007-2013 os IF's assumiram uma maior importância (Wishlade & Michie, 2014, p. 2-3). Assim, existem três razões principais para a utilização destes IF's através dos FEEI.

Em primeiro lugar, a forma como os IF's são desenhados tem como principal objectivo combater as falhas de mercado no que toca à disponibilidade e acesso ao capital, especialmente assimetria de informação e o facto da análise comercial dos retornos do investimento não considerar todas as externalidades e benefícios sociais positivos existentes. No que toca à primeira, os IF's permitem que os investidores não se tenham de preocupar com a avaliação do risco de determinados projectos, pois muitas vezes não têm o historial ou a informação necessária para que se saiba quais os riscos existentes, o que é comum nas PME como vimos anteriormente. Desta forma os IF's permitem que se cubra o risco desconhecido pelos investidores, impedindo que estes sejam afugentados pelo nível desconhecido de risco. Na segunda falha de mercado, os IF's permitem que maior investimento seja feito em áreas que podem não ser chamativas ou lucrativas para os investidores privados e para o seu capital, mas que permitem criar e aumentar determinados benefícios sociais (Wishlade & Michie, 2014). A segunda razão, decorrente da anterior, prende-se com o facto dos IF's serem capazes de apoiar, incentivar e cativar o investimento privado, importante num período decorrente de uma grave crise financeira e económica onde os investidores privados perderam o seu incentivo a investir (Wishlade & Michie, 2014). Por último, sendo que estes instrumentos têm de ser pagos de volta à fonte (ao contrário do que acontece com “bolsas”) isto permite que haja um maior cuidado e exigência na avaliação dos projectos

que procuram financiamento, o que em último caso poderá levar a uma maior qualidade e sucesso dos investimentos efectuados (Wishlade & Michie, 2014). Este é um pensamento que permite um maior apoio a este tipo de instrumentos em vez de “bolsas” que podem atrair investimento com menor taxa de sucesso esperado, diminuindo ainda as hipóteses de selecção adversa na escolha de projectos de investimento.

Analisados os motivos da existência dos IF's no que toca à política de coesão e estrutural dos FEEL, falta analisar o segundo instrumento de apoio ao investimento da U.E, o FEIE. O FEIE nasce directamente do declínio dos níveis de investimento e de competitividade decorrente da crise económica. Desta forma a Comissão Europeia e o BEI lançaram em Novembro de 2014 uma estratégia cujo principal objectivo é diminuir os obstáculos ao investimento e promover o investimento na U.E, e onde o FEIE é um elemento central para aumentar o investimento privado ao melhorar o acesso ao financiamento por parte das empresas, tendo como objectivo último uma rápida e eficaz recuperação económica (EIB, 2015). O FEIE é apenas um de três pilares do *Plano de Investimento para a Europa*<sup>24</sup> que tem como um dos seus objectivos principais, segundo a Comissão Europeia, impedir e reverter a tendência da queda dos níveis de investimento para que desta forma se possam recuperar os níveis de crescimento económico e consequentemente do aumento do emprego. (Comissão Europeia, 2014).

Segundo o BEI (EIB, 2015), e a sua orientação estratégica para o FEIE, este é o elemento chave deste plano pois o seu objectivo último é servir de catalisador do investimento privado ao facilitar o acesso das empresas ao financiamento. De forma a

---

<sup>24</sup> Sendo os dois restantes: A criação do *European Investment Advisory Hub*, que providencia assistência técnica e apoio na preparação e implementação dos instrumentos providenciados, juntamente com o *European Investment Project Portal* que pretende actuar como um portal onde projectos de investimento se podem desenvolver de forma transparente; Por último, o terceiro pilar foca-se na implementação de reformas estruturais e regulatórias de forma a assegurar um ambiente favorável ao investimento (European Commission, 2016c).

atingir este objectivo, o FEIE deverá actuar em cooperação com outros instrumentos de ajuda ao investimento providenciados por entidades nacionais (como seja o caso de Bancos de Fomento Nacionais (BFN)) ou entidades comunitárias (Como seja o caso dos FEEI), tentando eliminar as falhas de mercado existentes (EIB, 2015). Desta forma, a justificação para a mobilização de 315 biliões de euros num período de três anos para aumentar substancialmente os níveis de investimento, prende-se com a capacidade que este fundo dá ao BEI e à sua estrutura de compensar o risco que os investidores privados não estão dispostos a tomar no financiamento da massa empresarial da U.E que são as PME's, completando e acrescentando ao objectivo dos IF's dos FEEI. Ou seja, para além da justificação mais aparente da reposição dos índices económicos do período pré-crise através do aumento substancial do investimento privado, o FEIE justifica-se pela capacidade que terá em complementar os FEEI na ajuda ao investimento privado (European Commission, 2016c).

## 5.2. *Instrumentos Comunitários*

Vendo agora a organização de cada um dos instrumentos, e começando pelos FEEI, são um conjunto de vários fundos sob a tutela da Direcção-Geral para a política Regional e Urbana (DG-Regio) e onde a base legal é determinada entre o Conselho Europeu e o Parlamento Europeu para um quadro plurianual de sete anos. Todos os fundos que compõem os FEEI são enquadrados pela Regulação Comum de Provisões (RCP), que é o enquadramento para todas as regras e regulamentos específicos a cada fundo, sendo que subordina os principais objectivos dos FEEI à estratégia Europa

2020<sup>25</sup> (Krieger-Boden, 2016). A RCP define dois objectivos abrangentes, cada um deles composto por sub-objectivos. Os dois principais objectivos são: o *Investimento para o Crescimento e Emprego* e a *Cooperação Territorial Europeia*.

Para o interesse deste trabalho apenas o primeiro objectivo deve ser analisado. Este objectivo centra-se em conseguir uma maior coesão económica e social ao aumentar o crescimento e emprego através do aumento do nível de investimento. Os seus sub-objectivos dividem as regiões da U.E em 3 classes de desenvolvimento, definindo a quantidade de recursos a dedicar a cada uma destas regiões de acordo com o seu nível de desenvolvimento, sendo que as zonas menos desenvolvidas têm direito a uma maior parte destes recursos (Krieger-Boden, 2016). Dentro destes sub-objectivos, aqueles que mais importa analisar são os que promovem uma maior *competitividade para as PME's*, *aumento do investimento* e a *iniciativa PME*. O primeiro pretende fornecer às PME's as ferramentas que possam ajudar a combater problemas de informação, de forma a estabelecer novas cadeias de valor e realizar investimentos inovadores, utilizando para isto os IF's. O segundo pretende ser um grande incentivo a um dos pilares do *Plano de Investimento para a Europa*, que é fornecer os recursos financeiros necessários que complementem o FEIE, facilitando o financiamento, tentando eliminar falhas de mercado e melhorar o clima de investimento. Por último, a *iniciativa PME* tem como finalidade estimular o financiamento bancário (empréstimos) às PME's através do FEDER e apoiar empresas inovadoras e com maior risco através do Fundo Europeu de Investimento (FEI) com apoio técnico a ser dado pelo fundo e pelo BEI. O apoio do BEI baseia-se no desenvolvimento de diversos instrumentos de

---

<sup>25</sup> Ver Art. 4º (1) do Regulamento (UE) No. 1303/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de Dezembro de 2013: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1303&rid=1>

partilha de risco, capitalização e de intermediação de financiamento, onde instituições financeiras seleccionadas recebem instrumentos de garantia de risco em troca de empréstimos favoráveis para as PME's em termos de juros e colaterais (Trentinaglia, 2015). Esta iniciativa baseia-se em dois instrumentos fundamentais: Garantias de capital para novos empréstimos às PME's e a "securitização" do financiamento de dívida ligado a novos empréstimos às PME's (Comissão Europeia, 2016b). Desta forma, estes instrumentos podem fazer com que os bancos tenham maiores incentivos a emprestar às PME's. Para além de regular a forma como devem os diferentes tipos de regiões gastar o dinheiro disponível em relação aos diferentes objectivos temáticos (Krieger-Boden, 2016, p. 12), a RCP também regula a forma como os diferentes governos nacionais estipulam os seus acordos com a Comissão Europeia em relação aos FEEI para determinado quadro plurianual de financiamento, os chamados *Acordos de Parceria*<sup>26</sup>. Depois de efectuado este processo são desenhados os *Programas Operacionais* (PO) que definem as metas e objectivos a nível nacional e regional, sendo que a sua avaliação e aprovação é feita pela Comissão Europeia enquanto que a implementação em projectos específicos passa pela responsabilidade das autoridades nacionais e regionais competentes<sup>27</sup> (Krieger-Boden, 2016).

Desta forma, é possível observar que todo o processo que envolve a aplicação dos FEEI é, de facto, bastante burocratizada e pouco simples. Existe uma definição pouco clara de objectivos que se confundem entre os objectivos do RCP e da estratégia 2020, podendo levar a incongruências e ineficiências que prejudicam a eficácia com que estes fundos podem actuar. Assim sendo, parte dos investidores podem ser levados a

---

<sup>26</sup>O acordo é o enquadramento no qual se processa o financiamento e onde se prepara e organiza a intervenção das políticas necessárias.

<sup>27</sup> As autoridades nacionais e regionais devem depois reportar à Comissão Europeia como está a progredir a implementação dos Acordos de Parceria e PO's através de relatórios anuais.

desistir de utilizar estes fundos que se revestem de grande importância. Ou seja, a ideia que sustenta estes fundos é positiva e incentivadora, ao contrário da sua arquitectura, o que pode levar a resultados menos positivos que o esperado.

Já no que toca ao FEIE, tem uma organização bastante mais simples, tomando a forma de um acordo contractual entre a Comissão e o BEI, onde a Comissão providencia garantias de capital e o BEI uma contribuição de capital. A estrutura de governação do FEIE consiste, num primeiro pilar, numa *Direcção* com representantes da Comissão e do BEI que decide a orientação estratégica do Fundo, as regras das operações com plataformas de investimento e BFN e qual o perfil de risco do Fundo. Num segundo pilar encontra-se o *Comité de Investimento* que decide e aprova o uso das garantias da U.E, sendo composto por oito especialistas independentes e um *Director-Geral*. Este Comité terá de prestar contas à Direcção. (European Commission, 2016c). É ainda de salientar que este fundo possui um regulamento próprio, sendo que a RCP não se aplica.

Este Fundo é composto por dois mecanismos de apoio: *Infrastructure and Innovation Window* e *SME Window*. O primeiro será levado a cabo pelo BEI e o segundo pelo FEI. Contudo, será o BEI que avaliará a elegibilidade dos projectos a receberem apoios, levando em conta a sua capacidade de cumprir as regras europeias e também a viabilidade financeira, económica e técnica (European Commission, 2016c). Contando com uma estrutura e organização mais simples, também as áreas chave a financiar são bem mais claras que nos FEI. O foco do FEIE deverá estar em diversas áreas<sup>28</sup>, mas acima de tudo no apoio às PME's que deverá ser levado a cabo pelo FEI,

---

<sup>28</sup> Transportes, energia, economia digital, ambiente, eficiência de recursos, capital humano, cultura, saúde, investigação, inovação, desenvolvimento. Ver European Commission (2016c, p. 7).

aumentando as participações directas de capital e garantias nos empréstimos às PME's. Neste campo o FEIE deve actuar em cooperação com o FEI, criando canais de comunicação com os BFN (Comissão Europeia, 2014).

Dito isto, de que forma se podem complementar os dois fundos aqui analisados? Sendo que os FEEI não podem ser directamente transferidos para o FEIE, uma combinação dos dois é possível em termos legais pois o regulamento do FEIE permite que recursos dos FEEI sejam utilizados para o financiamento de projectos que recebam apoio do FEIE, e o RPC permite que beneficiários dos IF's dos FEEI possam receber assistência de outros mecanismos da União. Desta forma, é possível combinar ambos os instrumentos ao nível do projecto individual ou ao nível do IF utilizado, desde que não se violem as regras de duplo financiamento. No primeiro caso a parte do projecto apoiado pelos FEEI<sup>29</sup> não pode receber apoio por parte do FEIE, sendo que a parte que cabe ao FEIE não pode ser contabilizado como a parte do financiamento nacional que cabe às autoridades nacionais no âmbito dos FEEI. No segundo caso, para uma combinação entre o IF dos FEEI e o FEIE, terá de haver um registo diferenciado dos dois apoios (European Commission, 2016c).

### 5.3. *Análise do caso português*

No que toca aos FEEI, a sua implementação será analisada em dois períodos de financiamento, 2007-2013 e 2014-2020. Enquanto que os fundos do período de 2014-2020 ainda estão a ser implementados, para o período de 2007-2013 já é possível encontrar dados mais concretos sobre a implementação dos fundos.

---

<sup>29</sup> Não esquecendo que esta parte do financiamento requer o capital disponibilizado pelo Fundo, mas também pela entidade nacional.

No quadro de financiamento plurianual de 2007-2013, denominado de Quadro de Referência Estratégica Nacional (QREN), a persecução da política de coesão da U.E em Portugal foi feita através de três Agendas Operacionais Temáticas: *Agenda Operacional para o Potencial Humano*; *Agenda Operacional para os Factores de Competitividade*; *Agenda Operacional para a Valorização do Território*. A *Agenda Operacional para os Factores de Competitividade*, sendo a única que merece ser referenciada neste trabalho, foi levada a cabo, a nível nacional pelo PO *Factores de Competitividade*, onde o FEDER se assumiu como principal fundo (QREN, 2016). Nesta agenda e no quadro plurianual 2007-2013 foram apoiadas 13.105 empresas, sendo que o respectivo PO, dotado de 5.582,552 Milhões €, apoiou 5.462 destas empresas, gerando um investimento total previsto nos projectos de apoio às empresas de 7.621 Milhões €, tendo o FEDER um investimento total previsto nos projectos de apoio às empresas de 11.015 Milhões €, a partir de uma dotação de 15.830,423 Milhões €. Sendo que o investimento médio de cada candidatura neste PO ficou em 1,171 Milhão €. Destas 13.105 empresas, apenas 2.096 foram *start-ups*, o que representa apenas 16% das empresas apoiadas, podendo não ter contribuído para o fortalecimento das PME's em Portugal. Neste PO específico foram apresentadas 20.692 candidaturas, com uma taxa de admissão de 90%, e uma taxa de aprovação líquida de 44%<sup>30</sup>. Ou seja, talvez o processo de candidatura fosse demasiado selectivo ou os projectos apresentados não cumprissem com as exigências e/ou regulamentos previstos (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, 2015).

---

<sup>30</sup> Os dados apresentados apresentam a lacuna de que no que toca à despesa no apoio às empresas apenas poder ser visto através do PO temático *Factores de Competitividade*, que exclusivamente trata das ajudas à empresas, enquanto que as restantes despesas no restantes PO's podem estar destinadas a outros fins para lá da ajuda às empresas.

No quadro plurianual de financiamento 2014-2020, denominado “*Portugal 2020*”, o programa operacional que mais importa é o PO *Compete 2020* que trata da competitividade e internacionalização das empresas portuguesas. Até Março de 2016 os fundos aprovados para este PO chegaram a um montante de 820 Milhões €, o que deu origem a investimentos na ordem dos 1,564 Mil Milhões €. Este PO tem previsto para o período 2014-2020 uma dotação total de 6,2 Mil Milhões € num total de fundos que chega ao montante de 25,8 Mil Milhões € para a política de coesão em Portugal, sendo o PO temático com maior peso na política de coesão. Já no que toca ao domínio temático da competitividade e internacionalização, a área temática com maior peso são os apoios dirigidos às PME’s que ocupa 71% da dotação do PO temático *Competitividade e Internacionalização*. Até este momento foram admitidas 100% das candidaturas efectuadas, contudo apenas 67% destas candidaturas foram aprovadas, sendo efectuados contratos com 75% destas candidaturas aprovadas, o que parecem números mais animadores do que no quadro de financiamento anterior. Contudo, um dado preocupante emerge, a taxa de execução deste PO é de 0% o que traduz alguma dificuldade em implementar os projectos aprovados e contratualizados, o que pode ser facilitado por uma instituição como a IFD (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, 2016). Convém recordar que a política de coesão entre 2014-2020 pretende apoiar 23.685 empresas em Portugal, das quais 18.611 são PME’s, o que vai ao encontro do principal objectivo: a competitividade das PME’s. Destas 23.685 empresas, apenas 8.950 irão ser apoiadas por instrumentos financeiros, sendo que as restantes serão apoiadas através de “bolsas”, o que poderá incentivar a uma maior assimetria de informação na utilização dos fundos, uma menor capacidade de evitar ou diminuir

falhas de mercado e uma menor eficiência dos projectos aprovados (Comissão Europeia, 2015b).

Partindo agora para o FEIE, até à data, foram realizados apenas três acordos no apoio ao financiamento de PME's (Comissão Europeia, 2016a). Estes acordos foram feitos com bancos comerciais como o Novo Banco, Millenium BCP e Banif de forma a facilitar o acesso ao financiamento por parte das PME's. Tais acordos chegam a um total de 42 Milhões €, o que poderá levar a um investimento de 588 Milhões € alcançando cerca de 590 PME's (Comissão Europeia 2016c). O FEIE pretende apoiar as PME's através de 75 mil milhões € a nível europeu através do FEI, servindo essencialmente como protecção do crédito. Assim, os investidores privados sentem-se mais confortáveis em investir em projectos mais arriscados, pois existe uma absorção do risco que não estavam dispostos a correr, criando novas oportunidades de investimento inovador. Para Portugal este apoio poderá ter um peso importante, pois como foi possível verificar anteriormente, a queda do nível de investimento em Portugal foi particularmente acentuada (maior que a média europeia. Ver Quadros A1 e A2) e a sua retoma parece lenta, em parte porque a percepção do risco em Portugal é bastante elevada devido ao processo de resgate a que o país foi sujeito. Particularmente no que toca ao apoio às PME's, este plano poderá promover fontes alternativas de financiamento, especialmente com a criação da IFD e as suas linhas de crédito (Gouveia & Martins, 2015).

E é aqui que poderá residir a maior vantagem deste plano, a sua cooperação com os BFN. Segundo a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, os BFN têm um papel central na aplicação do FEIE especialmente nas plataformas de investimento e ao nível dos projectos individuais (Comissão Europeia, 2015a). No caso da IFD, a sua

actividade é gerir os programas dos instrumentos financeiros disponibilizados pelos FEEI e os seus reembolsos, e não pelo FEIE (Instituição Financeira de Desenvolvimento, 2016a). Ou seja, tem como objectivo encontrar soluções de financiamento para as PME's que consigam ultrapassar falhas de mercado existentes, actuando de forma complementar às restantes instituições financeiras. Assim, no quadro dos FEEI a IFD disponibiliza: Apoio de contragarantia parcial das garantias emitidas sobre empréstimos bancários das PME's; Bonificações de juros de empréstimos às PME's ou de comissões sem garantia que beneficiem os bancos comerciais no financiamento das PME's; Apoio no desenvolvimento de instrumentos de securitização de carteiras de crédito a PME's (Instituição Financeira de Desenvolvimento, 2016b). Para além desta actividade, a IFD poderá apoiar instrumentos no âmbito do FEIE desde que o mercado não ofereça tais soluções (Instituição Financeira de Desenvolvimento, 2016b). Estando a acção da IFD muito mais focada no trabalho com os FEEI, deve ser complementada com uma maior cooperação com o FEIE de forma a aumentar o número de projectos apoiados. No período mais recente a IFD passou a gerir os IF's disponibilizados pelo *Programa Capitalizar* e financiados pelos FEEI. Este programa criado pelo actual governo português irá disponibilizar 1.100 Milhões € para investimento das PME's através da *Linha de Crédito com Garantia Mútua* e a *Linha de Financiamento a Operações de Capital Reversível*. A primeira permite aumentar o financiamento por empresa até aos 4,2 Milhões € e diminuir os *spreads* praticados. A segunda permite a transformação de participações de capital em empréstimos de longo e médio prazo, assim que as empresas assegurem rácios de autonomia previamente acordados (Portugal 2020, 2016). Um aspecto negativo tem que ver com o tempo que demorou a tornar a IFD numa entidade activa. Criada a 21 de Outubro de 2014 pelo

Decreto-Lei 155/2014, só agora se começa a notar a sua acção (Instituição Financeira de Desenvolvimento, 2016a).

Contudo, para que os projectos seleccionados a receber apoio do FEIE possam ser aqueles com maior risco e mais inovadores, o processo de selecção deverá ser imune a pressões políticas no sentido de garantir projectos mais lucrativos no imediato (Gouveia & Martins, 2015). Por outro lado, sendo que o FEIE não tem o peso necessário para colmatar toda a descida do nível de investimento, terá de haver uma coordenação perfeita com os FEEI para que não haja incompatibilidades entre fundos, mas sim uma utilização eficiente de ambos.

## **6. Conclusões**

Efectuada esta análise, resta responder às perguntas de partida que orientaram este trabalho. Em resposta à primeira pergunta, é notório que os apoios da U.E ao investimento das empresas aqui analisados foram importantes para estabilizar os níveis de investimento em Portugal mas não foram capazes de retomar os valores pré-crise, especialmente no que toca ao período 2007-2013. Isto diz-nos que a coordenação entre os dois fundos terá de ser mais eficiente, tendo de haver uma organização mais fácil e menos burocratizada dos FEEI. Por outro lado, parte do problema está na forma de financiamento das empresas, demasiado perene a problemas de informação assimétrica, pois baseia-se em demasia no crédito bancário. Assim, em resposta à segunda pergunta, é notório que a maior dependência do crédito bancário por parte das PME portuguesas levou a problemas de selecção adversa e risco moral, que acentuaram a queda do investimento durante a crise. Tudo isto associado à natureza menos clara das PME em termos de disponibilidade de informação, à menor capacidade dos bancos em financiar

projectos mais arriscados, e da menor capacidade das firmas em investir devido à quebra na procura e elevados níveis de endividamento. Dito isto, tanto os FEEL, como o FEIE e a IFD são instrumentos de grande valia no combate aos problemas de assimetria de informação, mas nada podem fazer no combate aos fracos níveis de procura e elevados níveis de endividamento, aqui só uma mudança na política económica europeia poderá levar a uma forte recuperação do investimento. Contudo, a IFD deveria ter maior grau de coordenação com o FEIE e a sua acção deveria ter sido mais efectiva, mais cedo. Ou seja, num período onde o país mais precisava de todos os instrumentos para aumentar os seus níveis de investimento, só passado quase dois anos se torna visível a acção da IFD. As razões para tal atraso e demora são pistas de grande interesse para um estudo futuro.

Dito isto, os apoios da U.E são parcialmente eficazes na resolução dos problemas de informação assimétrica nos processos de financiamento e investimento, mas com um impacto limitado no *output* agregado. Assim, conclui-se que os apoios da U.E ao investimento têm ainda espaço para melhorar a sua acção. Mas este deve ser o caminho na recuperação dos níveis de investimento, sendo indispensável haver uma mudança nas regras comunitárias que permitam uma flexibilização na utilização destes fundos. Ou seja, fica a ideia de que apesar dos problemas de informação assimétrica e de agência não permitirem uma recuperação rápida dos níveis de investimento, sem uma verdadeira recuperação do produto com um crescimento económico sustentado a recuperação dos níveis de investimento será impossível, sendo inegável a importância da análise do Modelo de Crescimento Endógeno. Sem um aumento da disponibilidade de capital, crescimento do *output*, não será possível aumentar os níveis de investimento das empresas.

## Referências Bibliográficas

- Agência para o Desenvolvimento e Coesão, (2016). *Resultados- Monitorização*. Disponível em: [https://www.portugal2020.pt/Portal2020/Media/Default/Docs/MONITORIZACAO/Boletim%2031mar%C3%A7o2016%20final\\_UAME.pdf](https://www.portugal2020.pt/Portal2020/Media/Default/Docs/MONITORIZACAO/Boletim%2031mar%C3%A7o2016%20final_UAME.pdf) [Acesso em: 11/06/2016].
- Agência para o Desenvolvimento e Coesão, (2015). *Boletim Informativo dos Fundos da União Europeia*. Disponível em: [http://www.qren.pt/np4/file/4863/Boletim\\_30jun2015\\_\\_25\\_agosto\\_VS\\_rev.pdf](http://www.qren.pt/np4/file/4863/Boletim_30jun2015__25_agosto_VS_rev.pdf) [Acesso em: 11/06/2012].
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3), 488-500.
- Ascioglu, A., Hegde, S. P., & McDermott, J. B. (2007). Information asymmetry and investment– cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance* 32 (6), 1036-1048.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). *Economic Policy Uncertainty*. Disponível em: <http://www.policyuncertainty.com/index.html> [Acesso em: 20/07/2016].
- Barkbu, B., Berkmen, S. P., Lukyantsau, P., Saksonovs, S., & Schoelermann, H. (2015). Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak? *IMF Working Paper*.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1989). Agency Cost, Net Worth, and Business Fluctuations. *The American Economic Review* 79 (1), 14-31.
- Blanchard, O., & Johnson, D. R. (2012). *Macroeconomics*. 6ª Ed. New Jersey: Pearson Education.
- Canton, E., Grilo, I., Monteagudo, J., & Zwan, P. v. (2013). Perceived credit constraints in the European Union. *Small Business Economics* 41 (3), 701-715.
- Chirinko, R. S. (1993). Business Fixed Investment: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications. *Journal of Economic Literature* 31 (4), 1875-1911.
- Comissão Europeia, (2014). *EUR-Lex*. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:903:FIN> [Acesso em: 04/08/2016].
- Comissão Europeia, (2015a). *Acesso ao Direito da União Europeia*. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal->

content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0361&qid=1468098468849&from=PT [Acesso em: 04/08/2016].

Comissão Europeia, (2015b). *European Structural & Investment Funds- Data*.

Disponível em: <https://cohesiondata.ec.europa.eu/countries/PT> [Acesso em: 13/06/2016].

Comissão Europeia, (2015c). *Fundos Europeus Estruturais e de Investimento*.

Disponível em: [http://ec.europa.eu/contracts\\_grants/funds\\_pt.htm](http://ec.europa.eu/contracts_grants/funds_pt.htm) [Acesso em 13/06/2016].

Comissão Europeia, (2016a). *Country factsheets - Investment Plan state of play*.

Disponível em: [http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/portugal-ip-state-of-play-june-2016\\_en\\_0.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/portugal-ip-state-of-play-june-2016_en_0.pdf) [Acesso em: 05/06/2016].

Comissão Europeia, (2016b). *European Structural & Investment Funds*. Disponível em:

[http://ec.europa.eu/contracts\\_grants/pdf/esif/key-jobs-growth-invest\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/contracts_grants/pdf/esif/key-jobs-growth-invest_en.pdf) [Acesso em: 15/07/2016].

Comissão Europeia, (2016c). *SME financing under the EFSI - agreements approved by the European Investment Fund*. Disponível em:

[http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/investment-plan\\_sme-financing\\_june2016\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/investment-plan_sme-financing_june2016_en.pdf) [Acesso em: 15/07/2016].

Darvas, Z. (2013). *BANKING SYSTEM SOUNDNESS IS THE KEY TO MORE SME FINANCING*.

Disponível em: <http://bruegel.org/2013/07/banking-system-soundness-is-the-key-to-more-sme-financing/> [Acesso em: 20/05/2016].

Dornbusch, R., Fischer, S., Startz, R. (1998). *Macroeconomics*. 7ª Ed. Boston: Irwin McGraw-Hill.

Duarte, M. L., & Lopes, C. A. (2014). *Tratado de Lisboa*. 3ª Ed. Lisboa: AAFDL.

EIB, (2015). *European Fund for Strategic Investments Steering Board: EFSI Strategic Orientation*. Disponível em:

[http://www.eib.org/attachments/strategies/efsi\\_steering\\_board\\_efsi\\_strategic\\_orientation\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/strategies/efsi_steering_board_efsi_strategic_orientation_en.pdf) [Acesso em: 23/09/2016].

European Commission, (2016a). *AMECO*. Disponível em:

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm) [Acesso em: 15/06/2016].

European Commission, (2016b). *Eurostat*. Disponível em:

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tsdec210&language=en> [Acesso em: 15/06/2016].

- European Commission, (2016c). *European Structural and Investment FUNDS and European Fund for Strategic Investments complementarities- Ensuring coordination, synergies and complementary*. Disponível em: [http://ec.europa.eu/regional\\_policy/sources/thefunds/fin\\_inst/pdf/efsi\\_esif\\_comp1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/fin_inst/pdf/efsi_esif_comp1_en.pdf) [Acesso em: 23/09/2016].
- Eurostat. (2011). *Press Release Database*. Disponível em: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_STAT-11-144\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_STAT-11-144_en.htm) [Acesso em: 15/06/2016].
- Eurostat. (2016a). *Net debt-to-income ratio, after taxes, of non-financial corporations*. Disponível em: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tec00102&language=en> [Acesso em: 23/09/2016].
- Eurostat. (2016b). *Real GDP Growth Rate*. Disponível em: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tec00115&language=en> [Acesso em: 23/09/2016].
- Eurostat. (2016c). *Success rate in obtaining loan finance by sources, type of enterprise and NACE Rev. 2*. Disponível em: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=acf\\_d\\_lo&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=acf_d_lo&lang=en) [Acesso em: 23/09/2016].
- Eurostat. (2016d). *Unemployment rate - annual data*. Disponível em: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tisun20&language=en> [Acesso em: 23/09/2016].
- Favara, G. (2012). Agency Problems and Endogenous Investment Fluctuations. *The Review of Financial Studies* 25 (7), 2301-2342.
- Gouveia, A., & Martins, A. (2015). O Plano de Investimento para a Europa: Oportunidades e Limitações. *Boletim Mensal de Economia Portuguesa* 3.
- Greenwald, B. C., & Stiglitz, J. E. (1993). Financial Markets Imperfections and Business Cycles. *The Quarterly Journal of Economics* 108 (1), 77-114.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3), 405-440.
- Henriques, J. P., & Brás, F. A. (2013). Caracterização do Relacionamento Bancário num Contexto de Normas Contabilísticas Internacionais para Pequenas e Médias Empresas: O Caso de Portugal. *Estudos do ISCA* 4 (5).
- INE, (2015). *Anuário Estatístico de Portugal 2014*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, IP.

- INE, (2016a). *Empresas em Portugal 2014*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.
- INE, (2016b). *Inquérito de Conjuntura ao Investimento*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P. Disponível em:  
[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaquas&DESTAQUESdest\\_boui=250030199&DESTAQUESmodo=2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaquas&DESTAQUESdest_boui=250030199&DESTAQUESmodo=2) [Acesso em: 28/09/2016].
- Instituição Financeira de Desenvolvimento (2016a) *Sobre a IFD*. Disponível em:  
<http://www.ifd.pt/apresentacao/> [Acesso em: 22/09/2016].
- Instituição Financeira de Desenvolvimento (2016b) *Actividade*. Disponível em:  
<http://www.ifd.pt/atividade/> [Acesso em: 22/09/2016].
- Jorgenson, D. W., & Siebert, C. D. (1968). A comparison of alternative theories of corporate investment behaviour. *The American Economic Review* 58 (4), 681-711.
- Keynes, J. M. (1936). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, Ed. 2010. Lisboa: Relógio D'Água.
- Kolev, A., & Tanayama, T. (2015). *Investment and Investment Finance in Europe*. Disponível em:  
[http://www.eib.org/attachments/efs/investment\\_and\\_investment\\_finance\\_in\\_europe\\_2015\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/efs/investment_and_investment_finance_in_europe_2015_en.pdf) [Acesso em: 23/09/2016].
- Kopcke, R. W. (1993). The Determinants of Business Investment: Has Capital Spending Been Surprisingly Low? *New England Economic Review*, issue Jan, 3-31.
- Krieger-Boden, C. (2016). EU Cohesion Policy, Past and Present: Sustaining a Prospering and Fair European Union. *Kiel Working Paper No. 2037-Kiel Institute for the World Economy*.
- Matias, M. N. (2009). O relacionamento bancário e o financiamento das PME- Uma Revisão da Literatura. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão* 8 (1), 21-31.
- Molle, W. (2015). *Cohesion and Growth: The theory and practice of European policy making*. New York: Routledge.
- Morellec, E., & Schurhoff, N. (2010). Corporate investment and financing under asymmetric information. *Journal of Financial Economics* 99 (2), 262-288.
- Muller, P., Caliandro, C., Peycheva, V., Gagliardi, D., Marzocchi, C., Ramlogan, R., & Cox, D. (2015). *Annual Report on European SMEs 2014/2015*. Bruxelas: Comissão Europeia.

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have . *Journal of Financing Economics* 13 (2), 187-221.
- Navaretti, G. B., Calzolari, G., & Pozzolo, A. F. (2015a). Is special treatment for SME's warranted? *European Economy- Banks, Regulation, and the Real Sector* 2, 9-34.
- Navaretti, G. B., Calzolari, G., & Pozzolo, A. F. (2015b). *Vox- CEPR's Policy Portal*. Disponível em: <http://voxeu.org/article/how-sme-funding-risk-allocated> [Acesso em: 25/04/2016].
- Noia, C. D., D'Onofrio, A., & Giovannini, A. (2015). Matching demand and supply in SMEs financing. *European Economy- Banks, Regulation, and the Real Sector* 2, 75-86.
- OCDE. (2014). *OECD Economic Surveys: Portugal*. OECD Publishing.
- Pereira, P. T. (2008). *O Prisioneiro, O Amante e as Sereias: Instituições Económicas, Políticas e Democracia*. Coimbra: Edições Almedina.
- Portugal 2020 (2016). *Programa Capitalizar arranca com linha de 20 milhões para investimento em capital das PME*. Disponível em: <https://www.portugal2020.pt/Portal2020/programa-capitalizar-arranca-com-linha-de-20-milhoes-para-investimento-em-capital-das-pme> [Acesso em: 22/09/2016].
- QREN. (2016). *O QREN*. Disponível em: <http://www.qren.pt/np4/qren> [Acesso em: 23/09/2016].
- Santos, J., Pina, Á., Braga, J., & Aubyn, M. S. (2010). *Macroeconomia*, 3ª Ed. Lisboa: Ecolar Editora.
- Tavares, F. O., Pacheco, L., & Almeida, E. F. (2015). Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. *Revista de Administração* 50 (2), 254-267.
- Trentinaglia, M. T. (2015). Institutions. *European Economy- Banks, Regulation, and the Real Sector* 2, 45-50.
- Wishlade, F., & Michie, R. (2014). Financial instruments in 2014-20: learning from 2007-13 and adapting to the new environment . “*Challenges for the New Cohesion Policy 2014-20: an Academic and Policy Debate*”, 2nd joint EU Cohesion Policy conference. Riga, 4-6 February 2014 : European Policies Research Centre University of Strathclyde.

## **Anexos**

### **Anexo 1: Fórmulas**

#### **A1- Procura Interna numa economia simples sem governo ou sector externo.**

$$PI=C.Priv.+I$$

Ou

$$PI=C+I$$

Fonte: Dornbucsh et al (1998) p. 44.

#### **A2- Despesa numa economia aberta e com Estado.**

$$(1) \quad D=C+I+G+Ex-Im$$

Fonte: Blanchard & Johnson (2012) p. 45.

#### **A3- Fórmula explicativa do Investimento.**

$$(4) \quad I=\bar{I}-bi \text{ ou } I=\bar{I}-br$$

Fonte: Santos et al (2010) p. 53-54.

#### **A4- Fórmula da condição de equilíbrio entre Poupança e Investimento no modelo**

***IS/LM.***

$$I=S \Leftrightarrow I+G=S+T-TR$$

Fonte: Santos et al (2010) p. 55.

#### **A5- Nível óptimo de *stock* de capital desejado.**

$$K^*t$$

Fonte: Santos et al (2010) p. 178.

**A6- Mudanças no *stock* de capital são proporcionais às mudanças da procura esperada do produto.**

$$(5) \quad K^*_t = vY_t \Leftrightarrow$$

$$\Leftrightarrow K^*_{t+1} = vY_{t+1}$$

Fonte: Santos et al (2010) p. 178.

**A7- Função de produção neoclássica.**

$$Y = F(K, L)$$

Fonte: Blanchard & Johnson (2012) p. 217.

**A8- Função de produção no modelo de crescimento endógeno.**

$$(8) \quad Y = aK$$

Fonte: Dornbucsh et al (1998) p. 277.

**A9- Aumento do *stock* de capital.**

$$\Delta K = sY = saK \text{ ou } \frac{\Delta K}{K} = sa$$

Fonte: Dornbucsh et al (1998) p. 277.

**A10- Taxa de crescimento do output no modelo de crescimento endógeno.**

$$\frac{\Delta Y}{Y} = sa$$

Fonte: Dornbucsh et al (1998) p. 277.

**Anexo 2: Quadros****Quadro A1- FBCF total em percentagem do PIB.**

	2005	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
UE 28	21,84	23	20,99	20,51	20,62	20,16	19,64	19,8
Euro área 19	22,33	23,25	21,37	20,93	21,06	20,56	19,89	19,88
Alemanha	19,07	20,33	19,16	19,44	20,27	20,18	19,76	20,07
Irlanda	29,89	24,8	21,17	17,77	17,22	19,18	17,64	19,32
Grécia	:	23,81	20,79	17,56	15,27	12,63	12,02	11,61
Espanha	29,89	29,21	24,33	23,03	21,48	20,06	19,21	19,6
França	21,72	23,56	22,04	22,07	22,41	22,48	22,11	21,69
Itália	21,15	21,23	19,98	19,93	19,64	18,34	17,29	16,61
Chipre	21,55	27,33	23,58	21,87	19,14	15,25	13,9	11,52
Luxemburgo	:	:	:	:	:	:	:	:
Países Baixos	20,6	22,28	21,3	19,74	20,28	18,9	17,92	18,17
Áustria	23,11	23,38	22,48	21,64	22,49	22,67	22,5	22,36
Polónia	18,63	22,56	21,12	20,29	20,69	19,79	18,82	19,63
Portugal	23,1	22,84	21,15	20,53	18,42	15,84	14,75	14,86
Finlândia	22,96	24,39	22,75	21,88	22,24	22,27	21,11	20,28
Suécia	22,14	24,32	22,32	22,25	22,69	22,64	22,34	23,53
Reino Unido	18,16	18,01	16,15	16,01	15,97	16,11	16,17	16,82

Fonte: European Commission (2016b).

**Quadro A2- FBCF das empresas, não financeiras, em percentagem do PIB.**

	2005	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
UE 28	12,31	13,09	11,5	11,38	11,83	11,81	11,55	11,74
Euro área 19	12,18	12,97	11,47	11,51	12,01	11,94	11,62	11,8
Alemanha	11,5	12,44	11,15	11,38	11,83	11,63	11,26	11,52
Irlanda	12,94	10,44	12,25	10,64	11,62	14,16	12,85	13,99
Grécia	:	7,66	6,15	6,59	5,82	4,93	4,45	4,79
Espanha	16,39	16,38	12,71	12,47	12,9	13,58	13,83	14,4
França	11,33	12,8	11,68	11,82	12,32	12,41	12,24	12,38
Itália	10,67	10,66	9,35	9,85	10,02	9,38	8,84	8,55
Chipre	6,05	9,75	7,72	7,77	7,39	6,09	6,48	4,84
Luxemburgo	:	:	:	:	:	:	:	:
Países Baixos	9,49	10,73	10,29	10,31	11,2	10,57	10,07	10,41
Áustria	14,82	14,9	13,8	13,02	14,12	14,38	14,18	14,24
Polónia	10,21	12,62	11,22	9,74	10,09	10,16	10,18	10,5
Portugal	12,21	13,79	12,34	10,72	10,75	9,64	9,4	9,75
Finlândia	12,28	14,38	12,94	11,76	11,88	11,77	10,77	10,34
Suécia	15,17	17	15,03	14,73	15,42	15,65	15,43	16,45
Reino Unido	10,69	9,76	8,53	8,52	8,66	9,02	9,01	9,12

Fonte: European Commission (2016b).

**Quadro A3- Peso das PME's no tecido empresarial português.**

	Nº empresas	Pessoal ao serviço	VAB (milhares de milhão €)
Total das empresas não financeiras	1.127.317	3.445.226	75.825
PME's	1.126.344	2.764.311	47.650
Peso das PME's (%)	99,9	80,2	62,8

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do INE (INE, Empresas em Portugal 2014, 2016), p. 19.

**Quadro A4- Taxa de pedidos de empréstimo bancário aceites**

	2007	2010
Bélgica	92,4	83,1
Bulgária	87,0	42,5
Dinamarca	91,8	59,8
Alemanha	85,3	75,9
Irlanda	96,9	53,2
Grécia	87,6	59,6
Espanha	87,3	59,1
França	94,5	83,3
Itália	86,6	78,4
Chipre	93,2	76,7
Letónia	89,0	63,5
Lituânia	89,2	58,4
Luxemburgo	78,8	68,4
Malta	94,3	91,3
Países Baixos	84,3	61,3
Polónia	91,9	85,4
Eslováquia	89,3	76,1
Finlândia	98,1	95,9
Suécia	84,2	79,7
Reino Unido	88,4	64,6

Fonte: Eurostat (2016c). Disponível em: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=acf\\_d\\_lo&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=acf_d_lo&lang=en) [Acesso em: 23/09/2016].

**Quadro A5- Taxa de pedidos de empréstimo bancário parcialmente aceites.**

	2007	2010
Bélgica	5,4	11,2
Bulgária	9,9	22,0
Dinamarca	4,5	21,7
Alemanha	8,0	15,9
Irlanda	2,1	20,2
Grécia	11,7	29,6
Espanha	9,7	27,8
França	3,6	9,7
Itália	12,2	16,7
Chipre	6,8	19,1
Letónia	6,7	10,2
Lituânia	9,0	20,4
Luxemburgo	15,2	20,9
Malta	5,7	6,5
Países Baixos	8,9	16,2
Polónia	4,3	10,3
Eslováquia	7,0	14,7
Finlândia	1,9	3,9
Suécia	7,0	14,1
Reino Unido	6,1	14,7

Fonte: Eurostat (2016c). Disponível em:  
[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=acf\\_d\\_lo&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=acf_d_lo&lang=en) [Acesso em:  
 23/09/2016].

**Quadro A6- Taxa de pedidos de empréstimo bancário recusados.**

	2007	2010
Bélgica	2,2	5,7
Bulgária	3,1	35,5
Dinamarca	3,7	18,5
Alemanha	6,7	8,2
Irlanda	1,0	26,6
Grécia	0,7	10,8
Espanha	3,0	13,2
França	2,0	7,0
Itália	1,2	4,9
Chipre	0,0	4,2
Letónia	4,3	26,4

Lituânia	1,8	21,2
Luxemburgo	6,0	10,7
Malta	0,0	2,2
Países Baixos	6,8	22,5
Polónia	3,7	4,3
Eslováquia	3,7	9,2
Finlândia	0,0	0,2
Suécia	8,7	6,1
Reino Unido	5,6	20,8

Fonte: Eurostat (2016c). Disponível em: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=acf\\_d\\_lo&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=acf_d_lo&lang=en) [Acesso em: 23/09/2016].

#### Quadro A7- FBCF em percentagem do PIB em Portugal

	Formação Bruta de Capital Fixo em percentagem do PIB
1995	23,3
2000	28
2005	23,1
2010	20,5
2011	18,4
2012	15,8
2013	14,8
2014	14,9

Fonte: INE (2015), p. 307.

#### Quadro A8- Taxa de crescimento anual do PIB real com base no ano anterior (valores de 2015 ainda provisórios).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
UE 28	0,5	-4,4	2,1	1,8	-0,5	0,2	1,4	2
Euro área 19	0,5	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,7
Alemanha	1,1	-5,6	4,1	3,7	0,5	0,5	1,6	1,7
Irlanda	-4,4	-4,6	2	0	-1,1	1,1	8,5	26,3
Grécia	-0,3	-4,3	-5,5	-9,1	-7,3	-3,2	0,7	-0,2
Espanha	1,1	-3,6	0	-1	-2,6	-1,7	1,4	3,2
França	0,2	-2,9	2	2,1	0,2	0,6	0,6	1,3
Itália	-1,1	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,3	0,8
Chipre	3,7	-2	1,4	0,4	-2,4	-5,9	-2,5	1,6
Luxemburgo	-0,8	-5,4	5,7	2,6	-0,8	4,3	4,1	4,8
Países Baixos	1,7	-3,8	1,4	1,7	-1,1	-0,2	1,4	2

Áustria	1,5	-3,8	1,9	2,8	0,7	0,1	0,6	1
Polónia	4,2	2,8	3,6	5	1,6	1,3	3,3	3,6
Portugal	0,2	-3	1,9	-1,8	-4	-1,1	0,9	1,5
Finlândia	0,7	-8,3	3	2,6	-1,4	-0,8	-0,7	0,2
Suécia	-0,6	-5,2	6	2,7	-0,3	1,2	2,3	4,2
Reino Unido	-0,6	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2

Fonte: Eurostat (2016b). Disponível em:

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tec00115&language=en> [Acesso em: 23/09/2016].

### Quadro A9- Ratio dívida-rendimento líquido de impostos de empresas não financeiras.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
UE 28	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Euro área 19	274,95	278,88	334,4	390,85	351,32	328,04	388,9	356,47	341
Alemanha	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Irlanda	244	245,19	428,86	314,68	231,6	295,64	286,96	255,43	179,5
Grécia	407,77	376,37	434,67	535,5	720,23	579,62	611,29	419,45	598,52
Espanha	1178,85	1563,25	1126,43	798,88	814,27	807	722,15	544,8	442,27
França	308,2	270,2	332,21	381,08	365,06	393,24	476,63	483,24	491,58
Itália	457,98	561,96	694,23	735,26	706,76	739,91	945,27	874,79	834,95
Chipre	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Luxemburgo	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Países Baixos	247,85	220,77	235,11	273,34	227,42	213,86	225,31	222,97	271,19
Áustria	245,06	226,64	298,84	345,31	301,82	279,21	281,26	270,7	269,48
Polónia	145,32	184,67	254,93	169,53	133,21	149,79	174,37	177,42	183,03
Portugal	844	960,34	1597,36	1154,87	853,94	1284,08	1070,23	909,08	796,33
Finlândia	248,09	221,91	315,28	483,27	387,64	484,4	499,97	582,68	453,77
Suécia	215,37	182,83	281,1	409,21	315,35	305,27	330,08	295	261,93
Reino Unido	278,13	270,34	302,81	385,29	255,37	251,94	297,82	234,38	158,24

Fonte: Eurostat (2016a). Disponível em:

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tec00102&language=en> [Acesso em: 23/09/2016].

### Quadro A10- Principais factores limitativos do Investimento em 2016.

PRINCIPAL FATOR LIMITATIVO EM 2016 (a)									
CAR-Rev.3	INSUFICIÊNCIA DA CAPACIDADE PRODUTIVA	DETERIORAÇÃO DAS PERSPECTIVAS DE VENDA	DIFICULDADE DE CONTRATAR PESSOAL QUALIFICADO	NÍVEL DA TAXA DE JURO	RENTABILIDADE DOS INVESTIMENTOS	CAPACIDADE DE AUTO FINANCIAMENTO	DIFICULDADE EM OBTER CRÉDITO BANCÁRIO	MERCADO DE CAPITAIS	OUTROS
Indústrias extrativas (Secção B)	14,4	31,0	0,0	0,3	25,0	28,9	0,0	0,3	2,2
Indústrias transformadoras (Secção C)	7,2	42,2	2,0	1,9	21,5	9,5	11,5	0,2	4,0
<i>Das quais: empresas exportadoras</i>	<i>9,3</i>	<i>27,9</i>	<i>4,1</i>	<i>2,1</i>	<i>27,3</i>	<i>10,6</i>	<i>14,9</i>	<i>0,1</i>	<i>3,7</i>
Electricidade, gás, vapor, água quente e frio e ar frio (Secção D)	0,0	0,0	0,0	0,0	18,3	35,7	0,0	0,0	50,0
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e reciclagem (Secção E)	16,6	14,0	1,7	3,1	8,5	35,3	1,7	0,0	21,1
Construção (Secção F)	3,8	52,8	0,0	4,8	12,7	8,2	13,1	0,0	4,9
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motocicletas (Secção G)	0,0	55,9	2,4	2,4	23,7	10,1	2,9	0,0	2,7
Transporte e armazenagem (Secção H)	0,0	49,4	9,5	0,0	5,5	23,1	10,5	0,0	2,0
Alojamento, restauração e similares (Secção I)	0,0	36,1	0,0	0,5	25,2	14,9	15,2	0,0	8,2
Atividades de informação e de comunicação (Secção J)	1,3	41,1	11,2	1,7	29,5	4,0	1,2	0,4	9,7
Atividades financeiras e de seguros (Secção K)	0,0	15,5	0,0	0,0	22,5	14,2	18,2	2,7	25,9
Atividades imobiliárias (Secção L)	0,0	35,2	0,0	1,5	35,2	5,1	11,7	0,0	13,3
Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares (Secção M)	0,3	54,5	0,0	4,3	9,9	21,1	3,8	0,0	8,1
Atividades administrativas e dos serviços de apoio (Secção N)	3,8	49,5	3,9	8,1	19,8	3,8	4,8	1,3	7,1
<b>TOTAL</b>	<b>2,7</b>	<b>45,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>20,0</b>	<b>18,5</b>	<b>8,2</b>	<b>0,1</b>	<b>4,7</b>

(a) Percentagem de empresas que aponta cada um das fatores limitativos do conjunto das empresas que manifestou limitações ao investimento

Fonte: INE (2016b), p. 10.

### Quadro A11- PIB potencial com ano base 2010 (Milhares de Milhões de €, excluído Reino Unido)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
UE 28	13952	13766	13594	13449	13340	13258	13197	13098	12993	12896	12694
Euro área 19	10209	10098	9997	9917	9863	9825	9805	9750	9686	9629	9496
Bélgica	395	390	385	381	378	375	371	366	361	357	351
Alemanha	2890	2844	2790	2742	2703	2665	2645	2627	2601	2583	2552
Irlanda	212	202	193	186	180	177	174	173	173	173	170
Grécia	194	197	201	205	211	219	226	233	237	239	237
Espanha	1124	1117	1113	1113	1117	1126	1133	1129	1117	1106	1076
França	2167	2144	2123	2106	2087	2068	2049	2028	2007	1988	1958
Itália	1591	1589	1593	1598	1610	1623	1640	1639	1645	1652	1648
Chipre	18	18	18	18	19	19	19	19	19	18	18
Luxemburgo	49	48	46	45	44	43	41	41	40	39	38
Países Baixos	675	667	660	655	652	651	649	645	641	634	624
Áustria	321	317	313	310	308	305	302	299	297	294	290
Polónia	1788	1732	1679	1628	1580	1535	1484	1425	1372	1320	1267
Portugal	177	176	176	176	177	178	181	181	181	181	180
Finlândia	192	192	192	192	192	192	192	192	192	191	188
Suécia	4120	4011	3903	3811	3736	3675	3622	3568	3514	3471	3405
Reino Unido	1780	1750	1722	1696	1674	1656	1640	1623	1607	1594	1570

Fonte: AMECO, (European Commission, 2016a).

**Quadro A12- Diferença entre PIB real e PIB potencial com ano base 2010**  
(percentagem do PIB potencial a preços constantes)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
UE 28	-0,24	-0,82	-1,32	-2,17	-2,68	-2,27	-1,35	-2,33	-3,54	1,65	2,75
Euro área 19	-0,46	-1,12	-1,70	-2,53	-2,85	-2,18	-1,11	-2,11	-3,46	1,73	2,67
Bélgica	-0,50	-0,70	-0,70	-1,00	-1,39	-0,63	0,21	-0,22	-1,63	1,85	2,83
Alemanha	-0,61	-0,55	-0,27	-0,21	-0,35	0,75	1,10	-1,79	-4,69	1,70	1,82
Irlanda	0,65	1,74	1,63	-1,91	-3,86	-3,39	-2,32	-4,08	-4,31	1,36	5,25
Grécia	-2,37	-6,29	-7,75	-9,51	-12,71	-12,88	-9,27	-2,98	0,88	4,73	5,65
Espanha	0,26	-1,53	-3,68	-6,72	-8,28	-7,46	-5,53	-4,24	-3,26	1,32	3,04
França	-0,86	-1,46	-1,80	-2,13	-1,41	-1,19	-0,45	-1,45	-2,33	1,57	2,91
Itália	-0,36	-1,58	-2,85	-3,92	-4,31	-3,35	-1,63	-2,12	-4,09	1,08	2,36
Chipre	0,89	-1,35	-3,62	-6,37	-6,52	-2,47	-0,20	0,67	1,13	5,51	5,25
Luxemburgo	-0,34	-0,97	-1,07	-2,93	-3,69	-5,55	-2,23	-2,41	-6,14	1,16	5,26
Países Baixos	0,03	-0,74	-1,39	-2,52	-3,06	-2,47	-1,09	-2,03	-2,79	2,02	2,04
Áustria	-0,35	-0,71	-0,98	-0,95	-0,56	0,07	0,27	-1,56	-2,60	2,09	2,14
Polónia	0,38	0,05	-0,49	-1,00	-1,25	0,39	2,28	1,38	1,51	2,80	3,10
Portugal	-0,05	-1,15	-2,30	-3,82	-5,13	-4,99	-2,18	-0,84	-2,62	0,39	0,88
Finlândia	-1,24	-1,61	-2,30	-2,83	-2,29	-1,64	-0,20	-2,53	-5,15	3,75	4,61
Suécia	0,39	0,16	-0,49	-2,11	-2,35	-1,93	-0,24	-1,36	-5,48	0,91	3,44
Reino Unido	0,54	0,34	0,21	-0,58	-2,04	-3,08	-3,25	-4,15	-4,68	0,30	2,29

Fonte: AMECO, (European Commission, 2016a).

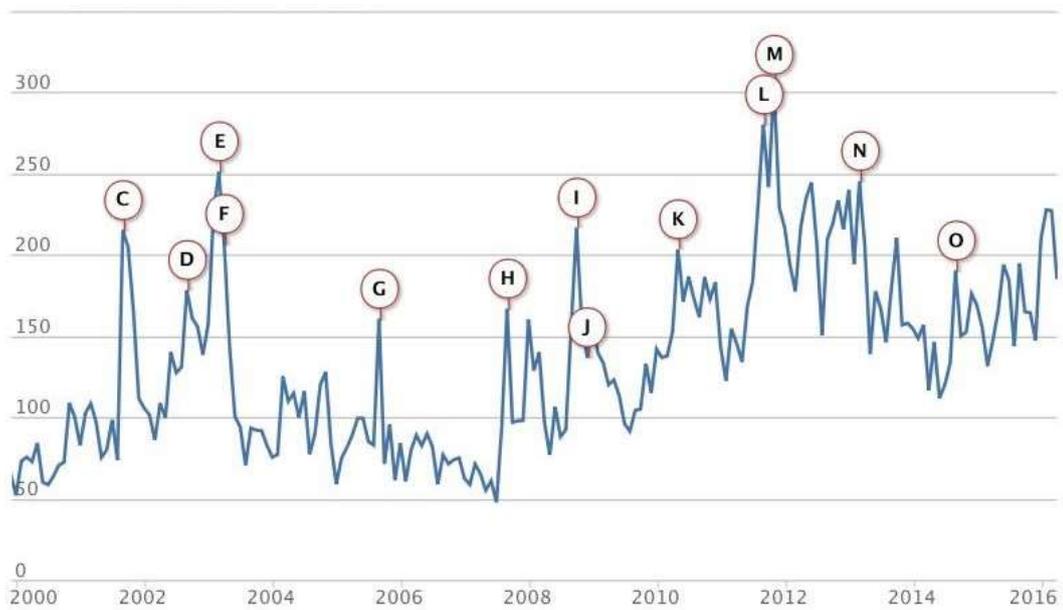
**Quadro A13- Taxa de desemprego (%).**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
UE 28	8,2	7,2	7,0	9,0	9,6	9,7	10,5	10,9	10,2	9,4
Euro área 19	8,4	7,5	7,6	9,6	10,2	10,2	11,4	12,0	11,6	10,9
Bélgica	8,3	7,5	7,0	7,9	8,3	7,2	7,6	8,4	8,5	8,5
Alemanha	10,1	8,5	7,4	7,6	7,0	5,8	5,4	5,2	5,0	4,6
Irlanda	4,5	4,7	6,4	12,0	13,9	14,7	14,7	13,1	11,3	9,4
Grécia	9,0	8,4	7,8	9,6	12,7	17,9	24,5	27,5	26,5	24,9
Espanha	8,5	8,2	11,3	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1	24,5	22,1
França	8,8	8,0	7,4	9,1	9,3	9,2	9,8	10,3	10,3	10,4
Itália	6,8	6,1	6,7	7,7	8,4	8,4	10,7	12,1	12,7	11,9
Chipre	4,6	3,9	3,7	5,4	6,3	7,9	11,9	15,9	16,1	15,1
Luxemburgo	4,6	4,2	4,9	5,1	4,6	4,8	5,1	5,9	6,0	6,4
Países Baixos	5,0	4,2	3,7	4,4	5,0	5,0	5,8	7,3	7,4	6,9
Áustria	5,3	4,9	4,1	5,3	4,8	4,6	4,9	5,4	5,6	5,7
Polónia	13,9	9,6	7,1	8,1	9,7	9,7	10,1	10,3	9,0	7,5
Portugal	8,9	9,1	8,8	10,7	12,0	12,9	15,8	16,4	14,1	12,6
Finlândia	7,7	6,9	6,4	8,2	8,4	7,8	7,7	8,2	8,7	9,4
Suécia	7,1	6,1	6,2	8,3	8,6	7,8	8,0	8,0	7,9	7,4

Reino Unido	5,4	5,3	5,6	7,6	7,8	8,1	7,9	7,6	6,1	5,3
Fonte:	Eurostat		(2016d).			Disponível			em:	
<a href="http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&amp;init=1&amp;plugin=1&amp;pcode=tipsun20&amp;language=en">http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&amp;init=1&amp;plugin=1&amp;pcode=tipsun20&amp;language=en</a> [Acesso em: 23/09/2016].										

### Anexo 3: Figuras

**Figura A1- Índice de incerteza económica na Europa**



Fonte: <http://www.policyuncertainty.com/index.html> (Baker et al, 2016).